

Titre 1

LE FINANCEMENT INTERNE

Chapitre 1 L'Autofinancement des entreprises

Chapitre 2 Le Choix d'une politique d'amortissement

Chapitre 3 Le Choix d'une politique de distribution -rétention

Par *financement interne*, nous entendrons l'ensemble des moyens de financement qui ne proviennent ni d'un apport nouveau des associés, ni d'un endettement envers des tiers, mais que l'entreprise trouve en elle-même¹

A cette définition correspondent en fait deux types de ressources très différentes

- les unes, les *ressources sur cessions*, présentant un caractère de moins en moins exceptionnel au cours des deux dernières décennies, qui sont liées à certaines opérations sur le capital que les entreprises sont amenées à réaliser dans le cadre de leur gestion: tantôt cession d'équipements anciens à l'occasion d'une opération de modernisation²; tantôt des opérations plus conséquentes liées par exemple à un changement de localisation de l'entreprise (une décision de décentralisation géographique peut parfois ainsi s'accompagner de fortes rentrées d'argent si les terrains où les bâtiments d'usine cédés sont situés dans une région fortement urbanisée)³ ou résultant d'un programme de recentrage des activités de l'entreprise sur ses activités stratégiques, les autres étant cédées.⁴

- les autres, plus ordinaires, correspondent au surplus monétaire annuel, que les entreprises récupèrent de leur exploitation courante, et qui reste à leur disposition, c'est à dire en fait à ce que l'on a coutume⁵ d'appeler leur *autofinancement*.⁶

De ces deux types de moyens de financement interne des entreprises, c'est le second, l'autofinancement, qui retiendra essentiellement notre attention dans les pages qui vont suivre⁷

Dans un chapitre 1, nous nous intéresserons à la notion même d'autofinancement et à son importance dans l'Economie française, avant de nous interroger sur les raisons conduisant les entreprises françaises à privilégier ce type de financement.

Les chapitres suivants seront consacrés à l'analyse des deux composantes essentielles de l'autofinancement des entreprises: les dotations d'amortissement et les bénéfices retenus dont les montants vont de facto affecter le montant de l'autofinancement réalisé. Nous nous interrogerons sur l'intérêt qu'auraient les dirigeants d'une entreprise donnée à élaborer une véritable politique à leur endroit.

¹ G. DEFOSSE "La gestion financière des entreprises" Paris PUF 1974, Tome I p. 136.

² nous renvoyons le lecteur à l'analyse qui en a été faite lors de la procédure d'évaluation des cash-flows associés à un investissement de modernisation (chapitre préliminaire de la Deuxième Partie (cas Tisstex)

³ la cession par CITROEN des terrains qu'elle possédait quai de Javel ou à l'heure actuelle celle par RENAULT de ses terrains de l'île Séguin constituent des exemples typiques d'opérations de ce genre.

⁴ B.S.N (aujourd'hui Danone) cédant au début des années 70 une partie de ses actifs verriers pour financer son développement dans l'agro-alimentaire

⁵ P. CONSO, R. LAVAUD, B. COLASSE et J.L. FOUSSE "Dictionnaire de gestion financière" DUNOD Entreprise, Paris, 1979, p. 31

⁶ ou plus exactement leur autofinancement lié à l'exploitation.

⁷ le premier fera ultérieurement l'objet d'un examen approfondi lors de l'analyse de la politique de croissance externe des sociétés

Chapitre 1

L'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES⁸

Section 1 Quel autofinancement?

Section 2 L'autofinancement brut: ressource principales des entreprises

1. Autofinancement brut et financement des entreprises françaises
2. Autofinancement brut et financement des investissements productifs

Section 3 Appréciation de la procédure d'autofinancement des entreprises

1. les avantages de l'autofinancement pour les dirigeants d'entreprise

A-L'autofinancement: un substitut avantageux des sources de financement traditionnels

B-L'autofinancement: une plus grande liberté de choix dans l'emploi des fonds

2. Les critiques portées à l'encontre de la politique d'autofinancement des entreprises

A-les critiques de la politique d'autofinancement au nom d'un nécessaire équilibre dans le rapport entre dirigeants et actionnaires

B- les critiques de la politique d'autofinancement au nom d'une maximisation du bien-être social des individus

C- les critiques de la politique d'autofinancement au nom d'une crainte d'inefficacité économique dans l'utilisation de ces fonds

a) l'autofinancement et la crainte d'une insuffisance mobilité du capital d'une activité économique à l'autre

b) l'autofinancement et la crainte d'un gaspillage des fonds concernés

⁸ d'exploitation, rappelons-le

L'orthodoxie du mot a longtemps été contestée, et il fallut attendre les années quarante pour le voir couramment cité dans les dictionnaires de la langue française, et l'année 1951 pour le voir utilisé pour la première fois, de façon officielle, dans un rapport sur les Comptes Economiques de la Nation.

Si le terme est nouveau, la procédure de financement qu'elle représente ne l'est pas. Au XVI^e siècle, les FUGGER⁹, ces grands financiers germaniques, au XVIII^e siècle les compagnies de navigation l'utilisaient déjà. Plus récemment enfin, des hommes comme Henry FORD ou Louis.RENAULT se faisaient un point d'honneur de ne jamais faire appel aux banques, et de réinvestir dans leur entreprise l'essentiel de leurs profits.

Largement utilisée par les chefs d'entreprises cette technique de financement n'en était pas moins ignorée tant des théoriciens de l'économie que du grand public ; les économistes persistaient à raisonner dans le cadre artificiel d'une concurrence pure et parfaite¹⁰ où les entrepreneurs pouvaient indéfiniment emprunter des capitaux sur les marchés bancaire et financier et où, en conséquence, selon eux, l'autofinancement n'avait pas lieu d'exister. Quant à la dissimulation de l'autofinancement au public, elle était le résultat du fameux "secret des affaires".

De ces deux points de vue, depuis les années cinquante, la situation a considérablement évolué: d'un côté l'obligation légale pour les entreprises de publier leurs comptes rend de plus en plus illusoire ce secret des affaires¹¹; de l'autre les économistes se préoccupent de plus en plus d'intégrer l'autofinancement à la théorie économique de l'entreprise, entraînant une multiplication des travaux statistiques destinés à mieux cerner le type de comportement qu'une telle politique d'autofinancement suppose ¹²¹³¹⁴¹⁵¹⁶¹⁷¹⁸.

Cette vogue soudaine de l'autofinancement a eu le mérite d'étaler au grand jour l'imprécision et l'ambiguïté de ce concept : sa conséquence en a été une diversité de définitions et de mesures concurrentes de l'autofinancement, diversité ayant conduit P. LASSEGUE à écrire "La notion d'autofinancement est une fausse idée claire qui doit être approchée par étapes et définie avec précautions"¹⁹. Aussi convient-il de préciser brièvement ce que nous entendrons ici par autofinancement.

⁹ L.SCHICK "Un grand homme d'affaires au début du XV^e siècle : Jacob FUGGER cité par P. SIMON - Le Financement des Entreprises - Paris DALLOZ 1967,

¹⁰ Dans son ouvrage "Capitalisme, Socialisme et Démocratie" V. SCHUMPETER fait remarquer que ni MARSHALL, ni WICKSELL, ni les classiques ne négligeaient les cas nombreux qui sortaient du cadre de la concurrence parfaite, mais qu'ils tenaient ces cas de monopole pour des exceptions susceptibles d'être éliminées à la longue ; pour eux la concurrence parfaite constituait la règle.

¹¹ même si, pour différentes raisons, de nombreuses entreprises (de 10 à 12% de celles-ci) ne remplissent pas leurs obligations légales et prennent le risque de devoir payer l'amende de 3000 Francs prévue dans ce cas de figure.

¹² H.BROCHIER "Autofinancement des Entreprises et Théorie Economique" REVUE ECONOMIQUE, 1952, pp. 609-635

¹³ M.MALISSEN "L'autofinancement" (numéro spécial) ECONOMIE APPLIQUEE, t.XXI, 1968, n° 3-4

. M.MALISSEN "Investissement et Financement" Paris, Armand Colin, 1957

¹⁴ R. GOFFIN "L'autofinancement des entreprises", Paris: Sirey, 1968.

¹⁵ R.COURBIS "Le comportement d'autofinancement des entreprises" ECONOMIE APPLIQUEE t, XXI, 1968, n° 3-4, pp. 749-821.

¹⁶ R.COURBIS "Le comportement d'autofinancement des entreprises et le modèle FIFI Annales de l'INSEE, n° 12/13 1973, p. 3-28.

¹⁷ A.GALESNE "L'autofinancement, son coût et les décisions d'investissement des firmes", Thèse de doctorat d'Etat de Sciences Economiques, Université de Rennes 1972.

¹⁸ A.GALESNE "Gaspillage des fonds d'autofinancement et discipline financière exercée par le marché du capital : analyse du cas français" ECONOMIE APPLIQUEE, 1976, n° 1, p.49-88

¹⁹ P.LASSEGUE "Gestion de l'entreprise et comptabilité" Paris- DALLOZ 1965, p. 354.

SECTION 1 : Quel autofinancement ?

- Une première distinction importante a été faite entre autofinancement ex-ante et autofinancement ex-post²⁰. Ainsi la décision d'autofinancement ex-ante correspond à la décision d'un chef d'entreprise d'incorporer au prix courant du produit qu'il fabrique une marge d'autofinancement, marge destinée à procurer *ultérieurement* à l'entreprise les fonds dont elle estime avoir besoin pour financer son développement. La décision d'autofinancement ex-post concerne, quant à elle, l'affectation *a posteriori* au financement de l'affaire de sommes qui ont pu être dégagées par elle au terme d'une certaine période d'exploitation.

POUR ÊTRE EN MESURE D'AUTOFINANCER LE RENOUVELLEMENT DE SA FLOTTE

Air Inter augmente ses tarifs de 4 %

Les tarifs de la compagnie Air Inter augmentent, ce lundi 12 novembre, de 4 % en moyenne. La précédente hausse remonte au

1^{er} janvier 1984 et s'établissait à 4,75 %.

Ce réajustement tient à la volonté de la compagnie d'autofinancer l'achat d'une vingtaine d'Airbus A 320 (le plus petit appareil de la série), dont le premier exemplaire serait livré en 1988. « *Nous souhaitons nous préparer à cet événement, nous a expliqué M. Pierre Eelsen, PDG d'Air Inter, en ne demandant des fonds qu'à nos clients* ».

Avant l'entrée en service des A 320, un certain nombre de points délicats devront être réglés. Les conditions de paiement ne sont toujours pas fixées entre Airbus Industrie et Air Inter, celle-ci ne souhaite pas payer ses appareils en dollars. D'autre part, la question du pilotage à deux ou à trois membres d'équipage reste en suspens : la technologie avancée de l'A 320 permettrait de limiter à deux pilotes la composition de l'équipage, alors que les syndicats de navigants exigent, pour des raisons de sécurité, la présence d'un ingénieur mécanicien supplémentaire. « *Nous n'avons pris aucune décision à ce sujet, ajoute M. Eelsen. Nous ne connaissons cet avion que sur le papier. Avant d'opter pour une solution ou pour une autre, il nous faudra étudier l'A 320 avec ceux qui auront à le piloter et à l'entretenir.* »

La première décision ressort d'une politique de prix ou de tarification, la seconde d'une politique de répartition des revenus de l'entreprise.

Il s'agit là de deux facettes du comportement des dirigeants d'entreprises, qui bien loin de s'opposer, peuvent correspondre dans le temps à des vérités successives. Un chef d'entreprise qui aurait une politique active d'autofinancement et qui souhaiterait accroître celui-ci, aurait bien deux possibilités complémentaires d'atteindre son objectif : ex-ante en élevant ses prix²¹ et ex-post en réduisant les parts des partenaires de l'entreprise²² lors de l'affectation de son revenu

²⁰ H.BROCHIER art. cité.

²¹ à supposer que le marché le permette

²² essentiellement celles de l'Etat et des actionnaires

- Une seconde distinction très courante est la distinction autofinancement brut-autofinancement net, selon qu'au sein de l'autofinancement ex-post, on prenne ou non en considération la dépréciation des actifs dans l'évaluation des revenus de l'entreprise. Dans le dernier cas l'on réduit le revenu de l'entreprise à son bénéfice et l'autofinancement net correspond au seul bénéfice non distribué. C'est cette conception de l'autofinancement net qui est sous-jacente dans cette apologie de l'autofinancement par Henri GERMAIN, le Président fondateur du Crédit Lyonnais :

« Quelle est l'origine des grandes fortunes acquises dans la Finance ou l'Industrie ? C'est l'accumulation des bénéfices. Quant à la cause des insuccès, elle est dans des répartitions de bénéfices exagérées et imprévoyantes. La plupart des sociétés ont péri, moins peut-être pour n'avoir pas assez gagné que pour avoir trop distribué. Comment supporter les pertes si l'on n'a pas fait de réserves dans les années prospères ? Pour nous toute société qui distribue totalement ses bénéfices est destinée à disparaître dans un temps donné. Pour les sociétés comme les particuliers, il n'y a de fortune solide que celle qui s'acquiert avec l'aide du temps et qui est le fruit du travail et de l'économie²³ »

On peut toutefois opposer à cette conception restrictive de l'autofinancement, associée à la notion d'enrichissement de l'entreprise, une autre conception plus large, celle d'*autofinancement brut*, regroupant l'ensemble des fonds issus de l'activité *courante* de l'entreprise, dont disposent les dirigeants de celle-ci pour le financement de son développement.

C'est à cette notion d'*autofinancement brut* regroupant bénéfices non distribués et dotations aux amortissements que nous nous référerons dans la suite de notre exposé.

SECTION 2 : L'autofinancement brut : ressource principale des entreprises

Une des conséquences de la diversité des notions d'autofinancement retenues, et des mesures qui y correspondent, est la difficulté d'obtenir des séries longues homogènes qui nous permettraient d'apprécier de façon précise la part de l'autofinancement brut dans le financement total des entreprises et l'évolution sur une longue période de cette part

Quoique imparfaits, certains chiffres tirés de publications des diverses centrales de bilans (SEDES, Crédit National, Banque de France ...) et des Comptes de la Nation nous fournissent toutefois quelques indications sur ces différents points.

1. AUTOFINANCEMENT BRUT ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES (à partir de données de Centrales de Bilans)

Les tableaux ci-dessous, le premier d'origine SEDES²⁴ portant sur la période 1957-1967, le suivant d'origine Crédit National²⁵ portant sur la période 1968-1978 témoignent de la structure du financement des entreprises françaises au cours des années soixante et soixante-dix ainsi que l'importance de l'autofinancement brut par rapport aux investissements réalisés par les entreprises

²³ cité par M.POLTI dans un rapport consacré à l'Autofinancement des entreprises et présenté devant le Conseil Economique et Social les 5 9 et 10 mai 1967- JO.C.E.S., 1967 p 444.

²⁴ F.Simonnet Le Financement des Investissements dans les grandes Entreprises Françaises:1957-1967 ,ECONOMIE ET STATISTIQUE,....

²⁵ P.Bontemps et F.Mader

Bulletin Trimestriel du Crédit National

TABLEAU 1 L'Autofinancement brut des sociétés françaises selon la Centrale des Bilans de la SEDES 1957-1967

RESSOURCES	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	moyenne sur la période
Autofinancement brut	47,6	45,7	58,6	57,1	52,5	52,4	53,3	57,3	60,6	57,3	59,0	55,1
Ressources de Cession + Ress. exceptionnelles	8,1	6,9	8,5	10,3	8,4	10,9	10,5	9,8	13,2	12,2	9,9	10,1
Capital + Primes d'émission	15,0	11,3	17,4	7,7	14,6	11,5	11,3	9,6	14,5	3,6	2,4	10,3
Dettes à long et moyen terme	19,0	21,4	17,0	23,6	16,9	17,8	13,6	14,1	8,6	12,5	16,7	16,2
Dettes à court terme - Réalisables et Disponibles	10,3	13,6	-1,5	1,3	7,6	7,4	11,3	9,2	3,1	14,4	12,1	8,3
TOTAL RESSOURCES	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,0	100,0

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	moyenne sur la période
Taux d'autof. (imm.+avi)	64,5	59,5	69,5	75,5	67,5	64,0	63,5	73,5	67,0	68,5	69	67,5

source : F. SIMONNET art. cité p. 2931

TABLE 2 L'Autofinancement brut des sociétés françaises selon la Centrale des Bilans du Crédit National²⁶ 1968-1978

RESSOURCES	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	moyenne sur la période
Marge brute d'autofinancement	53,3	51,2	46,2	45,6	51,1	54,4	44,3	25,3	41,3	42,2	41,2	45,1
Cessions d'actifs et subventions d'équipement	7,1	5,9	5,7	8,5	7,0	5,4	4,5	10,9	6,7	7,8	9,4	7,2
Augmentations de Capital, variation des comptes courants d'associés et obligations convertibles	-2,3	7,1	7,6	5,5	3,4	5,1	3,1	7,7	8,7	13,6	10,9	6,8
Nouveaux emprunts à terme	25,9	25,2	28,6	34,2	30,1	23,8	14,8	42,1	30,0	27,1	27,2	28,1
Variation des ressources de trésorerie (nettes des emplois de trésorerie)	11,4	10,6	11,9	6,2	8,4	11,8	33,3	14,0	13,3	9,3	11,3	12,8
TOTAL	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,	100,

EMPLOIS	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	moyenne sur la période
Marge brute d'autofin.	33,3	51,2	46,2	45,6	51,1	54,4	44,3	25,3	41,3	42,2	41,2	45,1
Distribution	4,7	3,5	3,9	4,1	4,2	4,3	3,5	6,2	4,1	5,1	4,8	4,4
*Autofinancement brut	48,6	47,7	42,3	41,5	46,9	50,1	40,8	19,1	37,2	37,1	36,4	40,7

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	moyenne sur la période
Taux d'autof. (imm.+avi)	85,0	85,6	65,4	65,1	84,7	96,5	103,8	25,4	72,7	63,9	69,1	74,0

²⁶ P.Bontemps et F.Mader ,

2. LE TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES (à partir des données des Comptes de la Nation)²⁷

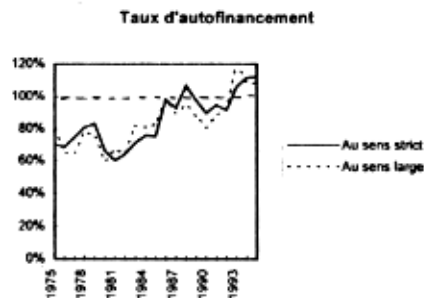
Les données précédentes²⁸ concernaient soit de grandes sociétés cotées (Centrale de Bilans SEDES) soit de grandes entreprises cotées ou non cotées ,mais clientes du Crédit National) : il peut être intéressant de les compléter avec d'autres données issues de la Comptabilité Nationale ,portant cette fois sur l'ensemble des sociétés françaises et sur l'ensemble de la période 1975-1995.

tableau 3 Le Taux d'Autofinancement des sociétés françaises Comptes de la Nation 1975-1995

$$\text{Taux d'autofinancement au sens strict} = \frac{\text{Epargne brute}}{\text{FBCF}}$$

$$\text{Taux d'autofinancement au sens large} = \frac{\text{Epargne brute} + \text{transferts nets en capital}}{\text{FBCF} + \text{variation de stocks} + \text{acquisitions nettes de terrains et d'actifs incorporels}}$$

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Au sens strict	70%	69%	75%	81%	83%	66%	60%	64%	71%	76%	75%	98%	93%	107%	98%	90%	95%	92%	106%	112%	112%
Au sens large	80%	65%	65%	78%	76%	60%	67%	65%	82%	81%	83%	98%	90%	95%	88%	81%	88%	93%	120%	109%	108%



Quelle que soit la décade étudiée, l'autofinancement brut apparaît comme la source principale du financement des entreprises en assurant environ la moitié du financement total dont celles-ci ont eu besoin pour assurer leur développement et en représentant les 2/3 du financement de leurs investissements productifs, voire davantage encore au cours de la période récente²⁹. On ne saurait dans ces conditions, se désintéresser d'une source de financement de cette ampleur.

²⁷ Comptes et Indicateurs Economiques:Rapport sur les Comptes de la Nation 1995 , INSEE 1996

²⁸ concernant exclusivement les années soixante et soixante-dix ; une raison de cette restriction réside dans la difficulté de se procurer des séries longues de données individuelles d'entreprises pour les années récentes: la Centrale des bilans de la SEDES s'est arrêtée avec l'avènement du Plan comptable 1982 ,celle du Crédit National un peu plus tard ,,du moins sous son aspect 'ouverte' au public des chercheurs , avec la privatisation de celui-ci; On aurait pu penser pouvoir bénéficier du concours de la Banque de France et de sa Centrale des Bilans, compte-tenu de la mission de service public de celle-ci: il n'en est rien cependant ,la Banque de France s'interdisant de diffuser des données individuelles d'entreprises .Il en va de même au niveau européen pour la base de données BACH ,constituée à l'initiative de la Direction Générale des Affaires Economiques et Financières de la Commission Européenne et avec le concours de la Banque de France : cette base de données harmonisées ne diffusent également que des données sectorielles agrégées.

²⁹ la situation caractérisée par un taux d'autofinancement supérieur à 100% ,constatée au cours des récentes années est tout à fait exceptionnelle dans le cadre français ,dans la mesure où elle s'est traduite pour les entreprises par la mise en place par ces dernières d'une politique de placements externes pour leurs excédents .Il ne conviendrait pas pour autant en conclure que la situation économique d'un pays donné est d'autant meilleure que les entreprises du pays sont capables d'autofinancer en totalité leurs investissements: en effet le taux concerné n'est qu'un ratio qui paraîtra d'autant meilleur que leurs investissements seront faibles.Or telle est la situation actuelle de l'Economie Française ,les Entreprises investissant peu en raison même de l'absence de demande affirmée pour les produits qu'elles fabriquent. On peut toutefois s'attendre à voir baisser le taux d'autofinancement des entreprises françaises dès que la situation

SECTION 3 : Appréciation de la procédure d'autofinancement des entreprises

Au niveau des entreprises elles-mêmes et de leurs dirigeants, la procédure d'autofinancement ne présente guère que des avantages ; on ne saurait ignorer néanmoins le puissant courant de contestation de l'autofinancement qui s'est manifesté longtemps, et se manifeste encore dans une certaine mesure, au nom de certains des partenaires habituels des entreprises.

Nous analyserons tour à tour les divers points de vue en présence.

1. Les avantages de l'autofinancement pour les dirigeants d'entreprises.

L'autofinancement est en effet important pour les dirigeants d'entreprises dans la mesure où d'une part, en ce qui concerne le financement des entreprises, il se substitue avantageusement à toute autre source de financement, et ou d'autre part, en matière d'emploi de ces fonds, il accroît la liberté d'action des dirigeants concernés.

A- L'AUTOFINANCEMENT : UN SUBSTITUT AVANTAGEUX DES SOURCES DE FINANCEMENT TRADITIONNELLES

Nous aurons l'occasion un peu plus loin de présenter en détail les principales modalités de financement externe qu'une entreprise peut envisager d'utiliser pour financer son développement : augmentation de capital en numéraire, emprunts obligataires, emprunts bancaires, crédit-fournisseurs..., l'hypothèse implicite étant qu'une entreprise a toujours la possibilité de choisir à un moment donné entre toutes ces sources de financement externe.

Bien souvent, toutefois, cette *liberté de choix n'est pas aussi grande* que les dirigeants le souhaiteraient : l'importance de l'autofinancement en est accrue d'autant.

Quelques exemples suffiront pour illustrer ce qui vient d'être dit :

- en matière de financement propre externe, la solution normale pour les dirigeants d'une société cotée est d'envisager l'émission sur le marché financier d'une augmentation de capital en numéraire. Il faut toutefois faire remarquer que des sociétés de capitaux existant en France aujourd'hui (sans parler des millions d'autres entreprises artisanales, industrielles ou commerciales ...), à peine plus d'un millier d'entre elles sont cotées. Dès lors, pour un grand nombre de sociétés, et a priori pour la quasi-totalité des PME, le recours direct au marché financier est techniquement irréalisable.

Même lorsque pour une grande société l'émission d'une augmentation de capital en numéraire est techniquement réalisable, une telle augmentation de capital ne sera pas forcément mise en oeuvre : une société cotée dont le cours de bourse se situe en deçà du nominal du titre se trouve de par la loi dans l'impossibilité d'émettre; une société cotée, dont l'évolution du titre pourrait laisser craindre un échec de l'émission, peut avoir intérêt à y renoncer ; à supposer même que toutes les conditions techniques soient réunies pour laisser attendre un succès de l'émission, certains actionnaires principaux pourraient encore s'y opposer³⁰

L'autofinancement se substitue avantageusement, dans tous ces cas, à un financement propre externe défaillant.

globale s'améliorera et que les entreprises seront amenées à envisager des investissements d'expansion pour répondre à la nouvelle demande qui s'adressera à elles. Il leur faudra alors, en effet, l'autofinancement devenu insuffisant, envisager un recours additionnel à des sources de financement externes .

³⁰ à supposer que ces actionnaires ne soient pas en mesure de pouvoir suivre l'opération, en apportant les sommes nécessaires au maintien de leur part du capital, une telle augmentation se traduirait pour eux par une diminution de leur degré de contrôle sur le capital de la société, et donc de leur pouvoir sur l'orientation de sa gestion. Ils auront donc tendance à s'opposer à toute opération susceptible d'aller à l'encontre de leurs intérêts.

- en matière de financement externe par emprunt, il n'en va parfois pas autrement : une fois atteinte sa limite d'endettement, ou si un recours additionnel à l'emprunt pouvait laisser craindre une mise sous tutelle bancaire, l'autofinancement se substitue également avantageusement à ces sources de financement par emprunt.

En fait, dans les différents cas qui viennent d'être analysés, il n'y a pas de choix possible : l'autofinancement est pratiquement *le seul financement envisageable*.

Il n'en est bien entendu pas toujours ainsi : on peut cependant montrer que *lorsqu'il y a possibilité d'un choix effectif* entre diverses sources de financement interne ou externe, des éléments économiques et financiers peuvent faire préférer l'autofinancement à toutes les autres sources de financement.

-un premier élément à prendre en considération est l'absence de contrôle associé à l'autofinancement : demander des fonds aux actionnaires, c'est dans une certaine mesure se soumettre à leurs suffrages et, éventuellement, à leur sanction ; demander des fonds à ses banquiers implique la préparation d'un dossier qui peut, dans certains cas, être ressenti par les dirigeants d'une entreprise comme un certain contrôle a priori. L'autofinancement, de ce point de vue, constitue un moyen de s'affranchir dans une large mesure de ce type de contrôle a priori, tout au moins³¹ pour la fraction de l'autofinancement que représentent les dotations aux amortissements de l'entreprise.

-un second élément favorable à l'autofinancement est la flexibilité qui le caractérise, le réinvestissement du surplus monétaire d'exploitation étant continu, et n'exigeant pas, comme les autres sources de financement de délai³² pour l'obtention des fonds.

-un troisième élément favorable à l'autofinancement, est son moindre coût. A l'occasion de toute levée externe de capitaux, l'entreprise est amenée à supporter deux types de débours, d'une part les frais de rémunération des capitaux levés qui, quelle que soit la forme prise par cette rémunération, intérêt ou dividende, imposent une sortie future de trésorerie, d'autre part les frais de dossier ou d'émission. Or de ce point de vue aucun *coût direct* n'est associé à la procédure d'autofinancement des entreprises, rendant compétitive sur le plan des coûts, cette source de financement.

-enfin, en tout dernier lieu, on ne saurait oublier la possibilité qu'offre l'autofinancement d'étendre sans augmentation corrélative de risque les possibilités de recours aux autres sources de financement³³, autorisant par là *une croissance plus rapide de l'entreprise* tout en maintenant son indépendance.

B- L'AUTOFINANCEMENT : UNE PLUS GRANDE LIBERTE DE CHOIX DANS L'EMPLOI DES FONDS

Un problème fondamental associé à l'élaboration par une entreprise de sa politique d'investissement est celui de la détermination du niveau de risque acceptable pour un projet d'investissement.³⁴ Or, il n'est pas exclus que dans quelques cas la conjonction d'un risque industriel élevé de certains projets et du caractère incompressible des charges d'intérêts associées à un éventuel financement par emprunt de ces projets, amène les dirigeants de l'entreprise à les abandonner. De ce point de vue, l'absence de charges d'intérêts obligatoires, et l'augmentation de la base de fonds

³¹il en est de même de l'autre partie de l'autofinancement, les bénéfices retenus, dès lors qu'il n'est pas envisagé de modification de la politique de distribution des bénéfices. Dans le cas contraire, la liberté n'est plus totale si une politique de rétention qui n'aurait pas l'agrément du marché pouvait laisser craindre des conséquences néfastes sur le cours du titre ; les dirigeants seront dès lors amenés à en tenir compte lors de leur répartition entre bénéfices distribués et bénéfices retenus. Nous aurons l'occasion d'analyser ces problèmes un peu plus tard

³² de quelques jours à quelques mois selon la nature de la source de financement choisie

³³ pour un taux d'endettement donné

³⁴ voir plus haut ce qui a été dit concernant le risque des investissements(3ème partie)

propres qu'accompagne la politique d'autofinancement pourraient *permettre à certains d'entre eux d'accepter de prendre de plus grands risques dans leur politique d'investissement.*

De même avons-nous montré plus haut ³⁵ quelle importance pouvait avoir, sur le contenu d'un programme d'investissement, certaines contraintes financières comme une limitation de la capacité d'autofinancement³⁶ de l'entreprise ou l'adoption d'une norme minimale de progression annuelle des bénéficiaires par action. L'exigence de telles contraintes se traduit le plus souvent par un intérêt plus prononcé des dirigeants d'entreprises pour une stricte rentabilité à court terme au détriment d'une rentabilité à plus long terme. Plus d'autofinancement permet au contraire *d'accorder un poids plus important à cette rentabilité à long terme des entreprises*, garant de leur véritable intérêt.

Au total, nous le voyons, l'autofinancement présente bien des avantages pour les dirigeants d'entreprises. Il ne faut pas s'étonner, dès lors, que cette source de financement soit quantitativement la plus importante de toutes les sources de financement dont disposent les entreprises françaises.

Notons toutefois que l'ampleur même de cet autofinancement n'a pas été sans faire naître quelques interrogations et susciter quelques critiques : C'est à l'analyse de ces interrogations et critiques qu'il convient de s'intéresser maintenant.

2. Les critiques portées à l'encontre de la politique d'autofinancement des entreprises.

Ces critiques sont extrêmement diverses : toutefois pour l'essentiel, elles peuvent se rattacher à trois types d'arguments présentés au nom d'un nécessaire équilibre dans les rapports dirigeants-actionnaires, d'une maximisation du bien-être social des individus, et enfin d'une exigence d'efficacité dans l'usage des fonds d'autofinancement.

A- LES CRITIQUES DE LA POLITIQUE D'AUTOFINANCEMENT AU NOM D'UN NECESSAIRE EQUILIBRE DANS LES RAPPORTS ENTRE DIRIGEANTS ET ACTIONNAIRES.

A l'origine de ces critiques, il y a l'opinion que l'équilibre entre dirigeants et actionnaires serait actuellement rompu dans les grandes sociétés, au bénéfice des dirigeants, lesquels auraient su se rendre indépendants tant de leurs actionnaires que du marché financier en général.

-Le premier élément n'est pas nouveau : dès les années trente, A.A. BERLE et G.C.MEANS³⁷ avaient identifié une telle tendance d'évolution; or selon les travaux de quelques auteurs américains, dont ceux de R.J. LARNER³⁸, ce transfert attendu de pouvoir des mains des actionnaires vers celles du corps des professionnels de la gestion, serait quasiment achevé, 80% des sociétés étudiées par R.J. LARNER étant déjà dans les années soixante considérées comme contrôlées par leur direction^{39, 40}

- Plus récente est l'idée que les dirigeants auraient en outre réussi à se rendre indépendants du marché financier lui-même : une première manifestation de cet état d'esprit serait la faible demande de capitaux propres au marché financier de la part de ces dirigeants ; une seconde

³⁵ Alain GALESNE Choix des Investissements dans l'Entreprise, RENNES: CEREFIA, deuxième partie (cas Athis)

³⁶ ou capacité d'autofinancement

³⁷ A.A. BERLE et G.C. MEANS "The modern Corporation and Private Property", New-York, Mc Millan 1932.

³⁸ R.J. LARNER "Ownership and Control in the 200 largest non financial Corporations" 1929-1963. AMERICAN ECONOMIC REVIEW September 1966, pp. 777-787

³⁹ "Management-Control led" par opposition avec "stockholder-controlled"

⁴⁰ Notons toutefois l'émergence d'un puissant mouvement de reconquête de leur pouvoir de décision par les actionnaires à travers la mise en œuvre de ce qu'il est convenu d'appeler les principes de Corporate Governance (Gouvernement d'Entreprise)

manifestation étant la tendance de certaines de celles-ci à restituer au marché financier et à leurs actionnaires, sous la forme de rachats d'actions, plus de fonds qu'elles ne leur en demandent.

Cette situation était dans les années soixante liée à la super-liquidité⁴¹ dont bénéficiaient les entreprises américaines : C'est à cette époque qu'étaient faites certaines déclarations du type de la suivante : "nous pensons qu'il (le rachat d'actions)est le meilleur placement que nous puissions faire. Nous n'avons pas d'autre alternative pour le placement de nos disponibilités"⁴².Mais pas seulement ,puisque cette pratique du rachat de leurs actions par les sociétés pour les annuler n'a depuis lors cessé de prendre de l'importance⁴³.

Ceci explique pourquoi d'aucuns se sont émus de cette grande indépendance présumée des dirigeants vis-à-vis des actionnaires et du marché financier, et se sont déclarés adversaires de la politique d'autofinancement des entreprises , jugée responsable de cette situation; ainsi M.FRIEDMAN⁴⁴ avait-il notamment proposé une modification des règles fiscales d'imposition des actionnaires, suggérant d'imposer les actionnaires non plus au titre des dividendes qu'ils perçoivent, mais au titre des dividendes qu'ils *pourraient* toucher (i.e.l'intégralité des bénéfices des sociétés dont ils étaient les propriétaires); l'hypothèse à la base d'une telle proposition étant que la réaction normale des actionnaires à une telle mesure serait d'exiger, sinon la distribution intégrale des bénéfices au titre desquels ils auraient payé l'impôt, du moins celle d'une partie plus importante de ces bénéfices. Si une telle hypothèse s'avérait juste il y aurait là effectivement un moyen de contrer la politique d'autofinancement des dirigeants, et de peser en faveur du rétablissement de l'équilibre (rompu ?) entre actionnaires et dirigeants.

B- LES CRITIQUES DE LA POLITIQUE D'AUTOFINANCEMENT AU NOM D'UNE MAXIMISATION DU BIEN-ETRE SOCIAL DES INDIVIDUS

L'opinion défendue ici est que l'autofinancement des entreprises représente un prélèvement sur les revenus de diverses catégories sociales et affecte directement et négativement le niveau d'utilité des ménages pris dans leur ensemble.

La logique de la première étape du raisonnement est incontestable : ce sont bien les consommateurs, les salariés et les actionnaires qui supportent le poids de l'autofinancement:"les consommateurs paient une part essentielle de l'autofinancement dans la mesure où c'est le bénéfice réalisé sur le prix de vente qui sert à financer les investissements ... Les salariés acceptent, plus ou moins facilement, un certain écart entre les prix de vente des produits ou services qu'ils créent et les rémunérations qu'ils perçoivent.Une partie de cet écart permet de constituer l'autofinancement ... L'actionnaire ou le porteur de part (ou encore le propriétaire d'une entreprise individuelle) consent à ne toucher qu'une portion des bénéfices auxquels il aurait droit pour que l'entreprise puisse disposer de moyens financiers supplémentaires. Comme la majorité des citoyens appartient simultanément à au moins deux des trois catégories, chacun participe à un double titre au processus d'autofinancement ''⁴⁵.

⁴¹se manifestant notamment par des taux d'autofinancement très élevés (rapport entre autofinancement brut et montant des investissements productifs très largement supérieur à 1)

⁴² Cité par J. FLECK "Corporate Share Repurchasing : an Informal Discussion" HARVARD BUSINESS SCHOOL BULLETIN Jan-Feb. 1965, p. 10.

⁴³ ainsi selon l'Agence Bloomberg 1100 entreprises américaines auraient annoncé en 1995 leur intention de racheter une part de leurs actions pour un montant de 98 milliards de dollars.En France même cette pratique des rachats d'actions a tendance à se populariser : plusieurs centaines de sociétés ont, en 1999, fait avaliser par leurs Assemblées générales d'actionnaires, un tel programme de rachats d'actions.

Nous aurons l'occasion d'analyser plus tard cet aspect des choses.

⁴⁴ M.FRIEDMAN "Capitalism and Freedom":Chicago Univ. of Chicago Press,1962

⁴⁵ L'autofinancement-BULLETIN D'INFORMATION DE FORCE OUVRIERE -Juin1966, p. 508

De même est logique la première conséquence qu'on en tire, à savoir que cette amputation du revenu de chacune des catégories concernées se traduirait pour chacune d'entre elles - toutes choses égales par ailleurs- par une utilité globale inférieure à celle dont elle aurait pu bénéficier en son absence au titre de la période considérée.

Il convient toutefois de faire remarquer qu'il n'est pas possible de se limiter à ce plan strictement statique, l'autofinancement étant un phénomène éminemment dynamique. L'autofinancement ne peut être dissocié de l'usage qui en est fait, et de ses conséquences ultérieures sur la progression du niveau de vie et du niveau de satisfaction de ces catégories sociales : ainsi puisque les fonds retenus au titre de l'autofinancement par les entreprises seront affectés au financement de leurs investissements, ils permettront de produire plus, de verser des salaires et des profits plus élevés aux agents économiques ou autoriseront des baisses de prix des produits fabriqués, tous éléments générateurs d'accroissement de consommation des ménages et d'élévation de leur utilité totale.

Le seul préalable à une telle analyse est donc de s'assurer que les investissements réalisés à partir des ressources d'autofinancement soient efficaces économiquement. Or c'est justement à une telle remise en cause de cette efficacité économique que correspond le troisième type de critiques portées à l'encontre de la politique d'autofinancement des entreprises.

C- LES CRITIQUES DE LA POLITIQUE D'AUTOFINANCEMENT AU NOM D'UNE CRAINTE D'INEFFICACITE ECONOMIQUE DANS L'UTILISATION DE CES FONDS

Elles sont de deux ordres :

- en premier lieu, de nombreux auteurs défendent l'idée que l'autofinancement des entreprises représenterait un obstacle majeur à la nécessaire mobilité du capital entre les divers secteurs d'activités économiques d'un pays donné.
- en second lieu, à la procédure d'autofinancement serait associé un risque de mauvaise utilisation, voire de gaspillage, des fonds concernés.

a) L'autofinancement et la crainte d'une insuffisance mobilité du capital d'une activité économique à l'autre.

Cette thèse de l'introduction d'une certaine rigidité dans les mouvements de fonds d'un secteur à l'autre, entraînée par la politique d'autofinancement des entreprises, n'est pas récente⁴⁶ L'hypothèse fondamentale est ici que la politique d'autofinancement généralisée des entreprises rend *moins apte* le système économique à *répondre rapidement* aux modifications des goûts des consommateurs ou aux besoins nés des changements technologiques.

A supposer qu'un secteur d'activité voit s'amplifier la demande s'adressant à lui, la vitesse d'ajustement du capital productif du secteur dépendra essentiellement de la rapidité avec laquelle les capitaux neufs pourront circuler d'un secteur à l'autre. Or cette rapidité sera d'autant plus grande que les entraves à la circulation de ces capitaux seront moins nombreuses. Or dans beaucoup d'esprits, la politique d'autofinancement des entreprises serait une telle entrave, maintenant artificiellement des capitaux dans des secteurs où leur maintien ne se justifierait pas ou plus, alors que dans d'autres secteurs existerait une situation de pénurie du capital.

Notre sentiment personnel est qu'il ne faut pas exagérer ce risque de mauvaise allocation du capital : il existe en effet de très larges possibilités de transferts de capitaux d'un secteur à l'autre ; il suffit d'observer la façon dont s'élabore la politique de diversification des entreprises pour se rendre

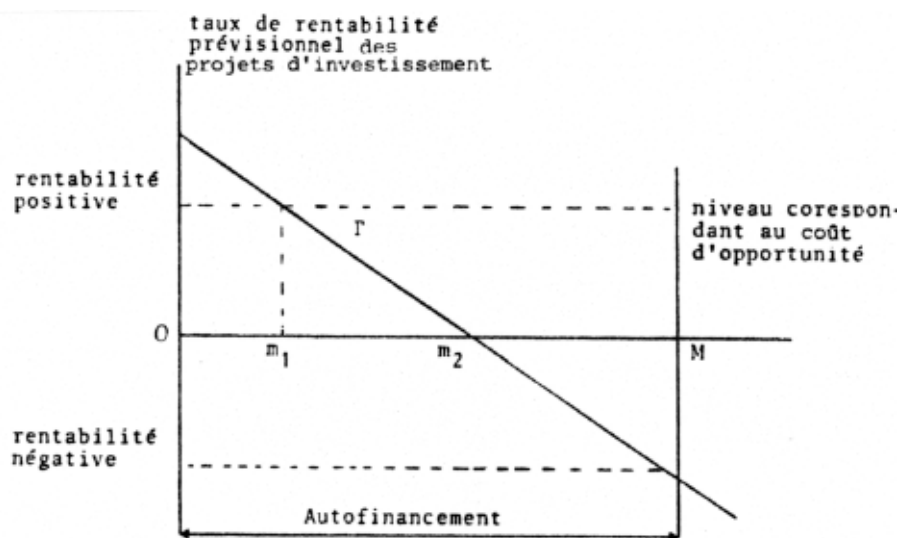
⁴⁶ S.P. DOBROVOLSKY "Economics of Corporate Internal and External Financing" JOURNAL OF FINANCE, n°1 1958, pp.35-47

compte que ces entreprises., sans renoncer à l'usage des fonds d'autofinancement, savent exploiter les opportunités d'investissement qui s'offrent à elles. Sans quitter l'entreprise, les capitaux correspondants passent bien, quand il le faut, d'un secteur à l'autre⁴⁷ ; ceci amoindrit d'autant la portée de la critique précédente.⁴⁸

b) L'autofinancement et la crainte d'un gaspillage des fonds concernés

Cette crainte est largement motivée par le caractère de ressource gratuite de l'autofinancement des entreprises. La logique voudrait que lors de l'élaboration de leur politique d'investissement, les dirigeants d'entreprises choisissent de se référer à une norme minimale de rentabilité correspondant au moins au taux de rentabilité qu'ils pourraient obtenir en plaçant ces fonds à l'extérieur (taux de prêt)⁴⁹ au lieu de leur donner une affectation interne, ou encore au taux d'intérêt qu'il leur faudrait payer pour se procurer ces capitaux auprès des marchés bancaire ou financier (taux d'emprunt)⁵⁰ ; en d'autres termes, la logique voudrait que ces dirigeants , avant de prendre une décision d'affectation des capitaux d'autofinancement, tiennent compte à tout le moins, à défaut d'un coût spécifique de l'autofinancement, d'un coût d'*opportunité* de ce dernier.

Si tel n'était pas le cas, on pourrait craindre en effet un gaspillage des fonds d'autofinancement. Envisageons par exemple le cas d'une entreprise qui disposerait d'un autofinancement de M millions de francs, dont la fonction de demande du capital issue de l'analyse de rentabilité de ses projets serait représentée sur le graphique ci-dessous par la courbe Γ



⁴⁷ à titre d'exemple notons l'évolution du groupe Bouyghes qui, parti du BTP, est désormais présent dans les services de prospection pétrolière (Bouyghes Off-shore, la Télévision (TF1) et les Télécommunications (Bouyghes Telecom)

⁴⁸ cette discussion rejoint par contre la discussion que nous avons eu antérieurement concernant les intérêts relatifs de la diversification au sein des entreprises (corporate diversification) et de la diversification par les actionnaires eux-mêmes au sein de leurs portefeuilles (personal diversification). Nous avons conclu, lors de l'analyse précédente que les deux types de diversification étaient d'une manière générale plus complémentaires que concurrentes. Il faut noter toutefois qu'avec l'intensification de la pression des fonds de pension américains et la mode actuelle de la mise en oeuvre par les sociétés d'une politique de recentrage sur leurs métiers de base, se multiplient les témoignages d'un mouvement de balancier dans l'autre sens (scissions d'entreprises par métiers et cotation en bourse des sociétés individuelles résultant de ces scissions ...; parmi les exemples récents de ce type notons les cas de Kodak aux Etats-Unis, celui du groupe Hanson en Grande -Bretagne, ou celui du Groupe Chargeurs en France.) L'ampleur des opérations concernées n'est pas telle toutefois qu'elle nous conduise à remettre en cause notre conclusion concernant le caractère plus complémentaire que concurrent des deux types de diversification.

⁴⁹ ou "lending rate"

⁵⁰ ou "borrowing rate"

Si l'entreprise se réfère à un coût d'opportunité de l'autofinancement, on constate sur le graphique, que seule la fraction m_1 de l'autofinancement devrait être réinvestie faute d'une rentabilité suffisante. Si au contraire cette référence n'existe pas, et que les dirigeants de l'entreprise aient le sentiment que l'autofinancement a un coût nul et qu'il peut dès lors servir à financer des projets dont la rentabilité est faible, voire inexistante, (en investissant m_2 ou même la totalité M de l'autofinancement)⁵¹ il y aurait alors incontestablement gaspillage des fonds d'autofinancement.

Reste à savoir si un tel gaspillage des fonds d'autofinancement correspond au comportement *réel* des dirigeants d'entreprises. Les résultats de tests empiriques, effectués à partir de données anglaises et américaines par LITTLE⁵² d'une part, BAUMOL, HEIM, MALKIEL et QUANDT⁵³ d'autre part, ne sont pas sans fournir de puissants arguments en faveur de cette thèse. Ces derniers n'écrivent-ils pas au terme de leurs recherches : "Funds retained by the Company, if invested wisely, must surely add to company earnings; yet this paper will show, the facts raise considerable doubt about the validity of this relation ... If retained earnings have a negligible influence on future earnings, the efficiency of the process of capital formation becomes questionable"⁵⁴

En ce qui concerne les sociétés françaises, on ne retrouve pas toutefois un tel comportement, une de nos études⁵⁵ passées effectuée à partir de la même méthodologie ayant montré que, au moins sur la période étudiée, l'impact défavorable qu'aurait pu entraîner l'absence de coût direct pour l'autofinancement est totalement infirmé.



Tels sont les principaux éléments de l'argumentation qui a été développée, tantôt favorables à la politique d'autofinancement des entreprises, tantôt au contraire défavorables à celle-ci. Il faut noter que c'est souvent pour des raisons de nature macro-économique qu'a été contesté l'autofinancement des entreprises. Dès lors, il est intéressant d'observer quelle a été l'attitude des Pouvoirs Publics, en principe garants de l'intérêt général, vis à vis de cette politique d'autofinancement des entreprises.

Sans contestation possible, cette attitude s'est avérée *très favorable à la politique d'autofinancement des entreprises* : l'évolution de la politique fiscale en matière d'amortissement (possibilité d'amortissements dégressifs ou exceptionnels) ou d'aide fiscale à l'investissement, ou en matière d'imposition différentielle des bénéficiaires⁵⁶ selon que ces derniers soient distribués ou retenus, l'accent constant mis par les ministres de l'Economie et des Finances successifs, jusqu'à une période très récente, sur la nécessité d'assurer un taux d'autofinancement suffisant, représentent autant d'indices de cette attitude positive des Pouvoirs Publics à l'égard de l'autofinancement, en dépit de l'augmentation des marges, et donc des prix, pouvant accompagner cet autofinancement.

⁵¹ correspondant de facto à un taux de rejet négatif

⁵² I.M.D. LITTLE "Higgledy Piggledy Growth" Bulletin of the Oxford Institute of Statistics-Novembre 1962, pp. 231-240.

⁵³ W.J.BAUMOL, F.HEIM, B.J.MALKIEL, R.E.QUANDT "Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm" THE REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS Nov. 1970. pp. 345-355

⁵⁴ W.J.BAUMOL, F.HEIM, B.J.MALKIEL, R.E.QUANDT,- article cité p. 345

⁵⁵ A.GALESNE : "Gaspillage des Fonds d'autofinancement et discipline financière exercée par le marché du capital : analyse du cas français (1957-1968)" ECONOMIE APPLIQUEE 1976, n° 1, pp. 49-88.

⁵⁶ notons qu'en France entre 1988 et 1992 le taux d'imposition des bénéfices réinvestis était inférieur au taux d'imposition des bénéfices distribués aux actionnaires.

De ces diverses décisions affectant le montant de l'autofinancement brut des entreprises, deux sont typiquement du ressort de leurs dirigeants ⁵⁷: le choix d'une politique d'amortissement de leurs équipements et le choix d'une politique de rétention/distribution. Ces deux décisions, à l'origine des deux composantes essentielles de l'autofinancement brut des entreprises, seront étudiées dans les deux chapitres suivants.

⁵⁷ dirigeant financier pour la première, Conseil d'Administration pour la seconde.

Bibliographie

W.J.Baumol,P.,Heim ,B.G.Malkiel et R.E.Quandt Earnings Retention,New Capital and the Growth of the Firm,*The Review of Economics and Statistics*,November 1970,pp.345-355

H.Brochier Autofinancement des Entreprises et Théorie Economique,*Revue Economique*,1952,pp.609-635

R.Courbis Le Comportement d'autofinancement des Entreprises,*Economie Appliquée*,t.XXI,1968,n)3-4,pp.749-821

R.Courbis Le Comportement d'autofinancement des Entreprises et le modèle Fifi, *Annales de l'Insee*,n°12-13,1973,pp.3-28

S.B.Dobrovolsky Economics of Corporate and External Financing,*Journal of Finance*,n°1,1958,pp.5-47

A.Galesne. *L'Autofinancement ,son coût et les Décisions d'Investissement des Firmes*,Thèse de doctorat de Science Economique,Université de Rennes,1972

A.Galesne Gaspillage des Fonds d'Autofinancement et Discipline financière exercée par le marché du capital: analyse du cas français,*Economie Appliquée*,1976,n°1,pp.49-88

R.Goffin. *L'Autofinancement des Entreprises*, ,Paris: Sirey ,1968

I.M.D.Little Higgledy Piggledy Growth, *Bulletin of the Oxford Institute of Statistics*,November 1962,pp.231-240

M.Malissen L'Autofinancement ,*Economie Appliquée* n°spécial,t.XXI,1968,n°3-4

M.Malissen *Investissement et Financement*,Paris:Armand Colin,1957

M.Polti *L'Autofinancement des Entreprises*, Rapport présenté devant le Conseil Economique et Social les 5-9 et 10 Mai 1967,J.O.C.E.S. 1967,pp.444 et suivantes.

- L'Autofinancement,*Bulletin de Force Ouvrière* ,Juin 1966