CNIS - Conseil National de l'information statistique

Groupe de travail « Coût du capital »

Paris, le 10 septembre 2014

La rentabilité économique et financière des grands groupes non financiers cotés en France, de 1992 à 2010

Renaud du Tertre
MCF de Sciences économiques
Université Paris Diderot – Paris 7

Calculs faits avec la collaboration de Yann Guy
MCF de Sciences économiques
Université de Rennes 2

Plan de l'exposé

Remarques préliminaires : Une approche microéconomique fondée sur la comptabilité privée

1. Quelques faits stylisés concernant la financiarisation de l'économie nationale
2. Les concepts utilisés pour cerner le coût du capital
3. Les caractéristiques de la rentabilité économique et financière des grands groupes cotés de 1992 à 2010
4. L'impact de la domination de la finance de marché sur la stratégie financière des grands groupes cotés

Conclusion : Un ensemble de facteurs concourant à l'accroissement du coût du capital et limites de l'analyse

Référence bibliographiques

- Commissariat général du Plan (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du groupe de travail présidé par Dominique Plihon, La Documentation française.
- du Tertre R., Guy Y. (2009), « Les traits stylisés des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier », *Revue de l'IRES*, n° 62, p. 7-38.
- Bachy B., Sion M. (2005), *Analyse financière des comptes consolidés*, Dunod.

Sources statistiques :

- « Thomson Financial » (anciennement Datastream) ;
- Groupes cotés du SBF 250, aujourd'hui l'indice CAC All Trade.

Remarques préliminaires

Une approche microéconomique fondée sur la comptabilité privée

1°) L'analyse statistique porte :

- sur un échantillon de 213 groupes non financiers cotés à Paris et appartenant à l'indice SBF 250,
- dont la valeur ajoutée brute représente près de 25 % du Pib français en 2007.

2°) Une évaluation de la rentabilité économique et financière des entreprises à partir de leurs comptes de résultat et de leurs bilans fonctionnels.

3°) Une analyse de leurs investissements en termes de croissance interne et de croissance externe, et de leurs modalités de financement menée à partir de leurs comptes de flux de trésorerie.

Trois changements par rapport à l'approche macroéconomique fondée sur la comptabilité nationale

1°) L'activité de l'entreprise est mesure sur l'ensemble de son périmètre, c'est-à-dire dans sa dimension internationale ;

2°) Le capital immobilisé à l'actif de l'entreprise recouvre toutes ses immobilisations corporelles ou incorporelles, tandis que le passif représente la somme des fonds propres de l'entreprise et de ses dettes financières ;

3°) Les valeurs monétaires sont mesurées en prix historiques et non à prix courants.

Période étudiée : trois sous-périodes historiques

- 1992-1995 : Fin de la période de libéralisation financière et de désinflation
  Années marquées par le choc de la réunification allemande et par la crise du SME.
- 1996-2003 : Le cycle financier des « valeurs internet »
  - 1996-2000 : Phase ascendante
  - 2001-2002 : Phase de crise
- 2004-2010 : Le cycle financier des « subprimes »
  - 2004-2007 : Phase ascendante
  - 2008-2010 : Phase de crise

1. Quelques faits stylisés concernant la financiarisation de l'économie en France

1°) Une dissociation entre taux de marge et taux d'investissement des SNF.

1953-1974 et 1985-2007

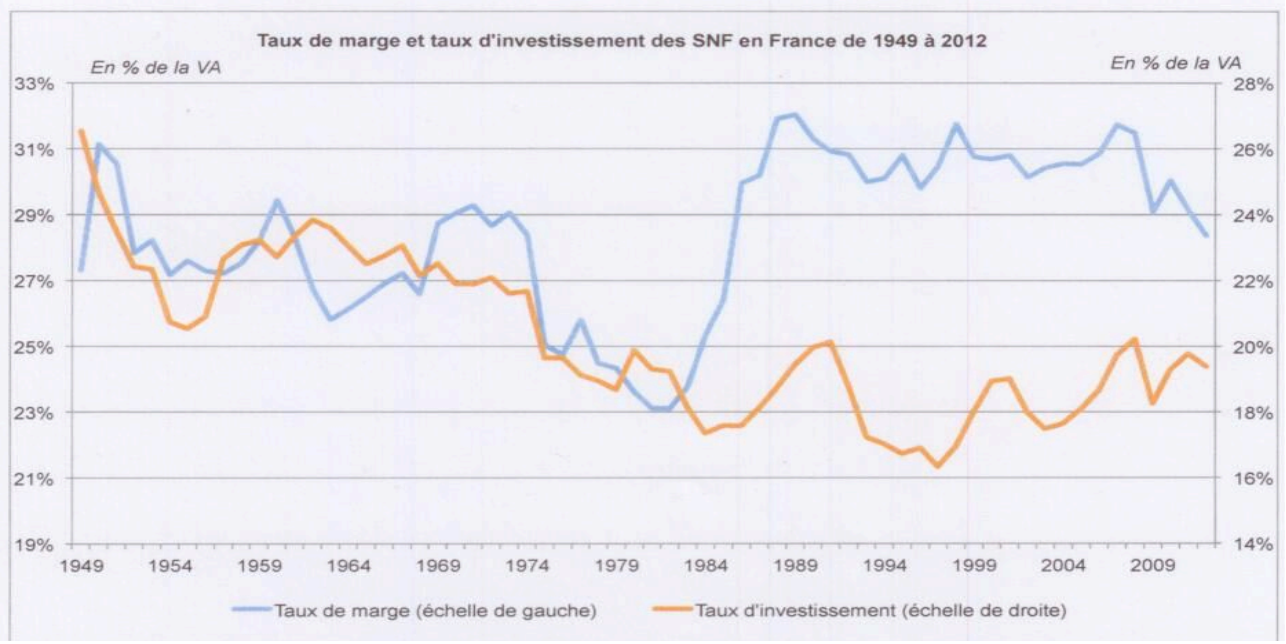
➔ Une hausse de près de 3 points du taux de marge (Pb/Yb) ;

➔ Une baisse de plus de 4 points du taux d'investissement (Ib/Yb).

Une hausse mécanique du profit réalisé par rapport à la dépense d'investissement : Pb/Ib

➔ Une hausse du coût du capital ? Pb/Ib = (Pb/K) / (Ib/K)

➔ Avant tout un problème de bouclage par la demande globale !

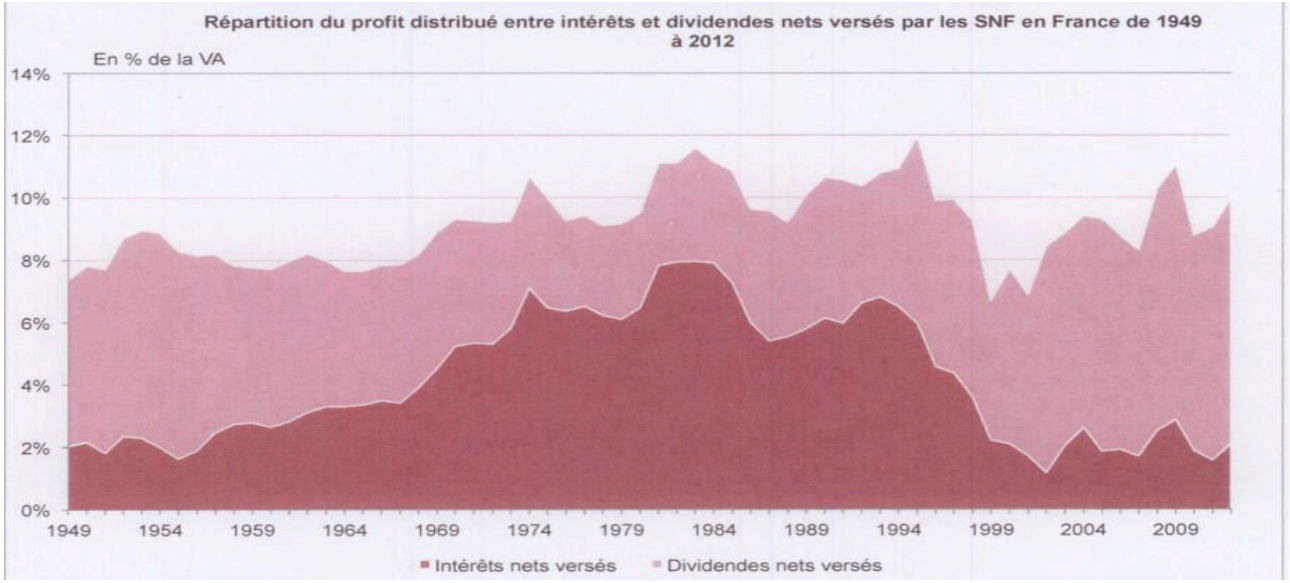


2°) Un mouvant massif de substitution des dividendes versés par les SNF aux intérêts qu'elles payent, sans progression de grande ampleur des profits distribués.

➔ Une hausse progressive des profits distribués entre 1964-1984 ;

➔ Un caractère cyclique prononcé à partir des années 1980 ;

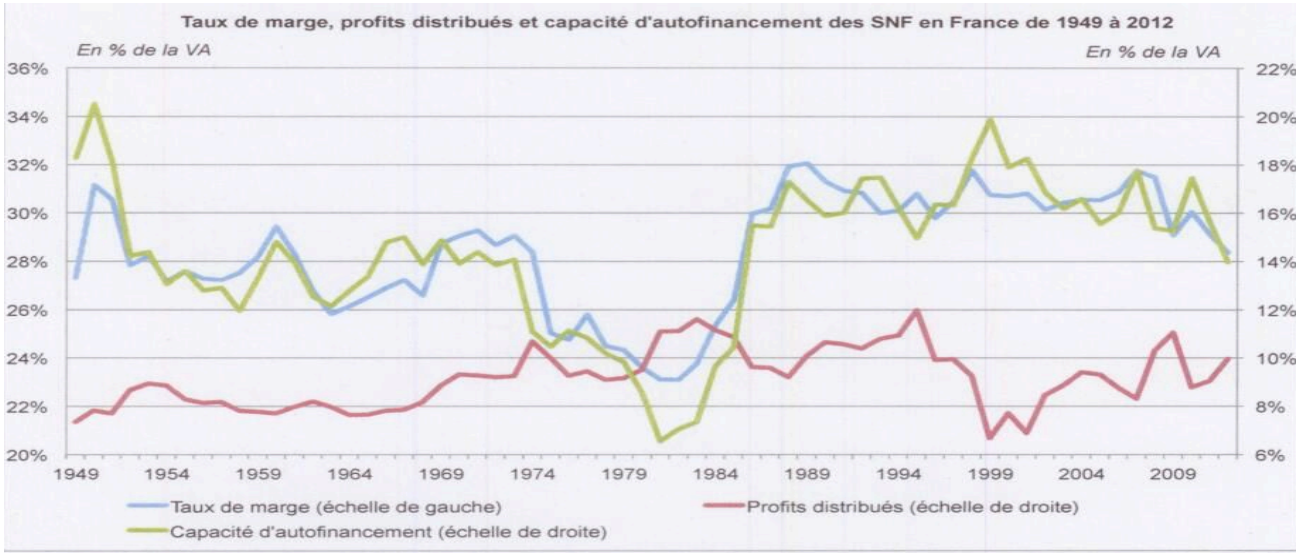
➔ Un rôle contra-cyclique par rapport à l'activité des SNF conformément à une stratégie de défense de cours boursiers.



1. Quelques faits stylisés concernant la financiarisation de l'économie en France

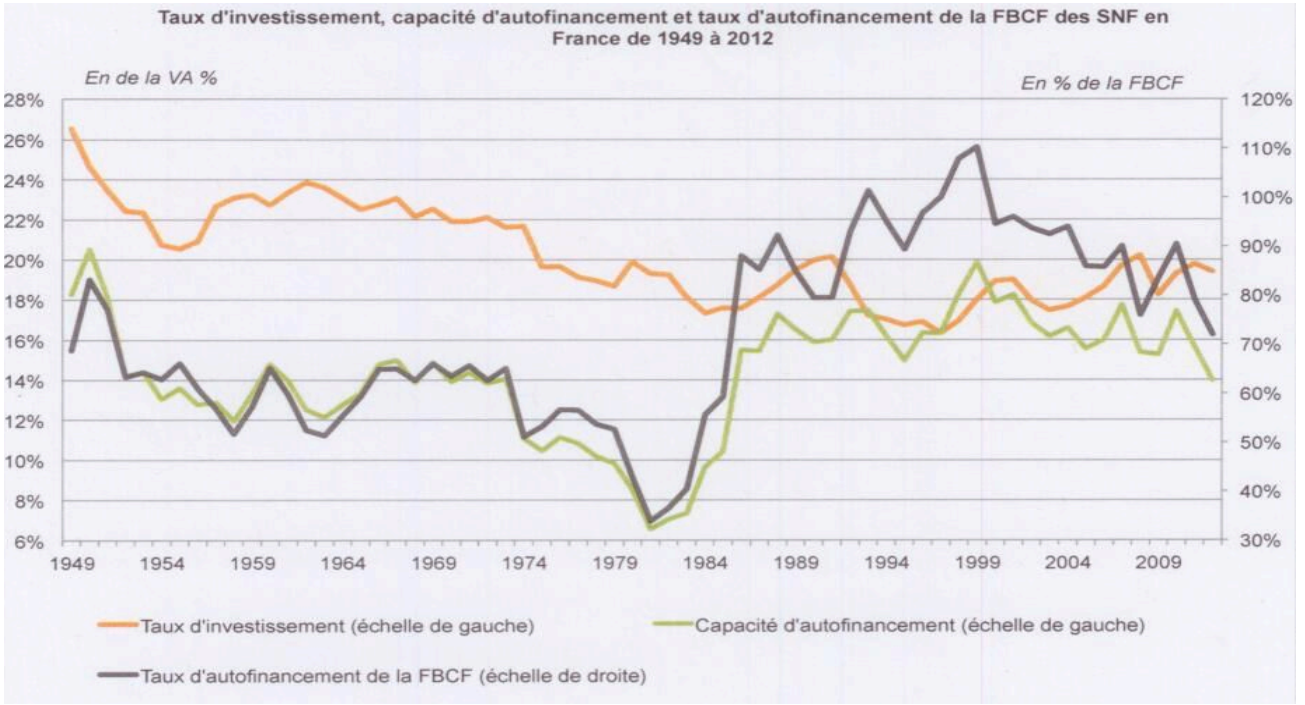
3°) Une capacité d'autofinancement de l'investissement des SNF (Autb/Yb) calée sur leur taux de marge (Pb/Yb) :

- La hausse parallèle des deux taux est d'abord marquée par le poids de l'amortissement du capital (Am) dans les 2 ratios ;
- Mais c'est aussi une manière de garantir les intérêts des actionnaires à long terme, parallèlement à une stratégie de court terme portant sur le versement de dividendes.



4°) Une augmentation mécanique du taux d'autofinancement de l'investissement (Autb/Ib) résultant de :

- La hausse de la capacité d'autofinancement (Autb/Yb)
- La baisse du taux d'investissement (Ib/Yb)



2. Les concepts utilisés pour cerner le coût du capital

2.1. La distinction entre le coût d'usage, le prix des biens en capital et le prix du capital

➢ **Le coût d'usage du capital : Am**

[1] $Am = (1/n)\ p_k * K$

- Un coût de production déterminé par le taux d'obsolescence du capital au plan physique et moral, c'est-à-dire sa durée de vie n ;
- Il s'agit d'une réserve monétaire qui est prélevée sur la valeur des produits sans contrepartie réelle dans le but de financer l'investissement de remplacement, tel que :

[2] $I_r = Am$

➢ **Le prix des biens en capital : p_k**

Le prix p_k mesure le prix des biens d'équipement nouvellement créés et achetés au moment de l'investissement, tel que :

[3] $I_n = I_b - I_r = I_b - Am = p_k * \Delta K$

Selon cette définition, l'investissement brut (la FBCF) ou l'investissement net (la FNCF) ne mesurent pas un coût à proprement parler, mais une dépense monétaire effectuée par les entreprises.

➢ **Le prix du capital : r_e**

Le prix du capital r_e est déterminé par la somme monétaire P_n que la direction de l'entreprise doit payer aux épargnants en contrepartie de l'avance de fonds qui est nécessaire à l'acquisition du capital immobilisé dans l'entreprise K.

- Il s'agit d'un prix unitaire exprimé en valeur nominale :

[4] $r_e = P_n/K$

- Dans une économie développée, l'avance de fonds prends nécessairement deux formes :

[5] $K = FP + D$

FP : la valeur des fonds propres appartenant aux actionnaires ;
D : la valeur des dettes financières de l'entreprise, dettes bancaires et dettes de marché.

- Il s'ensuit que la répartition du profit net prend lui aussi deux formes :

[6] $P_n = INT + R_n$

INT : les intérêts nets versés aux créanciers ;
R_n : le résultat net appartenant aux propriétaires du capital, soit :

Tel que :

[7] $INT = i * D$ avec i le taux d'intérêt moyen appliqué à l'ensemble des dettes de l'entreprise ;

[8] $r_f = R_n/FP$ avec r_f la rentabilité financière des fonds propres.

2. Les concepts utilisés pour cerner le coût du capital

2.2. Le coût d'usage du capital doit être exclu du coût du capital, c'est-à-dire de son prix d'acquisition

- **Au plan comptable**
  - Le coût d'usage du capital est un coût de production qui figure dans le compte de résultat de l'entreprise ;
  - Il s'agit d'une quantité de monnaie prélevée sur la valeur des biens nouvellement créés par l'entreprise sans contrepartie réelle, c'est-à-dire sans dépense qui lui soit associée.
- **Au plan financier**
  - Cette somme vient alimenter le compte de trésorerie de l'entreprise et sert à financer l'investissement de remplacement, c'est-à-dire à maintenir de la valeur du capital qui a été confié à l'entreprise :
    - ✓ Soit directement en puisant dans la compte de trésorerie afin de financer l'achat de nouveaux biens d'investissement, ce qui permet de maintenir la valeur des fonds propres ;
    - ✓ Soit indirectement en utilisant le compte de trésorerie pour rembourser les dettes arrivées à échéance, remboursement qui ouvre la possibilité d'obtenir de nouveaux prêts, ce qui revient à financer l'investissement de remplacement par endettement et, par suite, à maintenir la valeur des dettes.
  - En bref, quelle que soit la modalité de financement utilisée, le financement de l'investissement de remplacement ne génère par lui-même aucun obligation nouvelle en matière de rémunération du capital, c'est-à-dire de prix du capital à payer pour l'acquérir.

2. Les concepts utilisés pour cerner le coût du capital

2.3. Le profit non distribué doit être inclus dans le prix du capital

Le profit non distribué servant comme moyen d'autofinancement de l'investissement n'appartient pas l'entreprise à proprement parler, mais aux actionnaires.

- **Au plan comptable**
  - La formation du résultat net intervient comme solde du profit net sur les charges financières de l'entreprise (le paiement des intérêts aux créanciers), tel que : $R_n = P_n - INT$
  - La distribution de dividendes, quant à elle, laisse (ou non) une capacité d'autofinancement : $Aut_n = R_n - DIV$
- **Au plan juridique**
  - Réunis en assemblée générale, les actionnaires votent la partie résultat net qui ne leur est pas redistribuée et qui est allouée au report à nouveau dans le bilan fonctionnel de l'entreprise.
- **Au plan financier**
  - Les fonds propres s'accroissent plus rapidement que le nombre d'actions émises, de sorte que chaque action augmente de valeur de façon mécanique sous l'effet de l'autofinancement de l'investissement ;
  - La valeur de cette épargne est réalisée sous forme monétaire avec une plus-value plus ou moins élevée au moment de la vente de titres. Cette vente suppose qu'un nouvel épargnant entre sur le marché et compense par l'épargne qu'il détient la sortie du vendeur qui désépargne.
    - ✓ Au plan macroéconomique, la transaction se traduit par une épargne nulle, puisque le titre financier a simplement changé de mains. Mais elle a permis au vendeur de réaliser sous forme monétaire une épargne accumulée jusque-là sous forme financière.
    - ✓ Au plan microéconomique, il s'ensuit une obligation de paiement et donc un coût pour la direction de l'entreprise :
      - – L'obligation de paiement consiste à valoriser les fonds propres grâce à un comportement d'investissement approprié, c'est-à-dire suscitant des prévisions favorables de *cash-flows* dans la futur ;
      - – Le coût, quant à lui, provient du taux de rendement que la direction attend des investissement qu'elle autofinance.

Les opérateurs financiers ne s'y trompent en utilisant deux ratios pour mesurer le rendement d'une action

- **Au plan comptable : le ROE (Return On Equity)**

  $ROE = R_n / FP$, où FP mesure la ***valeur comptable des fonds propres***
- **Au plan financier : le TSR (Total Share Return)**

  $TSR = (DIV \pm \text{Plus-Value})/C$, où C représente la valeur de marché des fonds propres

2. Les concepts utilisés pour cerner le coût du capital

2.4. L'intérêt d'opérer une distinction entre finance de banque et finance de marché

- **Les deux canaux de la collecte de l'épargne : la capacité des épargnants à prendre des risques**

  1) La couverture du risque d'entreprise
     - Les intérêts bancaires ne couvrent jamais l'intégralité du risque de défaut de paiement des entreprises, dans la mesure où les banques cherchent à exclure une grande partie de ce risque par des dispositions contractuelles stipulant des garanties bancaires sous forme de collatéraux (hypothèques, nantissements…) ;
     - Autrement dit, l'essentiel du risque d'entreprise est supporté par des épargnants qui détiennent des titres indépendamment de la banque.

  2) La collecte de l'épargne nécessaire au financement de l'investissement transite par des canaux distincts permettant de diversifier les risques :
     - La finance de banque : la collecte de l'épargne peu risquée ;
     - La finance de marché : la collecte de l'épargne risquée.

- **La formation du prix d'offre du capital : la nécessaire hiérarchie des taux de rendement des actifs en capital**

  1) Les raisons de la faiblesse intrinsèque des taux d'intérêts bancaires et la formation du profit de la banque
     - Les caractéristiques du métier de banquier, mutualisation des risques et transformation de la durée des prêts ;
     - La formation du profit bancaire à travers un écart entre les taux de rémunération de l'actif et du passif, compte tenu de durées de prêts sur des horizons temporels différents (long à l'actif, relativement court au passif).

  2) La nécessité de payer une prime de risque pour les titres de marché, notamment sur le marchés des actions :

     $r_f = i + ß*\pi$ avec : π risque exogène lié à conjoncture macroéconomique, et : ß le risque endogène à l'activité de l'entreprise.

- **La stratégie financière des entreprises pour faire face aux coûts du capital**

  1) La mise en place d'une hiérarchie entre trois taux de rendement fondée sur un écart entre le taux de rendement interne de l'investissement et le taux de l'intérêt : $r_e > i$, tel que : $r_f > r_e > i$
  2) Rechercher le taux d'endettement le plus élevé possible d = D/FP ;
  3) L'intérêt de la banque d'un taux d'endettement élevé et les limites qu'elle impose aux entreprises.

3. Les caractéristiques de la rentabilité économique et financière des grands groupes cotés en France de 1992 à 2010

Cinq caractéristiques nouvelles

3.1. Un effet de levier à caractère cyclique et de grande ampleur.

3.2. Un taux d'endettement strictement gouverné par les cours boursiers.

3.3. Un accroissement spectaculaire du taux de marges des entreprises.

3.4. Une financiarisation des entreprises indissociable de la mondialisation.

3.5. Un accroissement du poids des actionnaires par rapport aux créanciers.

3.1. Une rentabilité financière résultant d'un effet de levier à caractère cyclique et de grande ampleur

Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier :

$r_f = r_e + (r_e - i)\ D/FP$

1°) L'écart de taux :

$r_e - i$

2°) Le taux d'endettement :

D/FP

- ROCE : 1996-2007

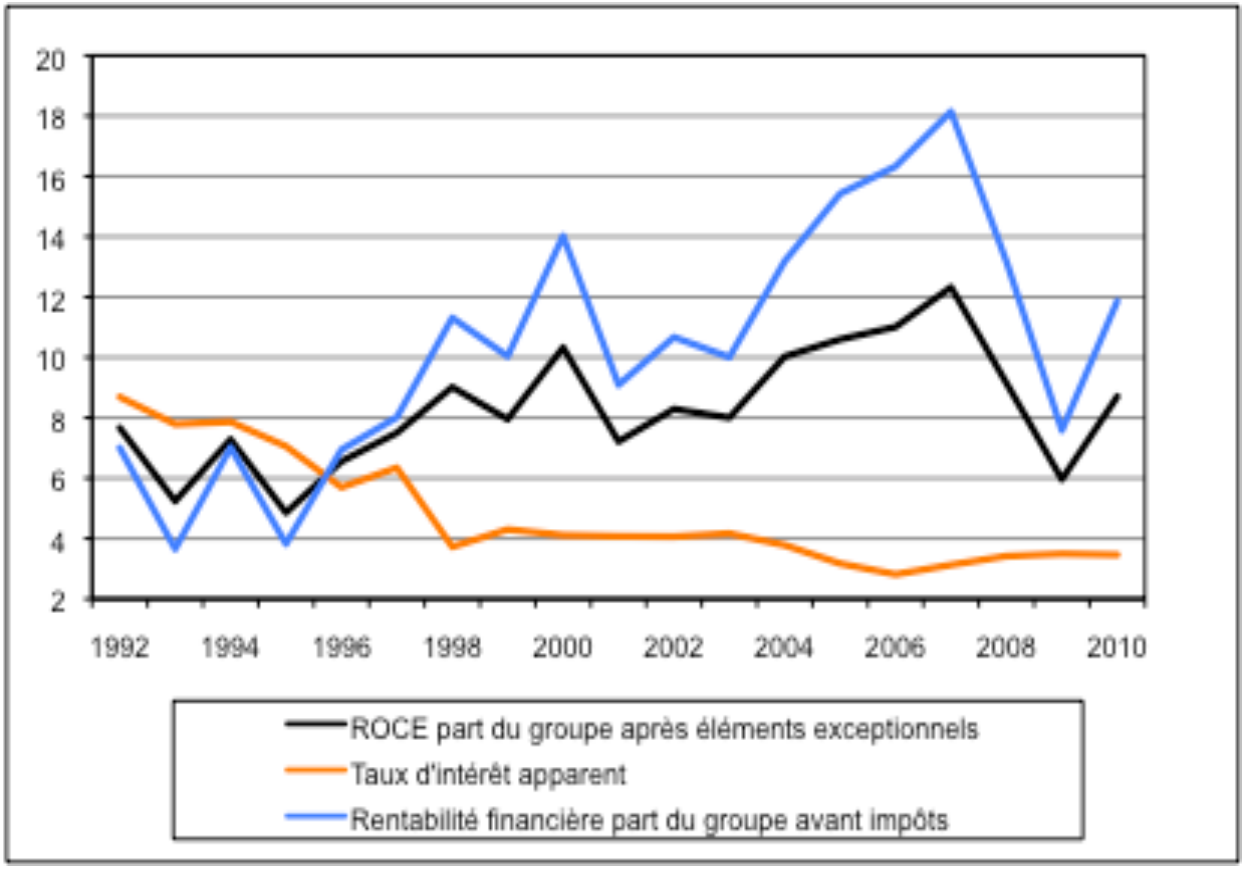
  Une hausse tendancielle soutenue de la rentabilité économique à partir de 1996

- Taux d'intérêt :
  - ✓ 1992-1998 : une baisse continue de grande ampleur
  - ✓ 1998-2010 : un maintien à un niveau très bas
- ROE : 1996-2007

  Une envolée de la rentabilité financière fondée sur un écart de taux

- 2001-2002 et 2008-2009
  - ✓ Deux crises financières à 7 ans d'intervalle
  - ✓ La seconde étant nettement plus profonde que la première

Graphique 1. Décomposition comptable de l'effet de levier bénéficiant aux entreprises non financières de 1992 à 2010.



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

3.2. Un taux d'endettement des entreprises rivé sur les cours boursiers avec un retard d'un an

- 1992-1995 :

  Fin d'une longue période de désendettement des entreprises, avec un indice boursier bas et stable.

- 1996-2003 et 2004-2010 :

  Deux cycles financiers qui se traduisent par une hausse tendancielle :

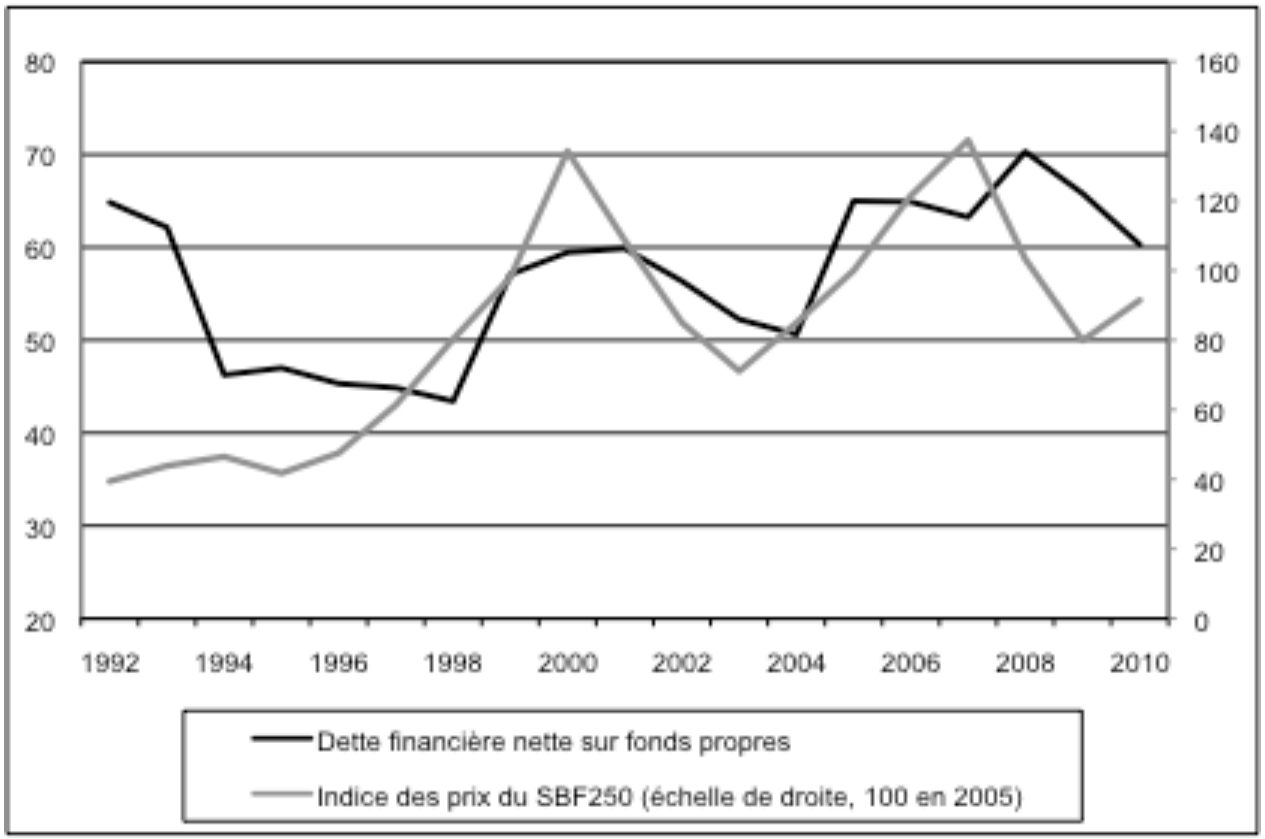
  ✓ des cours boursiers ;

  ✓ du taux d'endettement.

- À partir de 2008 :

  Un désendettement massif, atténué par l'endettement de quelques grands groupes, notamment dans le secteur automobile et le bâtiment.

Graphique 2. Taux d'endettement des entreprises non financières par rapport à leurs fonds propres de 1992 à 2010.



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

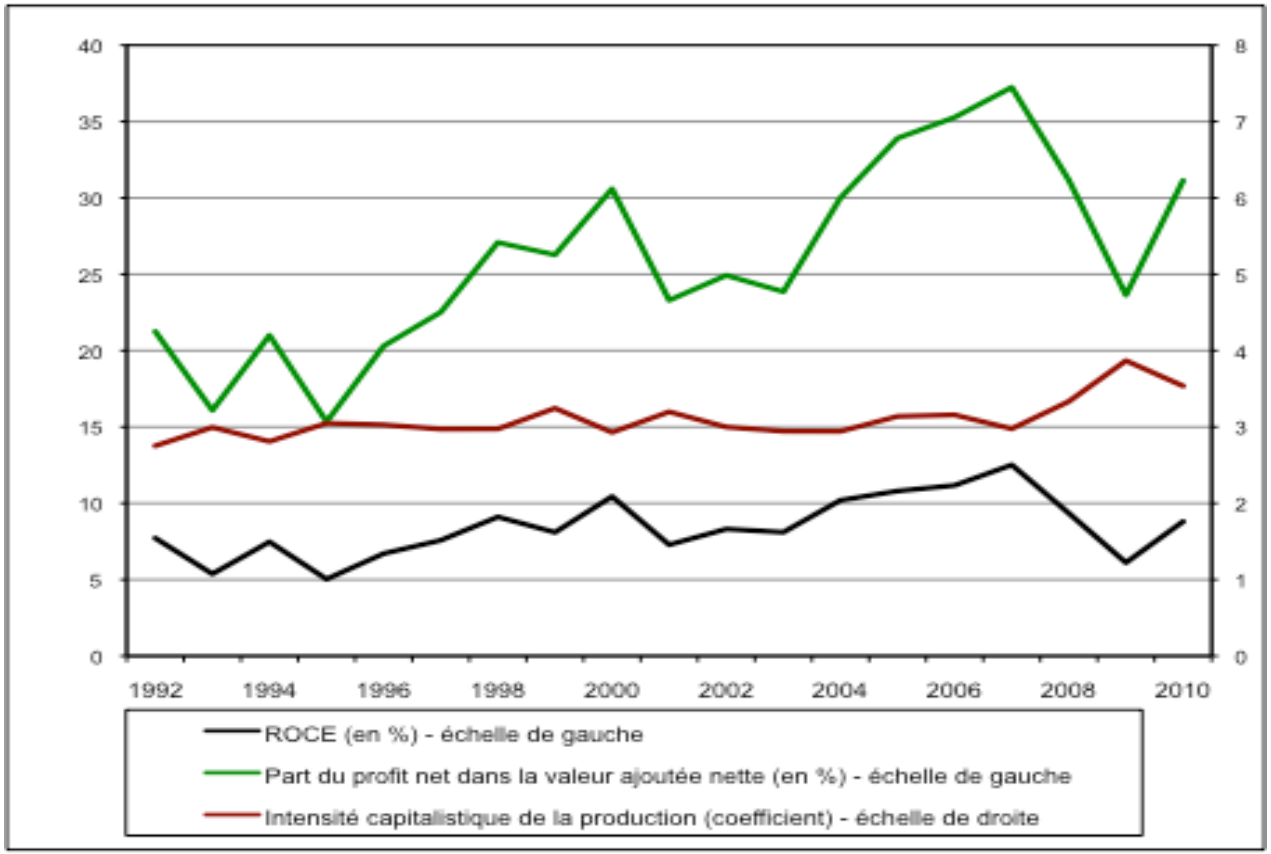
3.3. Un accroissement spectaculaire du taux de marge des entreprises

- La hausse de la rentabilité économique entièrement expliquée par la hausse du taux de marge.
- 2001-2002 et 2008-2009 :

  Une chute de l'activité beaucoup plus prononcée qu'en 2001-2002.

  En 2008-2009, une baisse de la rentabilité économique accentuée par la hausse de l'intensité capitalistique de la production, hausse qui est inhérente au recul de l'activité.
- 2010 :
  Une remontée rapide de la profitabilité et de la rentabilité économique

Graphique 3. Décomposition comptable de la rentabilité économique des entreprises non financières de 1992 à 2010.



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

3.4. Une financiarisation des entreprises indissociable de la mondialisation

1996-2000 :

Une internationalisation des entreprises de plus en plus tournée vers l'Amérique du Nord.

2001-2003 :

Avec la crise internet, un tassement sensible de l'investissement à l'étranger.

2003-2007 :

Une implantation privilégiée et intensive en Europe.

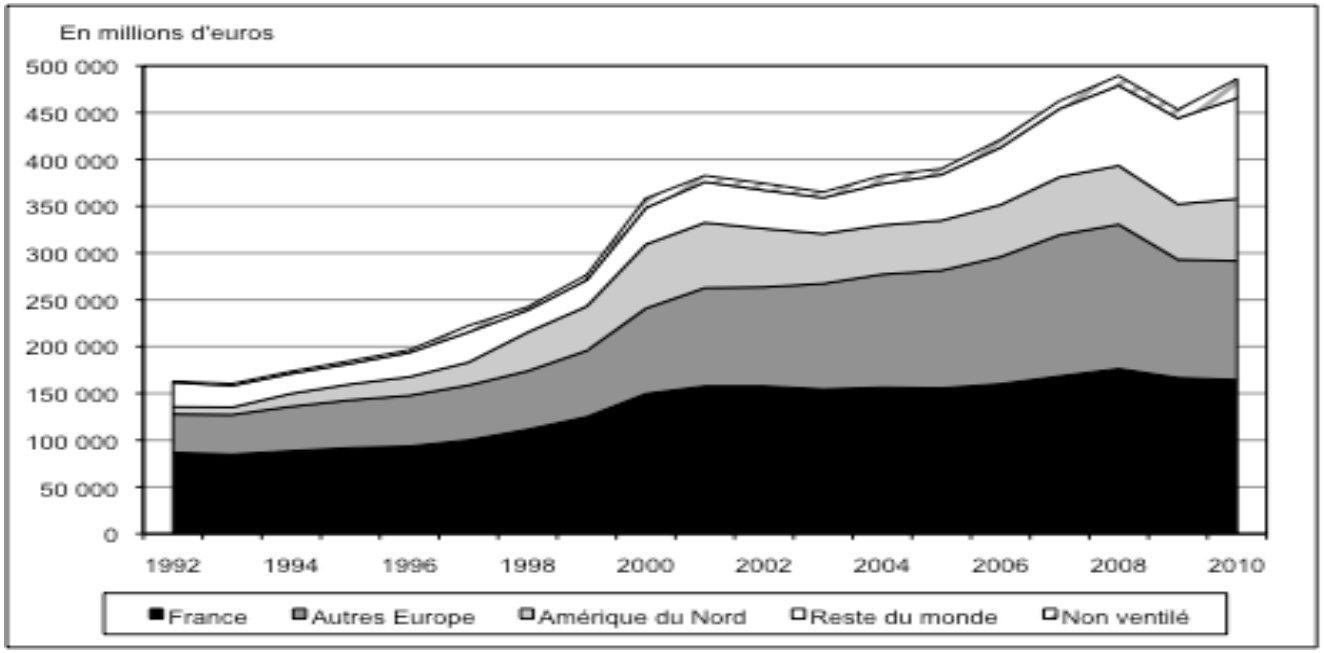
2008-2010 :

Dès avant la crise des subprimes et pendant celle-ci, des investissements massifs dans les pays émergents

Tableau 1. Répartition géographique du chiffre d'affaires des entreprises du SBF 250

En % du CA	1992-1995	1996 2000	2001 2003	*Variat. en pts*	1996-2003	2004 2007	2008 2010	*Variat. en pts*	2004-2010	*Variat. totale*
France	**51,6**	44,7	41,9	***-8,2***	**43,4**	38,7	35,5	***-6,2***	**37,2**	***-14,4***
Autre Europe	**26,7**	26,0	28,9	***0,7***	**27,3**	32,2	28,5	***3,2***	**30,5**	***3,8***
Amérique du Nord	**6,8**	15,6	16,5	***9,2***	**16,0**	13,5	13,2	***-2,7***	**13,3**	***6,5***
Reste du Monde	**13,6**	11,5	11,0	***-2,3***	**11,2**	13,7	19,9	***5,4***	**16,6**	***3,0***
Non ventilé	**1,3**	2,0	1,8	***0,7***	**2,0**	1,9	2,8	***0,3***	**2,3**	***1,1***
Total	**100**	100	100		**100**	100	100		**100**	

Graphique 4. L'implantation des grands groupes cotés à l'étranger.



3.5. Un accroissement du poids des actionnaires par rapport aux créanciers

Tableau 2. Répartition de la valeur ajoutée brute des entreprises du SBF 250 et leurs dépenses d'investissement

Moyenne par période en % de la VA brute	1992-1995	1996 2000	2001 2003	*Variat. en pts*	1996-2003	2004 2007	2008 2010	*Variat. en pts*	2004-2010	*Variat. totale*
Répartition de la valeur ajoutée brute										
Salaires	**66,4**	60,3	61,4	***-5,6***	**60,8**	55,3	59,5	***-3,6***	**57,3**	***-9,2***
Impôts	**3,2**	6,3	6,9	***3,3***	**6,6**	8,5	6,3	***0,9***	**7,5**	***4,2***
Profit brut après impôts	**30,3**	33,4	31,8	***2,3***	**32,6**	36,2	34,2	***2,7***	**35,3**	***4,9***
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires										
Intérêt versés	**6,2**	3,7	3,5	***-2,6***	**3,6**	3,0	3,9	***-0,1***	**3,4**	***-2,8***
Résultat brut	**24,1**	29,7	28,3	***4,9***	**29,0**	33,2	30,3	***2,8***	**31,8**	***7,7***
Affectation du résultat brut entre dividendes et autofinancement										
Dividendes versés	**2,1**	3,2	4,5	***1,8***	**3,8**	6,2	7,3	***2,9***	**6,7**	***4,6***
Capacité d'autofinancement	**22,0**	26,4	23,8	***3,1***	**25,2**	27,0	23,0	***-0,1***	**25,1**	***3,1***
Dépense d'investissement brut et ses modalités de financement										
Investissement brut	**24,6**	33,1	23,5	***3,9***	**28,5**	25,4	25,8	***-2,9***	**25,6**	***1,0***
Capacité d'autofinancement	**22,0**	26,4	23,8	***3,1***	**25,2**	27,0	23,0	***-0,1***	**25,1**	***3,1***
Besoin de financt externe	**2,6**	6,6	-0,3	***0,8***	**3,3**	-1,6	2,8	***-2,9***	**0,5**	***-2,1***

- Une hausse moyenne du taux de marge de 2,3 points au cours du cycle financier des valeurs internet et de 2,7 points au cours du cycle de subprimes, soit de 5 points sur les deux périodes.
- La hausse du taux de marge profite entièrement aux actionnaires dont le poids devient déterminant par rapport aux créanciers
- A mettre en regard avec une quasi stagnation du taux d'investissement en dehors de la période d'emballement en 1996-2000.
- Cette quasi stagnation est d'autant plus significative que la capacité d'autofinancement des grands groupes augmente de façon sensible sur l'ensemble des deux périodes.

4. L’impact de la domination de la finance de marché sur la stratégie financière des grands groupes cotés

Quatre changements majeurs

4.1. Le rôle déterminant de la croissance externe dans les phases d’emballement.

4.2. La crise internet de 2001-2002 et la formation d’un *free cash flow* positif massif.

4.3. Un compromis entre les intérêts à court et à long termes des actionnaires.

4.4. L’endettement comme variable d’ajustement au service des actionnaires.

4.1. Le rôle déterminant de la croissance externe dans les phases d'emballement

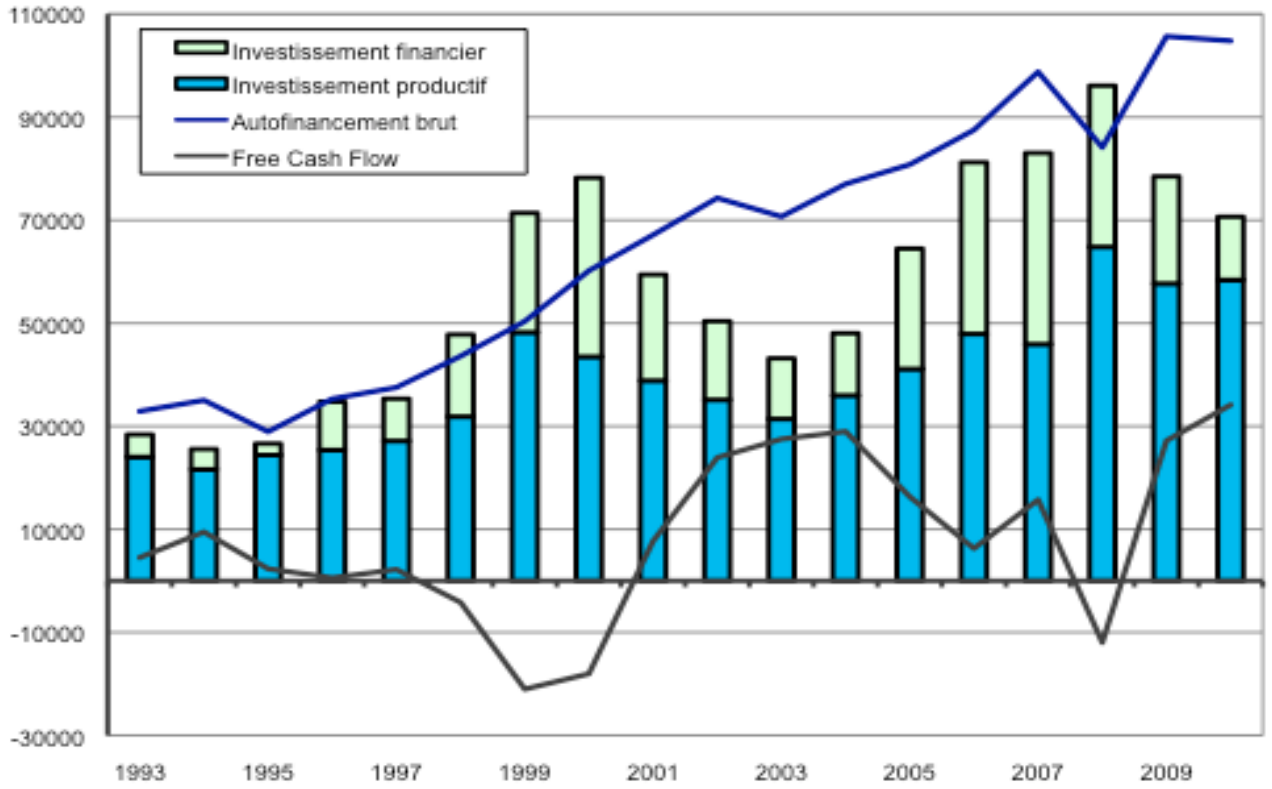
1. Opérations d'exploitation : Le poids croissant de l'amortissement dans l'autofinancement.
2. Opérations d'investissement : Le choix entre croissance interne et croissance externe.
3. Opérations de financement : Au bénéfice de l'actionnaire.

Tableau 3. Formation et utilisation de l'autofinancement brut des entreprises du SBF 250

Moyenne des flux cumulés en % de l'autofinancement brut	1992-1995	1996 2000	2001 2003	*Variat. en pts*	1996-2003	2004 2007	2008 2010	*Variat. en pts*	2004-2010	*Variat. totale*
Opérations d'exploitation										
Résultat net + plus-val sur actifs	**56,6**	45,1	24,1	***-22,1***	**34,6**	50,1	42,9	***12,2***	**46,7**	***-9,9***
Amortissements - variation BFR	**43,4**	54,9	75,9	***22,1***	**65,4**	49,9	57,1	***-12,2***	**53,3**	***9,9***
Autofinancement brut	**100,0**	100,0	100,0		**100,0**	100,0	100,0		**100,0**	
Opérations d'investissement										
Investissement productif	**76,7**	76,8	52,9	***-11,9***	**64,8**	48,2	58,4	***-11,9***	**52,9**	***-23,7***
Investissement financier	**12,6**	42,7	23,3	***20,4***	**33,0**	32,2	24,0	***-4,6***	**28,4**	***15,8***
Investissement total	**89,2**	119,6	76,2	***8,5***	**97,8**	80,4	82,4	***-16,4***	**81,3**	***-7,9***
Free Cash Flow	**10,8**	-19,6	23,8	***-8,5***	**2,2**	19,6	17,6	***16,4***	**18,7**	***7,9***
Opérations de financement										
Dividendes versés	**7,5**	11,7	14,6	***5,6***	**13,2**	19,6	23,2	***8,1***	**21,3**	***13,8***
(+) Rachats d'actions / (-) Emissions d'actions	**-10,5**	-8,9	1,9	***7,0***	**-3,4**	-1,6	-2,8	***1,3***	**-2,1**	***8,3***
(+) Désendettement / (-) Endettement	**13,7**	-22,4	7,3	***-21,2***	**-7,5**	1,5	-2,9	***7,0***	**-0,5**	***-14,2***
(+) Capacité de financement / (-) Besoin de financement	**3,2**	-31,3	9,2	***6,5***	**9,7**	-0,1	-5,7	***-12,4***	**-2,6**	***-5,9***

4.2. La formation du free cash flow positif après la crise internet de 2001-2002

Graphique 6. Opérations d'investissement et formation du *free cash flow.*
(en millions d'€)



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

Une croissance interne prépondérante et étroitement liée aux fluctuations des cours boursiers.

Un emballement et une contraction de la croissance externe qui accentue le caractère cyclique de l'investissement.

Un *free cash flow* qui change de comportement.

• En 1996-2003, il est négatif dans la phase de croissance et positif dans la phase dépressive.

• En 2004-2010, il est toujours positif, sauf en 2008 sous l'effet d'un petit nombre de groupes en grandes difficultés.

4.3. Une recherche de compromis entre les intérêts à court et à long terme des actionnaires

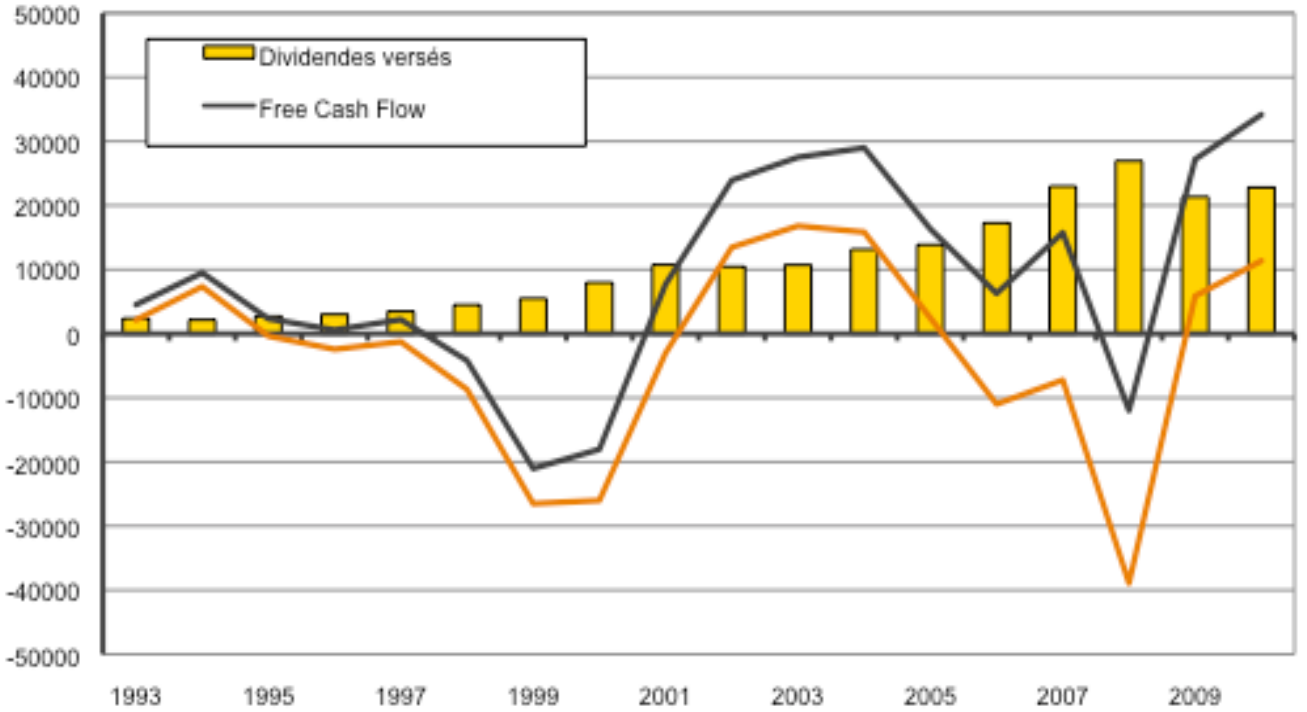
Le versement de dividendes : une variable stratégique de nature contra-cyclique.

Le montant des dividendes versés s'accroît régulièrement.

Il se renforce dans les périodes de chute des cours boursiers.

Il constitue en effet la seconde composante du *Total Share return*.

Graphique 7. Distribution de dividendes, capacité ou besoin de financement.
(en millions d'€)



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

Nécessité d'un arbitrage entre :

- redistribuer le *free cash flow* sous forme de dividendes ou de rachats d'actions d'un côté ;
- poursuivre une stratégie d'accumulation du capital fondée sur l'autofinancement de l'autre.

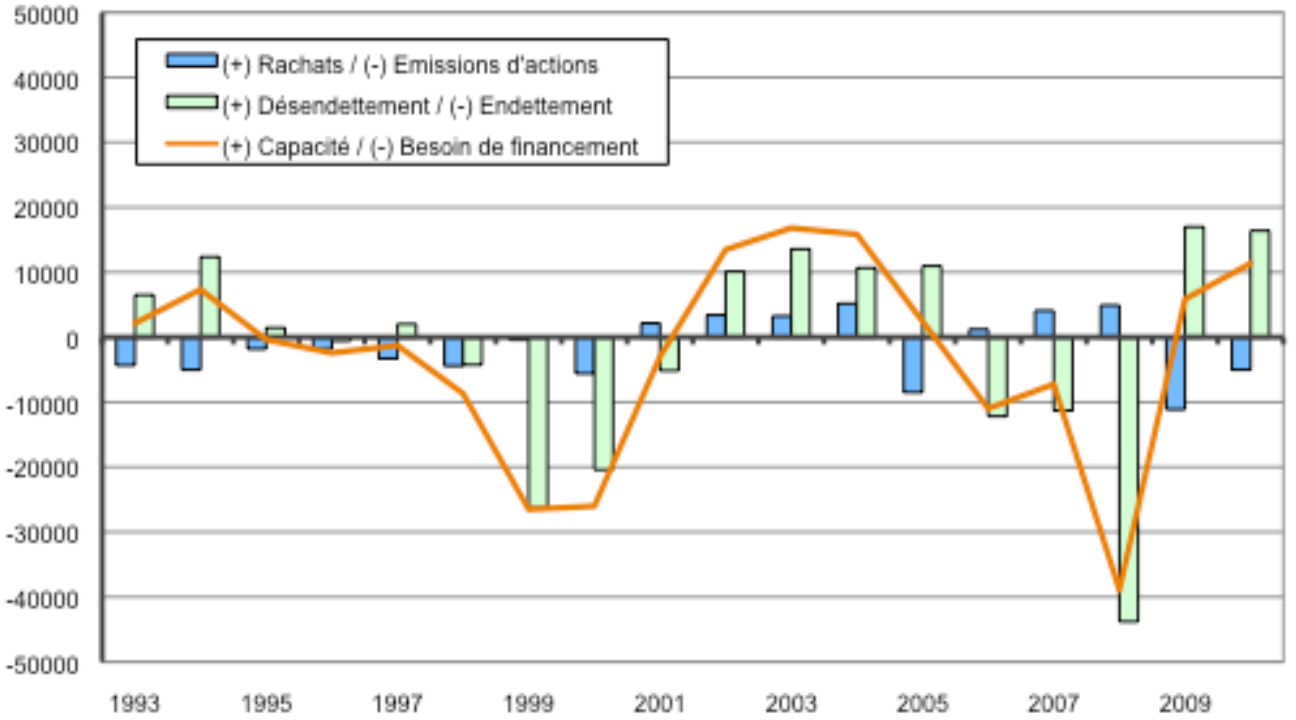
4.4. L'endettement : une variable d'ajustement au service de l'actionnaire

1996-2000 : Les besoins de financement prennent de dimensions vertigineuses qui sont satisfaites pour l'essentiel par endettement.

2002-2004 : Les directions d'entreprise s'engagent dans un désendettement vigoureux.

2005-2008 : Le mouvement s'inverse avec la reprise de la croissance.

Graphique 8. Financement par endettement ou émission d'action.
(en millions d'€)



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom

L'année 2008 mérite d'être commentée, puisque, contrairement à toute attente, les entreprises continuent de s'endetter malgré le choc de la crise des *subprimes*. De fait, cette situation s'explique par les difficultés rencontrées par de grandes entreprises appartenant à des secteurs particulièrement sensibles comme l'automobiles et le bâtiment.

En conclusion

Trois ensembles de facteurs qui concourent à une hausse tendancielle et significative du prix du capital

1°) Une déconnexion de l'activité des grands groupes cotés par rapport à l'économie nationale :

- Vigueur de la croissance de leurs chiffres d'affaires, de leurs investissements ;
- Niveau très élevé de leur rentabilité financière fondée sur un accroissement du taux de marge et un faible niveau du taux d'intérêt.

2°) Une stratégie financière au service des actionnaires :

- L'arbitrage entre intérêts à court et à long termes ;
- L'endettement comme variable stratégique au service des actionnaires.

3°) L'économie nationale subit le poids de la financiarisation qui est étroitement liée à la mondialisation :

- Une mondialisation qui intensifie la concurrence et fait pression sur les salaires ;
- Une distorsion entre le taux de marge des grands groupes et leur taux d'investissement rend difficile le bouclage par la demande globale dans les pays capitalistes développés ;
- Au final, une tension à la hausse du taux de rendement économique qui restreint l'investissement et, par suite la croissance.

Principales limites de l'analyse

1°) Au plan statistique :

- Une profondeur historique relativement restreinte : 18 ans,
- Le calibrage de l'échantillon et les changements de périmètre dans l'activité des entreprises
- Une analyse en prix historiques

2°) Au plan économique :

- L'évaluation du « Price-to-Book » rapportant le cours boursier de l'entreprise à la valeur de ses fonds propres ;
- La prise en compte du capital immatériel et son estimation.

université PARIS DIDEROT PARIS 7

Merci pour votre attention

r.dutertre@univ-paris-diderot.fr