

## Les traits stylisés des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier

*Renaud du TERTRE \**, *Yann GUY \*\**

---

Parmi les questions conditionnant les possibilités de sortie de la crise économique qui a été provoquée par la crise financière de 2008-2009, il en est une particulièrement préoccupante, qui porte sur la capacité des entreprises à faire face à une dégradation de leurs bilans et à un renchérissement du coût du crédit. L'un et l'autre pénalisent leurs investissements et, par suite, leur aptitude à retrouver le chemin de la croissance. Sans prétendre apporter une réponse tranchée à cette question, cet article se propose d'examiner comment les grandes entreprises cotées en France ont réussi à faire face aux nouvelles exigences de rendement inhérentes à l'avènement du capitalisme financier. Celui-ci se caractérise par le fait que la finance de marché a pris le pas depuis le milieu des années 1980 sur la finance de banque. Dans ce nouveau contexte, la gouvernance d'entreprise est mise au service de l'actionnaire, érigeant le cours boursier comme variable clé de la croissance, tandis que le rapport salarial est relégué à l'arrière-plan de la régulation économique, faisant peser sur le salaire et l'emploi le poids de l'ajustement de l'activité (Aglietta, Rebérioux, 2004 ; Boyer, 2000). Pour mettre à jour l'impact de la sphère financière sur le comportement des

---

\* Chercheur à l'IRES, Maître de conférences de sciences économiques à l'université Paris Diderot – Paris 7.

\*\* Doctorant de sciences économiques au laboratoire du GERME, université Paris Diderot – Paris 7.

entreprises, l'analyse est focalisée sur deux aspects<sup>1</sup>. Le premier cherche à identifier les facteurs qui expliquent le redressement de la rentabilité économique et financière des grandes entreprises cotées sur longue période. Le second tente d'évaluer les effets de la finance de marché sur leurs stratégies de croissance, sachant que les directions d'entreprise sont contraintes d'effectuer un arbitrage entre redistribuer leurs profits aux actionnaires sous forme de dividendes ou de rachats d'actions et investir dans de nouvelles immobilisations en capital.

Dans cet article, l'analyse empirique du comportement des entreprises non financières relève d'une approche microéconomique qui est fondée sur la comptabilité privée et qui s'applique par conséquent à un nombre limité d'entreprises. Par opposition à l'approche macroéconomique par la comptabilité nationale qui porte sur l'ensemble des entreprises non financières, quelles que soient leurs tailles et tous secteurs d'activité confondus, notre échantillon comprend uniquement des entreprises industrielles et commerciales de grande taille, celles qui sont présentes dans l'indice du SBF 250, et il comporte en outre un biais par rapport à la composition sectorielle du système productif (encadré 1).

Malgré les limites inhérentes au choix de l'échantillon d'entreprises, l'originalité et l'intérêt de la démarche adoptée tiennent à trois différences majeures entre l'approche par la comptabilité privée et l'approche par la comptabilité nationale. La première différence concerne le périmètre d'activité des entreprises. Celui-ci comprend à la fois le territoire national et les territoires étrangers où les entreprises sont implantées dans le cas de la comptabilité privée, alors que ce périmètre est, par définition, restreint au territoire national dans le cas de la comptabilité nationale. Aussi les performances de l'entreprise sont-elles directement perçues à travers le déploiement de leurs activités à l'étranger, impulsé par leurs stratégies d'internationalisation. La seconde différence porte sur les modalités de croissance des entreprises. Dans le cas de la comptabilité privée, ces modalités relèvent à la fois de la croissance interne, c'est-à-dire de l'accroissement

---

1. Le travail présenté ici s'inscrit dans le prolongement d'un article publié dans la revue *Horizons stratégiques*, n° 7, janvier-mars 2008, sous le titre : « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France ». Les éléments nouveaux apportés ici se situent sur deux plans.

1°) Au plan méthodologique, nous utilisons une source documentaire unifiée, à savoir les données fournies par « Thomson Financial, base Worldscope », ce qui nous permet de mobiliser un échantillon d'entreprises plus large que celles du CAC 40, en nous référant aux sociétés non financières de l'indice boursier SBF 250.

2°) Au plan thématique, la réflexion a été approfondie par rapport à deux questions essentielles. La première concerne la décomposition comptable du taux de rendement économique des entreprises, en prenant en compte le partage de la valeur ajoutée entre les salaires et les profits d'un côté, et l'intensité capitalistique de la production de l'autre. La seconde a trait à une décomposition fine des flux de trésorerie des entreprises en distinguant trois niveaux d'analyse : les opérations d'exploitation, *i.e.* la formation de l'autofinancement brut, les opérations d'investissement, *i.e.* la formation du *free cash flow*, les opérations de financement, *i.e.* les conditions d'utilisations du *free cash flow*.

## Encadré 1

**L'approche du comportement des grandes entreprises cotées à partir de leurs comptes consolidés**

L'approche du comportement des grands groupes fondée sur leurs comptes consolidés a pour principal mérite d'éliminer les flux intragroupes et les participations en capital qui conditionnent la détention de filiales par une tête de groupe. Elle permet d'éviter par conséquent les doubles comptes lorsque l'on agrège les comptes de résultats et les bilans des sociétés retenues dans l'échantillon <sup>1</sup>.

La composition de l'échantillon étudié à partir des données de « Thomson Financial, base Worldscope » est fixée en fonction des entreprises qui sont présentes dans l'indice SBF 250 à la date du 1<sup>er</sup> janvier 2008, et ceci indépendamment de leurs dates d'entrée dans l'indice sur la période étudiée, c'est-à-dire entre 1989 et 2007, dernière année connue au moment où les calculs ont été effectués. Selon cette règle, l'indice comprend 215 sociétés non financières au total.

L'approche par agrégation des comptes consolidés revient à créer une grande entreprise fictive dont le comportement refléterait le comportement moyen de l'ensemble des entreprises composant l'indice, faisant ainsi abstraction de leur hétérogénéité et de la nécessité de nuancer certaines conclusions en faisant apparaître des sous-groupes, notamment en fonction de leur appartenance sectorielle et de leur insertion sur le marché mondial. Toutefois pour éliminer les distorsions les plus manifestes, les calculs ont été opérés en excluant deux entreprises : Vivendi et France Telecom, compte tenu du poids de leur endettement à la fin des années 1990 et des vicissitudes qu'elles ont traversées dans les années 2000 pour redresser une situation désastreuse de surendettement.

1. B. Bachy, M. Sion (2005).

des capacités de production des établissements qu'elles détiennent, et de la croissance externe, c'est-à-dire de l'acquisition de nouvelles unités de production par le biais d'opérations de fusion-acquisition. Dans le cas de la comptabilité nationale, la procédure d'agrégation adoptée pour rendre compte de l'activité des entreprises conduit à éliminer les transferts d'unités de production entre elles, de sorte que seule la dimension interne de leur croissance subsiste. Or, les opérations de croissance externe menées par les grandes entreprises jouent un rôle déterminant dans leurs performances, puisqu'elles contribuent à redessiner leurs portefeuilles d'activité et à renforcer leurs pouvoirs de marché. La troisième différence a trait à l'évaluation du stock de capital immobilisé dans l'entreprise et à la mesure des moyens de financement dont elle a bénéficié et qui sont inscrits à son passif. Dans le cadre de la comptabilité privée, on dispose avec les bilans d'entreprise d'une évaluation exhaustive des montants du capital engagé à l'actif et d'une répartition précise de leurs modalités de financement au

passif, ce qui permet d'introduire une distinction rigoureuse entre fonds propres (capitaux propres et réserves) et dettes financières (dettes de marché et dettes bancaires). En revanche dans le cadre de la comptabilité nationale, il est nécessaire de reconstruire l'actif non financier des entreprises en ajoutant aux stocks en capital fixe une estimation de leurs besoins en fonds de roulement. Mais cette reconstruction ne procure qu'une évaluation incomplète de l'actif des entreprises et, surtout, elle ne permet pas de connaître les moyens de financement qui ont été mobilisés au passif en tant que fonds propres ou dettes (Picart, 2004) <sup>1</sup>.

Au-delà des différences de champ et de méthode d'évaluation, il convient de noter que la comptabilité nationale et la comptabilité privée obéissent à deux logiques différentes et qu'elles fournissent deux représentations de l'activité des entreprises répondant à des objectifs distincts. La première approche cherche à mettre en évidence les relations d'interdépendance qui s'établissent dans une économie monétaire entre des agents différenciés et séparés par le marché, afin de rendre compte du comportement d'ensemble de l'économie. La seconde approche se propose d'offrir aux directions d'entreprise, et par suite à leurs propriétaires et à leurs créanciers, un instrument d'aide à la décision stratégique dans un environnement concurrentiel. C'est cette dimension stratégique de la croissance des grandes entreprises et des moyens de financement qu'elles parviennent à se procurer que nous proposons d'examiner ici. Cela nous permettra de dessiner les principaux traits stylisés des grandes entreprises cotées à l'ère du capitalisme financier (Artus, 2009).

L'analyse sera menée en quatre étapes. Dans une première étape, nous montrerons que les performances financières des grandes entreprises s'expliquent à la fois par un redressement significatif de leur rentabilité économique à partir du milieu des années 1990 et, surtout, par un puissant effet de levier qui s'exerce à partir de la même date. Dans une seconde étape, nous verrons que la hausse tendancielle de leur rendement économique se fonde sur un accroissement déterminant de leur taux de marge et sur un développement accéléré de leurs activités à l'étranger dans la seconde moitié des années 1990. Nous en déduisons que les grandes entreprises cotées ont réussi à répondre aux attentes des actionnaires par une politique généreuse de distribution de dividendes, mais sans compromettre pour autant leurs capacités d'autofinancement de l'investissement. Dans une troisième étape, nous chercherons à approfondir ce constat en nous interrogeant sur la formation des ressources d'autofinancement brut des grandes entreprises et sur leur utilisation, afin de comprendre comment les directions d'entreprise ont su trouver un compromis entre les intérêts des actionnaires à

1. Indiquons par ailleurs que l'actif des entreprises est évalué en prix historiques dans le cas de la comptabilité privée, alors qu'il est évalué en prix courants dans le cas de la comptabilité nationale, ce qui procure une nouvelle source de divergence lorsque l'on cherche à mesurer la rentabilité du capital en passant d'un système comptable à l'autre.

court terme qui portent sur une rémunération élevée des fonds propres de l'entreprise, et leurs intérêts à long terme qui nécessitent de privilégier l'investissement productif. Dans une quatrième étape, en guise de conclusion, nous nous proposerons de dégager les principales caractéristiques de la stratégie des grandes entreprises cotées en nous attachant à saisir l'adéquation entre leurs performances économiques et leurs performances financières. Nous soulignerons que les conditions de rentabilité du capital, qui ont prévalu entre 1996 et 2007, paraissent insoutenables à long terme. De fait, elles sont fondées sur un effet de levier et une croissance des profits, qui sont désormais incompatibles avec un taux de croissance modéré de l'économie dans un contexte de renchérissement du crédit bancaire.

### **I. Une progression de la rentabilité financière obtenue grâce à un puissant effet de levier**

Le premier trait caractéristique du capitalisme financier tient à la nécessité pour les grandes entreprises cotées d'atteindre le niveau élevé de rentabilité financière qui est attendu sur les marchés boursiers (Batsch, 2004). Cette rentabilité est mesurée par le ROE (*Return On Equity*) qui, par définition, rapporte le résultat net de l'entreprise (après paiement des intérêts et des impôts), auquel on ajoute les plus-values ou moins-values réalisées sur cession d'actifs, à la valeur comptable des fonds propres de l'entreprise, c'est-à-dire au montant du capital appartenant aux seuls actionnaires. Ce taux de rendement, propre à la détention d'actions, possède la propriété de pouvoir s'élever au-dessus de la rentabilité économique de l'entreprise qui est mesurée, quant à elle, par le ROCE (*Return On Capital Employed*). Par définition, ce taux rapporte le profit total de l'entreprise (en incluant les impôts et les charges d'intérêts, mais en excluant en revanche les plus-values ou moins-values sur cession d'actifs), au capital total engagé, c'est-à-dire à la somme des fonds propres et des dettes financières. Selon ces définitions, la rentabilité financière de l'entreprise devient supérieure à sa rentabilité économique, dès que le taux d'intérêt moyen auquel l'entreprise a contracté ses dettes financières est moins élevé que sa rentabilité économique (encadré 2). Par ailleurs, pour un taux d'intérêt donné, l'écart entre la rentabilité financière et la rentabilité économique sera d'autant plus important que le taux d'endettement de l'entreprise, mesuré par le rapport entre ses dettes financières et ses fonds propres, est élevé. L'écart obtenu sous l'action de ces deux mécanismes, désignés sous le terme d'effet de levier, répond à une nécessité économique. En effet, il a pour fonction de couvrir la prime de risque qui mesure la différence entre le taux de rendement escompté des titres boursiers (titres risqués) et le taux d'intérêt rémunérant les créances (titres moins risqués). Mais l'évaluation de la prime de risque qui relève d'une prévision concernant la capacité des entreprises à générer des profits dans le futur est soumise à de fortes

## Encadré 2

**Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier**

L'effet de levier est recherché par les directions d'entreprise à travers leurs stratégies de financement du capital immobilisé qui impliquent d'effectuer un arbitrage entre fonds propres et dettes. Cet effet a pour objectif d'accroître la rentabilité financière dont bénéficient les actionnaires (en tant que propriétaires des fonds propres), par rapport au coût de l'endettement qui se traduit par le versement d'intérêts aux créanciers (rémunérant crédits bancaires ou dettes de marché). Cette différence de rendement se justifie *a priori* par une différence de risque pris par les détenteurs d'actifs financiers, mais l'appréciation portée dans la pratique sur l'importance que doit atteindre cette différence constitue un sujet éminent de controverse en finance d'entreprise.

L'effet de levier est obtenu à travers deux mécanismes :

- l'écart entre le taux de rentabilité économique du capital total immobilisé dans l'entreprise et le taux d'intérêt moyen auquel sont rémunérées les dettes, ce qui permet de rétribuer les fonds propres à un taux de rendement supérieur au taux de rentabilité économique ;
- le taux d'endettement de l'entreprise auprès des créanciers, dont l'accroissement a pour conséquence, pour un taux moyen d'intérêt donné, d'alléger le coût de financement du capital et d'accroître ainsi la part du profit réalisé qui échoit aux actionnaires.

Pour mesurer cet effet au plan comptable, il convient de décomposer le profit de l'entreprise selon les différentes formes de rémunération du capital, c'est-à-dire selon la nature des capitaux engagés :

- le profit net ( $P_n$ ) de l'entreprise après impôts est réparti entre les créanciers qui perçoivent des intérêts ( $INT$ ) et les actionnaires qui détiennent le résultat net ( $R_n$ ), correspondant à la somme des dividendes versés ( $DIV$ ) et du profit retenu dans l'entreprise ( $Aut$ ), soit :

$$P_n = INT + R_n \quad \text{avec : } R_n = DIV + Aut ;$$

- le capital engagé ( $K$ ) se répartit, quant à lui, entre dettes financières ( $D$ ) et fonds propres ( $FP$ ), soit :

$$K = D + FP.$$

En tenant compte des trois formes prises par le profit et par le capital immobilisé, on distingue trois taux de rendement :

- ( $r_e$ ) la rentabilité économique de l'entreprise qui rapporte le profit net total au capital total engagé, soit :

$$r_e = P_n / K ;$$

- ( $i$ ) le taux d'intérêt moyen, auquel l'entreprise a contracté ses dettes au cours du temps, qui rapporte les intérêts versés au montant de ses dettes financières, soit :

$$i = INT / D ;$$

■ ■ ■

■ ■ ■

- ( $r_f$ ) sa rentabilité financière qui rapporte le résultat net aux seuls fonds propres, soit :

$$r_f = R_n / FP.$$

En utilisant les relations comptables définies ci-dessus, on obtient la formule de l'effet de levier qui détermine la rentabilité financière de l'entreprise :

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

Cette formule permet d'isoler deux facteurs explicatifs dans l'effet de levier :

- ( $r_e - i$ ) l'écart entre le taux de rendement économique du capital engagé et le taux d'intérêt implicite inhérent aux dettes financières de l'entreprise ;

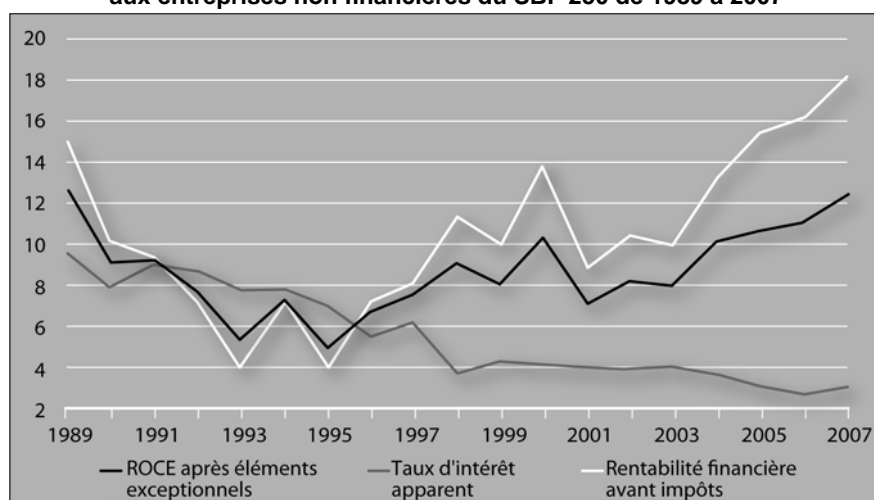
-  $D / FP$  le « levier » proprement dit qui résulte du taux d'endettement de l'entreprise rapportant le montant des créances aux fonds propres.

incertitudes et peut ainsi pâtir d'une sous-évaluation ou, au contraire, d'une surévaluation de la part des opérateurs financiers à l'origine d'une instabilité des marchés financiers et de crises récurrentes.

### 1.1. Un accroissement de la rentabilité financière fondé avant tout sur un écart de taux

La décomposition comptable de l'effet de levier dont bénéficie la rentabilité financière des grandes entreprises cotées en France conduit à un constat sans ambiguïté (graphique 1). De 1989 à 1995, la baisse parallèle

**Graphique 1. Décomposition comptable de l'effet de levier bénéficiant aux entreprises non financières du SBF 250 de 1989 à 2007**



N.B. : Le « taux d'intérêt apparent » auquel l'entreprise doit faire face est calculé en rapportant la totalité des intérêts qu'elle verse au total de ses dettes.

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

du taux de rendement économique et du taux d'intérêt s'explique successivement par le contexte de désinflation qui caractérise la fin des années 1980, puis par l'atonie de la croissance au début des années 1990. A partir de 1996, on constate en revanche un redressement sensible du taux de rendement économique, tandis que la baisse du taux d'intérêt se poursuit. Depuis cette date, la divergence entre les deux taux est à l'origine d'un effet de levier qui permet aux grandes entreprises cotées de faire face aux obligations de rendement attendues par les marchés financiers.

Au-delà des fluctuations imputables au cycle des affaires, marqué par une première phase récessive de 1993 à 1995, puis par une seconde de 2001 à 2003, on observe une hausse tendancielle du taux de rendement économique qui passe de 6 % en 1996, au moment de la reprise de l'activité, à plus de 9 % en moyenne de 1998 à 2000 (la première phase de haut de cycle), puis à plus de 11 % de 2004 à 2007 (la seconde phase de haut de cycle). A cette date, son niveau en valeur réelle est supérieur à celui observé à la fin des années 1980, si l'on corrige les taux nominaux du taux d'inflation. Parallèlement, le puissant effet de levier qui sous-tend la hausse du taux de rentabilité financière fait passer celle-ci de 6 % en 1996 à près de 12 % en moyenne de 1998 à 2000, puis à 16 % en moyenne de 2004 à 2007. Ce résultat mérite d'être souligné, puisque la hausse de la rentabilité financière par rapport à la rentabilité économique s'est accrue lorsque l'on compare les phases hautes des deux cycles respectivement antérieurs à la crise boursière de 2000-2002 et à la crise financière de 2008-2009.

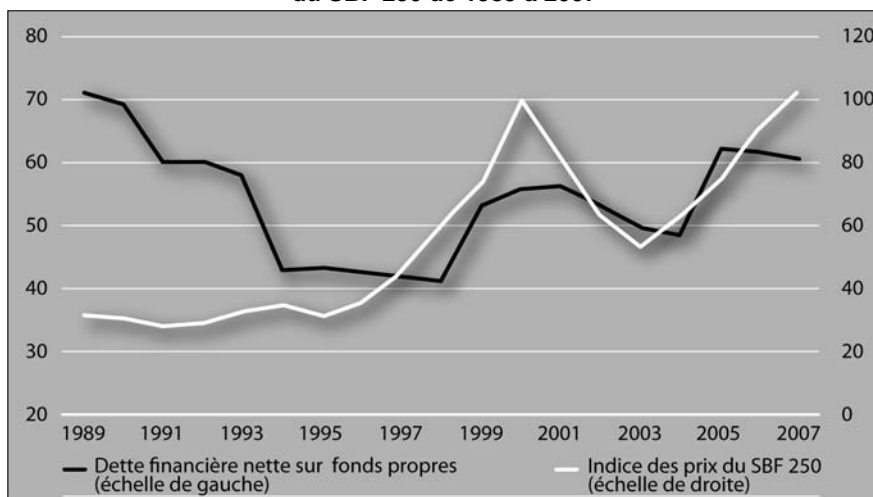
Les performances financières des grandes entreprises cotées s'expliquent principalement par la baisse du taux d'intérêt moyen portant sur l'ensemble de leurs dettes. Cette baisse fait passer le taux d'intérêt de 6 % en 1996 à près de 3 % en 2007, soit une réduction de moitié. Son action sur la rentabilité financière est décisive, parce que la baisse de taux s'effectue de façon pratiquement continue. Rappelons en effet que la stabilité du taux d'intérêt qui dessine un palier entre 2001 et 2003 correspond à la phase de redressement des bilans des entreprises consécutive aux violentes turbulences qui ont secoué les marchés boursiers au début des années 2000.

### ***1.2. Des mouvements d'endettement et de désendettement fortement corrélés aux fluctuations des cours boursiers***

Les mouvements qui affectent le taux d'endettement des grandes entreprises ont pour résultat d'amplifier ou d'atténuer l'effet de levier imputable à un écart croissant entre la rentabilité économique des entreprises et le taux d'intérêt moyen. Toutefois, le comportement d'endettement des entreprises se modifie fortement non seulement au cours du déroulement d'un cycle, ce qui constitue un résultat attendu, mais aussi, sinon surtout, d'un cycle à l'autre, ce qu'il convient de souligner ici (graphique 2).



**Graphique 2. Taux d'endettement des entreprises non financières du SBF 250 de 1989 à 2007**



N.B. : Le taux d'endettement est défini comme le rapport entre dettes financières et fonds propres.  
Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Telecom.

En effet, de 1989 à 1994, on assiste à un désendettement massif des entreprises dont le taux diminue de 77 % en 1989 à 46,5 % en 1994, soit une contraction de 30,5 points. Il s'ensuit que l'effet de levier a été pratiquement nul au cours de la période. S'ouvre alors une longue phase de stabilité qui est interrompue après 1998 par une hausse brutale du taux d'endettement sur deux années consécutives, c'est-à-dire dans la phase où ont culminé l'euphorie boursière et l'emballement de l'activité des entreprises, ce qui permet aux actionnaires de bénéficier pleinement de l'effet de levier à un moment où la baisse du taux d'intérêt marque le pas. Le taux d'endettement se stabilise en 2001 à 60,5 % sous l'effet des coups de boutoir de la crise boursière qui imposent aux entreprises une nouvelle phase de désendettement. Mais celle-ci n'a ni la même ampleur, ni la même durée qu'entre 1989 et 1994. A trois années de désendettement qui font chuter le taux d'endettement à 51 % en 2004 succède une nouvelle phase de hausse au moment où les cours boursiers ont eux-mêmes retrouvé une nouvelle vigueur. En 2007, à la veille de la crise financière, le taux d'endettement s'élève à 62,5 % c'est-à-dire au-dessus du niveau atteint juste avant la crise boursière de 2000-2002. Ce constat est préoccupant pour deux raisons.

En premier lieu, la baisse du taux d'intérêt semble avoir atteint un seuil plancher, et il y a tout lieu de s'attendre à une hausse sensible ultérieurement, comme en témoignent les signes avant-coureurs d'un retournement amorcé en 2007. En second lieu, dans l'incapacité de définir *a priori* un niveau à partir duquel on puisse juger du surendettement des entreprises, c'est de fait l'éclatement de la crise financière elle-même qui révèle l'existence

d'une situation latente de surendettement. Il y a donc tout lieu de prévoir que les entreprises vont à nouveau être contraintes de redresser leurs bilans dans les années à venir. Mais contrairement à ce qui s'est passé au début des années 2000, ce redressement devra s'effectuer dans un contexte de hausse du taux d'intérêt que les pouvoirs publics auront du mal à contenir.

## **II. Une hausse de la rentabilité économique fondée sur un accroissement du taux de marge**

La hausse de la rentabilité économique des grandes entreprises cotées, observée sur la période de 1996 à 2007, repose sur deux séries de facteurs. La première tient à la hausse de leur taux de marge alors que le poids de leurs immobilisations en capital par rapport à la valeur ajoutée ne se modifie pratiquement pas. La seconde provient de leur internationalisation accélérée, notamment entre 1998 et 2001, ce qui a pour effet de stimuler l'accroissement du taux de marge. Examinons successivement ces deux phénomènes, afin d'étudier ensuite comment les directions d'entreprise vont utiliser l'accroissement des profits réalisés. Pour cela, nous nous intéressons à leur politique de distribution de dividendes et à leur comportement d'autofinancement de l'investissement.

### **II.1. Une augmentation décisive du taux de marge face à une immobilisation maîtrisée du capital**

Pour étudier les forces qui sous-tendent l'évolution du taux de rentabilité économique d'une entreprise ( $r_e$ ), il convient d'interpréter ce taux comme la résultante de deux phénomènes contradictoires (encadré 3). Le premier provient de l'évolution du taux de marge de l'entreprise ( $m$ ) qui rapporte le profit net à la valeur ajoutée et qui exerce par conséquent un effet positif sur le taux de rendement en agissant sur son numérateur. Le second phénomène résulte de l'évolution de l'intensité capitaliste de la production de l'entreprise ( $v$ ) qui rapporte le stock de capital immobilisé à la valeur ajoutée et qui exerce, quant à lui, un effet négatif sur le taux de rendement en agissant sur son dénominateur.

Le premier ratio mesure la profitabilité de l'entreprise, c'est-à-dire la capacité de la direction à opérer un prélèvement sur la valeur nouvellement créée dans l'entreprise par l'emploi du travail salarié, afin de rémunérer les détenteurs du capital, en tant qu'actionnaires ou créanciers. Ainsi, une hausse du taux de marge indique que la croissance des salaires réels versés aux salariés est plus faible que celle de la productivité moyenne du travail. Ce mécanisme s'exerce au niveau microéconomique, soit directement par rapport à la main-d'œuvre employée par l'entreprise, soit indirectement sous l'effet de l'obtention d'une rente par rapport à ses fournisseurs ou

## Encadré 3

### La décomposition du taux de rendement économique en fonction du taux de marge de l'entreprise et de l'intensité capitalistique de la production

Le taux de rendement économique ( $r_e$ ) rapportant le profit net ( $P_n$ ) de l'entreprise au capital engagé ( $K$ ) peut être décomposé en deux éléments :

- le taux de marge de l'entreprise ( $m$ ) qui mesure le rapport entre le profit net ( $P_n$ ) et la valeur ajoutée ( $VA$ ),

soit :  $m = P_n / VA$  ;

- l'intensité capitalistique de la production ( $v$ ) qui mesure le rapport entre le capital engagé ( $K$ ) et la valeur ajoutée ( $VA$ ),

soit :  $v = K / VA$  ;

de sorte que :  $r_e = m / v$ .

Cette décomposition permet de montrer, conformément à la démarche macroéconomique d'inspiration néo-cambridgienne, développée notamment par Kalecki et Kaldor <sup>1</sup>, que la formation du taux de profit de l'entreprise résulte de l'action de deux phénomènes contradictoires qui agissent respectivement sur le numérateur et le dénominateur de ce taux.

D'un côté, le taux de marge de l'entreprise rapporte deux flux, le profit net et la valeur ajoutée. Il mesure par conséquent la rentabilité de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à prélever une partie de la valeur nouvellement créée par l'emploi du travail salarié afin de rémunérer la propriété du capital, détenue soit sous forme de créances, soit sous forme d'actions. En évolution, la hausse du taux de marge signifie que les salaires réels versés aux salariés progressent moins vite que la productivité moyenne du travail, de sorte que, pour des prix de marché donnés, les coûts salariaux par unité de biens produits diminuent.

De l'autre, l'intensité capitalistique de la production, ou le coefficient de capital selon la terminologie néo-cambridgienne, rapporte un stock à un flux, la valeur du capital immobilisé dans le processus de production à la valeur ajoutée. Il mesure le poids des immobilisations en capital que l'entreprise doit supporter lorsqu'elle engage le processus de production. Ce poids a tendance à s'alourdir avec le temps pour des raisons à la fois technique et financière, ce qui pénalise le taux de profit si les directions d'entreprise ne prennent pas des mesures pour contrecarrer leurs effets négatifs.

Le poids du capital immobilisé dans le processus de production peut être accru sous l'effet de deux facteurs :

- Le premier facteur tient au processus de substitution du capital au travail qui conditionne, en règle générale, l'introduction du progrès technique et, par suite, l'obtention de gains de productivité. Bien que dominant dans l'histoire du développement du capitalisme, ce phénomène peut être atténué, voire contrecarré, par des économies dans le montant du capital immobilisé ou par des gains de productivité dans la production de biens en capital, comme on peut le constater dans la période récente sous l'effet notamment de la révolution numérique et de nouvelles formes d'organisation des entreprises.

■ ■ ■

■ ■ ■

- Le second facteur résulte de la nécessité pour la direction de l'entreprise de combiner les stratégies de croissance interne et de croissance externe. En effet, la croissance externe se traduit par une acquisition du capital non pas aux prix qui se forment sur le marché des biens en capital, comme cela est le cas de la croissance interne, mais aux prix qui sont pratiqués sur le marché financier et qui s'appliquent aux transferts de propriété d'unités de production déjà existantes. La différence entre ces deux prix détermine le « *goodwill* » ou la « survaleur » accumulée à l'actif des groupes à la suite d'opérations de fusion-acquisition. Ces dernières alourdissent le poids du capital immobilisé dans l'entreprise et augmentent par conséquent les risques encourus. Il faut donc que les enjeux soient de taille pour que les entreprises préfèrent une croissance externe à une croissance interne.

Parmi ces enjeux, il convient de souligner celui qui prend le plus souvent le devant de la scène : l'accroissement du pouvoir de marché détenu par l'entreprise dans les activités qu'elle estime stratégiques. Par ailleurs, on comprend facilement que le phénomène de concentration et de centralisation du capital qui se manifeste à travers les opérations de fusion-acquisition témoigne du fait que la contrainte qui pèse sur le processus de production n'est pas uniquement une contrainte d'ordre technologique et organisationnelle, comme on le croit souvent, mais qu'elle est aussi, sinon surtout, une contrainte d'ordre économique, qui résulte des conditions de la concurrence qui règnent sur un marché.

On peut approfondir l'analyse de l'intensité capitaliste ( $v = K / VA$ ) en décomposant ce ratio en deux éléments :

- le capital immobilisé par unité de biens offerts ( $k_{ca} = K / CA$ ), la valeur des biens offerts étant mesurée par le chiffre d'affaires de l'entreprise ;
- le degré d'intégration de l'entreprise, mesuré en rapportant la valeur ajoutée au chiffre d'affaires ( $va_{ca} = VA / CA$ ).

1. Voir Marc Lavoie (2004). On peut aussi reconnaître la démarche de Marx qui utilise des ratios similaires, taux de plus-value et composition organique du capital pour exprimer le partage de la valeur nouvellement créée entre les profits et les salaires, ainsi que le poids du capital immobilisé dans le processus de production.

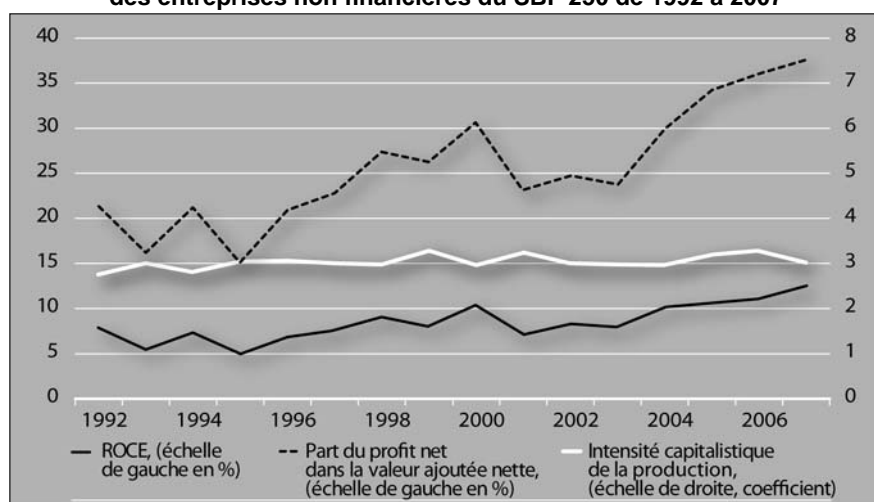
à ses concurrents qui ne disposent pas d'un même pouvoir de marché. Quelle qu'en soit l'origine, c'est le décrochage entre la progression des salaires et les gains de productivité qui est à l'origine de la hausse du taux de marge des entreprises.

Le second ratio est plus délicat à interpréter parce qu'il prend en compte l'ensemble des contraintes d'ordres technologique et économique qui pèsent sur le processus de production. En effet, la stratégie de développement des grandes entreprises se traduit à la fois par une croissance interne et une croissance externe. La croissance interne conduit à accroître le stock de capital immobilisé dans les établissements déjà existants de l'entreprise afin d'augmenter ses capacités de production et d'améliorer son efficacité, tandis que la croissance externe consiste pour l'entreprise à s'adjoindre de

nouveaux établissements à travers des opérations de fusion-acquisition afin de recomposer son portefeuille d'activité et d'accroître son pouvoir de marché. Autrement dit, l'intensité capitalistique de la production reflète l'ensemble des moyens en capital que l'entreprise immobilise pour répondre aux impératifs de compétitivité auxquels elle doit faire face (encadré 3).

De fait, la hausse du taux de rendement économique des grandes entreprises cotées sur toute la période de 1996 à 2007 s'explique presque entièrement, au-delà de son caractère cyclique, par la hausse de leur taux de marge <sup>1</sup> (graphique 3). En effet, l'intensité capitalistique de la production ne se modifie pratiquement pas, quelles que soient les phases expansives, 1996-2000 et 2004-2007, considérées. On observe néanmoins une légère hausse sous l'effet des deux grandes vagues de fusion-acquisition survenues en 1998-2000 et en 2005-2006.

**Graphique 3. Décomposition du taux de rendement économique des entreprises non financières du SBF 250 de 1992 à 2007**

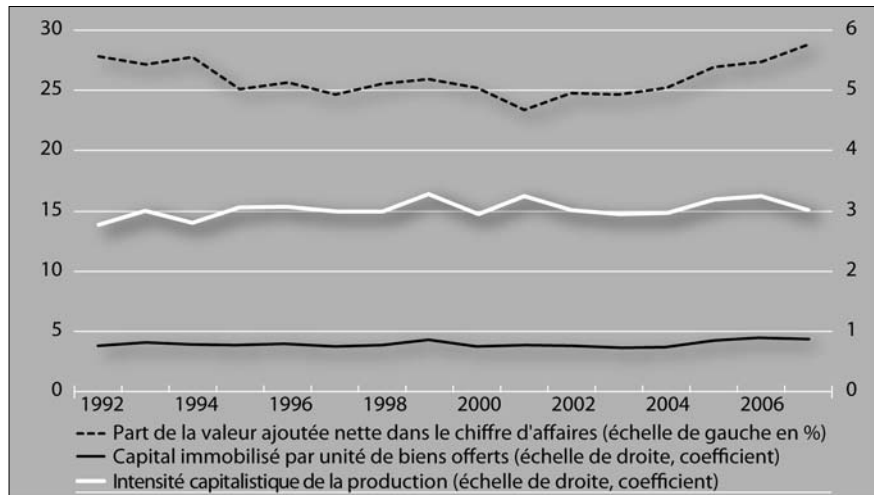


Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250, hors Vivendi et France Telecom.

Ce point de vue est confirmé lorsque l'on poursuit l'analyse en tenant compte du fait que l'intensité capitalistique de la production est elle-même le résultat de deux forces opposées (encadré 3). D'un côté, elle augmente sous l'effet d'un accroissement du capital immobilisé par unité de biens offerts. Et de l'autre, elle diminue lorsque le degré d'intégration de l'entreprise augmente. Or, force est de constater que le premier ratio, le capital immobilisé par unité de biens offerts, demeure stable au cours du temps (graphique 4). S'il fléchit légèrement pendant la période de réajustement des

1. Ce phénomène perçu au plan microéconomique des grandes entreprises du SBF 250 souligne l'intérêt qu'il convient d'accorder à la baisse de la part salariale observée au plan macroéconomique en France (Husson, 2009).

**Graphique 4. Décomposition de l'intensité capitalistique de la valeur de la production des entreprises non financières du SBF 250 de 1992 à 2007**



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

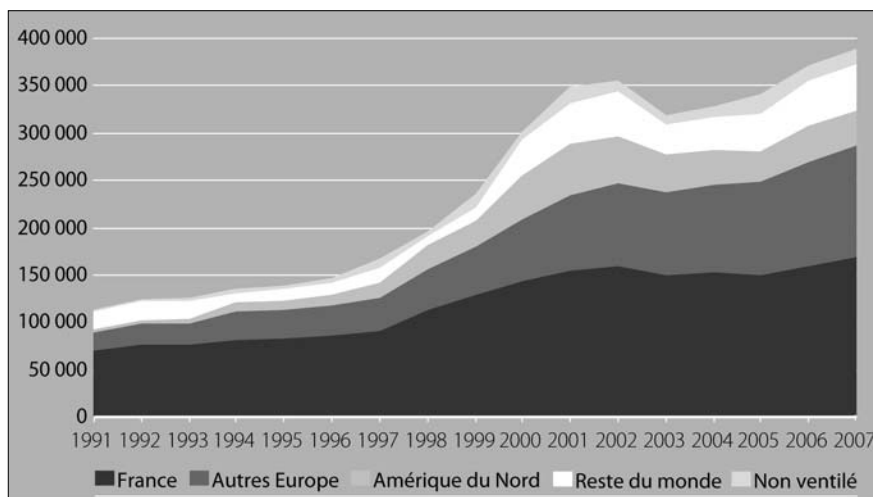
bilans en 2001-2003, il remonte ensuite en 2004-2007 à un niveau à peine supérieur à celui des années 1996-2000. De même, force est de reconnaître que le degré d'intégration des grandes entreprises cotées a plutôt tendance à diminuer tout au long des années 1990, ce qui exerce une pression à la hausse sur l'intensité capitalistique de la production. Ce double constat jette un sérieux doute sur le discours dominant concernant les stratégies de recentrage et d'économies en capital des grands groupes<sup>1</sup>. Certes, après 2001, le mouvement s'inverse, mais dans une proportion insuffisante pour exercer une influence significative et positive sur l'intensité capitalistique de la production.

## **II.2. Un développement accéléré des grandes entreprises à l'international**

A la différence des phénomènes que nous venons d'étudier concernant l'immobilisation du capital dans le processus de production, le développement de l'activité des grandes entreprises cotées à l'étranger joue un rôle déterminant dans la hausse de leur rentabilité (Delaveau, du Tertre, 2007). Entre 1997 et 2002, on assiste à une accélération sans précédent de leur degré d'internationalisation, mesuré par la part du chiffre d'affaires qu'elles réalisent à l'étranger (graphique 5). Ce déploiement de leurs activités se traduit par de vastes opérations de fusion-acquisition et provoque en fin de

1. Sur la notion de recentrage, voir Batsch (2002). Nos observations corroborent les analyses menées par L. Gonzalez et C. Picart, « Diversification, recentrage et poids des activités de support dans les groupes (1993-2000) », Document de travail, INSEE, 2006.

**Graphique 5. Répartition géographique du chiffre d'affaires des entreprises non financières du SBF 250 de 1991 à 2007 (en millions d'euros)**



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

période, comme nous l'avons signalé plus haut, un accroissement de leur taux d'endettement (Dervieux, 2003 ; Picart, 2003). Interrompue pendant la période d'ajustement en 2003-2005, l'internationalisation se poursuit en 2006-2007, suscitant une relance des opérations de fusion-acquisition et un retournement brutal de leur taux d'endettement à la hausse.

Sur l'ensemble de la période 1991-2007, le redéploiement de l'activité des grandes entreprises cotées de France vers l'étranger est considérable, puisque celles-ci ne réalisent plus en moyenne que 43 % de leurs chiffres d'affaires sur le territoire national en fin de période, contre 62 % en début (tableau 1). On observe en outre que cette réorientation d'activité bénéficie surtout aux pays d'Europe, et dans une moindre mesure aux pays

**Tableau 1. Répartition géographique du chiffre d'affaires des entreprises non financières du SBF 250 en 1991 et 2007 (en %)**

	1992	2007	Variation en pts
France	50,6	40,4	-10,2
Europe	25,6	31,8	6,2
Amérique du Nord	4,7	10,6	5,9
Reste du monde	18,0	13,0	-5,0
Non ventilé	1,1	4,2	3,1
Total	100,0	100,0	

NB : Données disponibles sur un échantillon fixe de 47 groupes.

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

d'Amérique du Nord. Ce constat implique d'admettre que c'est moins la recherche d'économies en main-d'œuvre que la dynamique de la demande sur les marchés étrangers qui guide la stratégie d'internationalisation des grandes entreprises. Et l'on comprend aussi que, fortes des positions monopolistiques qu'elles occupent et qui leur confèrent un avantage de marge, les grandes entreprises vont être en mesure de bénéficier plus que toutes autres de la baisse de la part salariale qui affecte l'ensemble des pays développés, et surtout les pays européens (Husson, 2008).

### **II.3. Une progression soutenue des dividendes compatible avec un accroissement des capacités d'autofinancement de l'investissement**

Il reste maintenant à étudier comment les directions d'entreprise ont utilisé les profits que la hausse du taux de marge a permis d'accumuler depuis 1996. Une question primordiale, au centre des débats, consiste à se demander si la financiarisation de la stratégie des grandes entreprises s'est traduite par une politique de distribution généreuse de dividendes au détriment de leurs capacités de financement de l'investissement. Il s'agit ainsi de savoir si les exigences de rendement financier à court terme, imposées par les marchés financiers et le poids croissant des investisseurs institutionnels, ne l'ont pas emporté sur les préoccupations de rendement économique à long terme, de sorte que l'investissement s'en trouverait pénalisé.

Un premier examen des données fournies par les comptes de résultats des entreprises permet d'affirmer que la croissance des dividendes distribués, aussi impressionnante soit-elle, ne pèse pas véritablement sur leurs capacités d'autofinancement de l'investissement, sauf dans les périodes de creux de cycle. En revanche, on assiste à un décrochage significatif entre leur taux de marge et leur taux d'investissement ; ce décrochage est de nature à soulever de fortes inquiétudes (tableau 2 et graphique 6)<sup>1</sup>. Les comptes de résultats des entreprises font ressortir quatre faits majeurs concernant la destination des profits réalisés.

Le premier constat tient à la progression continue des dividendes versés aux actionnaires depuis 1996, en dépit d'une volatilité des profits durant la crise boursière de 2000-2002 et la phase de restructuration des bilans qui s'en est suivie. La politique de distribution de dividendes menée par les directions d'entreprise répond à deux objectifs : à long terme il s'agit d'accroître la rémunération du capital investi par les actionnaires, et à court terme il s'agit de soutenir le cours de Bourse, ce qui confère à la distribution de dividendes un caractère contra-cyclique (du Tertre, Guy, 2008). Aussi la part des dividendes dans la valeur ajoutée brute est-elle passée de

1. Pour des raisons de fiabilité statistique, il convient de raisonner par rapport à la valeur ajoutée brute et le profit brut lorsque l'on s'intéresse au comportement d'investissement des entreprises et à ses conditions de financement, et non par rapport à la valeur ajoutée nette et le profit net, comme précédemment, lorsque l'on se préoccupe de questions de rendement.



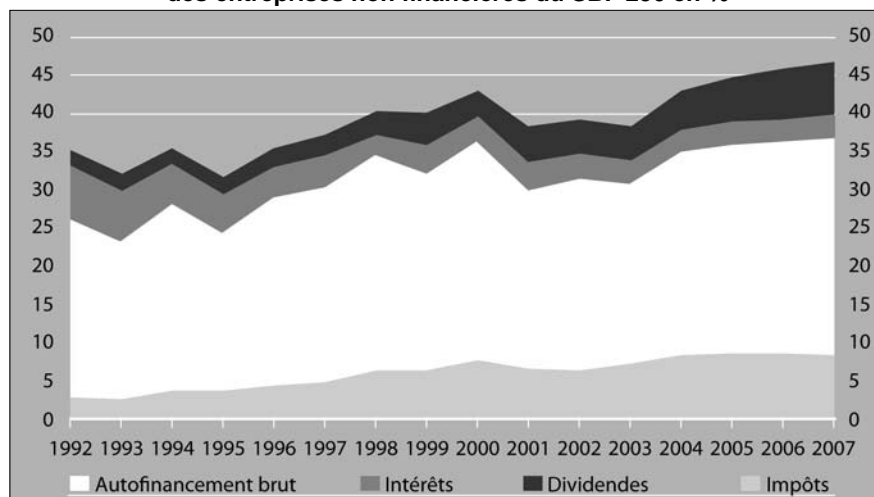
**Tableau 2. Evolution de la répartition de la valeur ajoutée brute des entreprises du SBF 250, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement**

Moyenne par période en % de la VA brute	1992 1995 %	Vari- ation en pts	1996 2000 %	Vari- ation en pts	2001 2003 %	Vari- ation en pts	2004 2007 %	92-95 04-07 en pts
<b>Répartition de la valeur ajoutée brute</b>								
Salaires	66,4	-6,2	60,2	1,2	61,4	-6,6	54,8	-11,6
Impôts	3,3	3,0	6,3	0,5	6,8	1,8	8,6	5,3
Profit brut après impôts	30,3	3,2	33,5	-1,7	31,8	4,8	36,6	6,3
<b>Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires</b>								
Intérêts versés	6,3	-2,5	3,8	-0,3	3,6	-0,5	3,1	-3,2
Résultat brut	24,0	5,7	29,7	-1,5	28,2	5,3	33,5	9,5
<b>Affectation du résultat brut entre dividendes distribués et capacité d'autofinancement</b>								
Dividendes versés	2,0	1,2	3,2	1,3	4,5	1,7	6,2	4,2
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
<b>Dépense d'investissement brut et son financement</b>								
= Investissement brut	24,7	8,5	33,2	-9,6	23,6	2,2	25,8	1,1
Autofinancement brut	22,0	4,5	26,5	-2,8	23,7	3,6	27,3	5,3
± Financement externe	2,7	4,0	6,7	-6,8	-0,1	-1,4	-1,5	-4,2

N.B. : L'interprétation de l'évolution de la répartition de la de valeur ajoutée brute, de l'investissement brut et de son financement doit tenir compte de la place occupée par la période considérée dans le déroulement du cycle des affaires. Selon cette perspective, ont été distinguées les phases montantes et descendantes, les premières sont délimitées par les dates de reprise et de pic, les secondes par les dates de ralentissement et de creux.

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

**Graphique 6. Décomposition de la valeur ajoutée brute des entreprises non financières du SBF 250 en %**



NB : Le total en % : impôts + intérêts + dividendes + autofinancement brut = taux de marge brut en %.

La part salariale en % de la valeur ajoutée constitue la part complémentaire du taux de marge brut.

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

2,0 % en 1992-1995 à 6,2 % en 2004-2007. Elle a donc plus que triplé, ce qui représente une augmentation considérable des profits distribués, imputable à l'accroissement du taux de marge des entreprises qui a accompagné ce mouvement <sup>1</sup>.

Le second constat porte sur la contraction des charges d'intérêts intervenue parallèlement à la progression des dividendes versés. En effet, les directions de grandes entreprises ont pu pratiquer d'autant plus facilement une politique dispendieuse de distribution de dividendes qu'elles ont profité d'une baisse massive des intérêts versés aux créanciers. La diminution des charges d'intérêts observée est imputable non seulement à la poursuite du désendettement amorcé à la fin des années 1980, mais aussi, sinon surtout, à la baisse continue du taux d'intérêt moyen auquel les entreprises ont renouvelé leurs dettes. La part des intérêts versés aux créanciers a ainsi diminué de 6,3 % en 1992-1995 à 3,1 % en 2004-2007, ce qui représente la moitié des dividendes payés aux actionnaires à la même date. La part du profit redistribué aux détenteurs d'épargne n'a donc pratiquement pas varié sur toute la période étudiée, puisqu'elle passe de 8,3 % en 1992-1995 à 9,3 % en 2004-2007.

Le troisième constat conduit à souligner que les actionnaires bénéficient d'un accroissement de revenu qui va bien au-delà de l'accroissement des dividendes versés, car il faut tenir compte du profit qui est retenu dans l'entreprise comme moyen d'autofinancement de l'investissement et qui appartient, il faut le rappeler, aux actionnaires. Deux mouvements méritent d'être soulignés, car ils montrent comment les directions d'entreprise ont réussi à répondre aux intérêts des actionnaires à la fois à court et à long termes. D'un côté, l'accroissement des dividendes qui leur sont versés (+ 4,2 points) se substitue presque entièrement à la diminution des intérêts payés aux créanciers (- 3,2 points). De l'autre, la baisse de la part salariale qui passe de 66,4 % en 1992-1995 à 54,8 % en 2004-2007 (soit une baisse de 11,6 points) se partage pour moitié entre la hausse des impôts des entreprises (+ 5,3 points) et la hausse des capacités d'autofinancement de l'investissement (+ 5,3 points).

Vue sous cet angle, la progression des impôts prélevés sur le résultat net (de 3,3 % à 8,6 % de la valeur ajoutée brute) peut paraître surprenante étant donnée la réduction des taux d'imposition sur les sociétés décidée dans presque tous les pays développés durant la période et, plus encore, au *dumping* fiscal pratiqué par les nouveaux membres de l'Union européenne. En réalité, cet accroissement résulte avant tout de l'effet mécanique inhérent à la hausse du résultat brut des entreprises (+ 9,5 points) et, de fait, il reste par comparaison bien en deçà de celle-ci (+5,3 points).

1. Nous verrons plus loin, lors de l'étude des tableaux de financement des groupes, que les politiques de rachat d'actions jouent un rôle plutôt modeste au regard des politiques de désendettement (cf. *infra*:17-18).

En revanche, la progression des capacités d'autofinancement, qui passent de 22,0 % à 27,3 % de la valeur ajoutée brute de 1992 à 2007, en dit long sur le transfert de richesses vers les actionnaires. En effet, loin de mettre en compétition leurs intérêts à court terme, à savoir le versement de dividendes ou le rachat d'actions, et leurs intérêts à long terme, à savoir le réinvestissement des profits réalisés, les directions d'entreprise semblent rechercher un compromis qui préserve le rendement de la propriété du capital sur les deux horizons temporels. C'est dire le poids pris par les actionnaires dans la stratégie des entreprises à partir du milieu des années 1990 et qui relègue au second rang le rôle des créanciers. Encore faut-il ne pas se méprendre sur ce point, car l'accroissement des montants en niveau absolu contraste avec leur progression en valeur relative. A cet égard, la hausse des dividendes versés en euros apparaît spectaculaire.

Pour compléter le tableau, il importe d'effectuer un quatrième constat qui a trait au comportement d'investissement des grandes entreprises. En effet, on remarque que leur taux d'investissement, qui rapporte le montant de leurs investissements bruts à la valeur ajoutée brute qu'elles ont créée, a beaucoup diminué lorsque l'on prend soin de resituer la période considérée dans le déroulement du cycle des affaires. Selon cette perspective, ce taux apparaît du même ordre de grandeur dans la période de marasme économique en Europe en 1992-1995 (où il atteint 24,7 % de la valeur ajoutée) que dans la période d'ajustement de 2001-2003 après la crise boursière (où il se situe à 23,6 %). Cela souligne combien la crise boursière du début des années 2000 a pesé sur l'activité des grandes entreprises cotées. De surcroît, le taux d'investissement des grandes entreprises diminue dans des proportions saisissantes dès lors que l'on compare les phases ascendantes du cycle : la période de croissance soutenue de 1996-2000 enregistre un taux d'investissement de 33,2 %, alors qu'en période d'expansion de 2004-2007, ce même taux se cantonne au niveau de 25,8 %, accusant ainsi une différence de 7,4 points. Ce phénomène apparaît d'autant plus surprenant que, comme nous l'avons constaté plus haut, la rentabilité économique et, plus encore, la rentabilité financière des grandes entreprises se sont accrues toutes deux d'une période à l'autre.

Le dernier constat que nous venons de dresser soulève quelques difficultés lorsque l'on passe du point de vue microéconomique, celui de l'entreprise, au point de vue macroéconomique, celui de l'économie prise dans son ensemble. Certes, les comportements que nous commentons ici se déroulent dans un espace qui dépasse largement celui de l'économie nationale. Pourtant, étant donnée l'envergure économique des grandes entreprises sur le territoire national, il importe de s'interroger sur les conséquences de

l'écart entre taux de marge et taux d'investissement <sup>1</sup>. Calculé après impôts, cet écart est nécessairement détenu par les titulaires de titres financiers, soit sous forme de dividendes, soit sous forme d'intérêts. Ainsi, si ces sommes ne sont pas réinvesties dans des entreprises autres que celles qui appartiennent à l'échantillon étudié, cela signifie que la propension à consommer les profits augmente et qu'elle a pour corollaire un affaiblissement de l'incitation à investir. Or, c'est bien la situation qui prévaut depuis le début des années 2000, puisque l'écart entre taux de marge et taux d'investissement est pratiquement nul (0,3 %) au cours de la période de croissance intensive en 1996-2000, et qu'il s'accroît vivement par la suite. Ce changement intervient tout d'abord en 2001-2003, période durant laquelle la différence entre les deux taux atteint 8,2 %, ce qui n'est pas surprenant compte tenu du fléchissement de l'investissement et d'une distribution prodigue de dividendes à caractère contra-cyclique dans le but de soutenir les cours boursiers. En revanche, cet écart prend des proportions inquiétantes en 2004-2007 puisqu'ils s'élèvent à 10,8 % dans un contexte de regain d'activité. Avant d'apprécier les enjeux inhérents aux questions soulevées par cette évolution, il est nécessaire d'examiner préalablement de manière plus approfondie la stratégie d'investissement des grandes entreprises et les moyens financiers qu'elles mobilisent pour la mettre en œuvre.

### **III. Une stratégie d'investissement au service d'un arbitrage favorable aux intérêts à court et long terme des actionnaires**

En comptabilité privée, l'étude du comportement d'investissement des entreprises et de ses modalités de financement se fonde sur les tableaux de flux de trésorerie. Ces tableaux ont pour objectif de mesurer le flux de trésorerie qui est généré par l'activité et qui est disponible pour être investi ou redistribué aux actionnaires <sup>2</sup> (encadré 4). L'intérêt de ces tableaux est d'opérer une distinction entre trois catégories d'opération. Tout d'abord,

1. Une étude récente de l'INSEE (Givord, Picart, Toutlemonde, 2008) portant sur la situation financière des entreprises en France, à partir des données de la comptabilité nationale, montre que la hausse du taux de marge des entreprises leur a permis de verser davantage de dividendes sans dégrader leur taux d'épargne, désigné dans notre analyse sous le terme de capacité d'auto-financement de l'investissement, bien que celui-ci ait tendance à baisser depuis le début des années 2000. Ce constat est similaire à celui que nous avons effectué plus haut sur la base de la comptabilité privée des grandes entreprises cotées. En revanche, contrairement à l'observation que nous venons de faire selon laquelle le taux d'investissement s'est dégradé au cours de la reprise des années 2004-2007, cette étude souligne une hausse du taux d'investissement, d'un niveau supérieur en 2007 à celui atteint en 2000-2001, c'est-à-dire juste avant le retournement de conjoncture consécutive à la crise boursière de 2000-2002. Cette divergence de résultats se situe en partie dans les conditions de financement de l'investissement qui changent d'un cycle à l'autre. En effet, la baisse du taux d'épargne des entreprises, confrontée à une hausse du taux d'investissement, implique de faire appel au financement externe et donc à l'endettement. Il n'en reste pas moins que le problème de bouclage macroéconomique posé par la distorsion que nous venons de souligner entre taux de marge et taux d'investissement, observée à la fois du point de vue de la comptabilité nationale (l'analyse de l'INSEE) et du point de vue de la comptabilité privée (la nôtre), demeure entier.
2. Cette approche a été développée par L. Batsch (2006) sur un échantillon restreint au CAC20 et une période limitée aux années 2000-2005, ce qui nous amène à reconsidérer nombre de ses observations.

## Encadré 4

### Les notions d'autofinancement brut, d'investissement net et de *free cash flow* en comptabilité privée

Par définition, la notion d'autofinancement brut ou d'*operating cash flow* désigne le flux de trésorerie qui est disponible dans l'entreprise et qui résulte de son activité. Au plan comptable, son montant représente la somme :

- du résultat net de l'entreprise et des plus-values réalisées sur les cessions nettes d'actifs d'une part,
- des dotations d'amortissement et des provisions pour pertes prévisibles d'autre part, (en se souvenant que le résultat net de l'entreprise est calculé après versement des intérêts dus aux créanciers) ; ensuite se soustrait à cette somme :
- la variation du besoin en fonds de roulement de l'entreprise (BFR), puisqu'il s'agit d'un flux de trésorerie qui est immobilisé et donc indisponible pour développer ses activités.

L'autofinancement brut qui résulte de ce calcul constitue une grandeur stratégique pour l'entreprise, puisqu'il mesure la totalité des sommes monétaires qui sont disponibles dans l'entreprise soit pour être investies, soit pour être redistribuées aux détenteurs du capital en tant qu'actionnaires ou en tant que créanciers. Il s'agit ici d'une redistribution volontaire du profit de l'entreprise, puisque les intérêts dus pour rémunérer les dettes financières ont été déduits, comme nous venons de le signaler, afin d'obtenir le résultat net de l'entreprise. La redistribution de profit aux créanciers s'effectue par conséquent sous la forme de remboursement anticipé de dettes.

L'investissement net désigne le solde entre les acquisitions et les cessions de l'entreprise en matière d'immobilisations corporelles et incorporelles.

Il s'ensuit que le qualificatif de « net » renvoie à une soustraction comptable, et qu'en revanche la nature des dépenses effectuées relève, du point de vue de l'analyse économique, d'un investissement brut dans la mesure où elles sont financées en mobilisant les dotations aux amortissements, destinées à financer le remplacement des actifs devenus obsolètes.

Par ailleurs, le terme d'investissement recouvre trois catégories de dépenses :

- l'investissement productif qui désigne l'accroissement des capacités de production existant dans l'entreprise, et qui correspond par conséquent à des opérations de croissance interne ;
- l'acquisition d'entités de production qui sont cédées par d'autres entreprises, et qui relève par conséquent d'opérations de croissance externe ;
- l'investissement financier au sens strict qui concerne l'acquisition de parts minoritaires dans d'autres entreprises.

Bien qu'effectuée avant la consolidation des comptes, cette ventilation ne permet pas de distinguer la répartition entre les opérations de croissance

■ ■ ■

■ ■ ■

interne et de croissance externe, parce que les opérations d'investissement et de financement qui ne se traduisent pas par un flux de trésorerie ne figurent pas dans le tableau de flux <sup>1</sup>. En sont notamment exclues l'acquisition d'immobilisations corporelles par contrat de location et l'acquisition d'une entreprise payée par l'émission de nouvelles actions. Néanmoins, appréhendée en évolution, c'est-à-dire en profil, la distinction entre investissement productif et investissement financier fait ressortir l'importance que revêtent les opérations de croissance externe par rapport aux opérations de croissance interne.

Le *free cash flow* désigne quant à lui la différence entre l'autofinancement brut et l'investissement net. Ce solde mesure l'argent susceptible d'être rendu à la fois aux actionnaires et aux créanciers. Il importe surtout de noter que le *free cash flow* peut être positif ou négatif, selon que l'entreprise connaît des capacités ou des besoins de financement. Il faut par conséquent opérer une distinction entre :

- la distribution nette de dividendes versés aux actionnaires ;
- les opérations de financement proprement dites et inscrites au passif du bilan :
  - rachats d'actions (en cas de capacité de financement) ou émissions d'actions (en cas de besoin de financement) ;
  - désendettement (en cas de capacité de financement) ou endettement (en cas de besoin de financement).

Seules ces deux dernières catégories d'opérations permettent de comprendre comment l'entreprise gère les variations de ses immobilisations en capital. Encore faut-il se souvenir que les immobilisations d'actifs n'ayant pas généré de sorties de trésorerie ont été exclues, alors qu'elles seront réintégrées dans le bilan. Mais conformément à la remarque formulée plus haut, cela n'entache pas l'analyse menée en évolution.

Dans la pratique, il est possible de combiner plusieurs opérations de financement externe entre catégories d'actifs. De la sorte peuvent coexister rachats d'actions (débit noté +) et endettement (crédit noté -) ou bien, au contraire, émissions d'actions (crédit noté -) et désendettement (débit noté +). Et c'est bien entendu le solde final qui témoigne d'une « capacité de financement » (noté +) ou d'un « besoin de financement » (noté -).

1. Bachy, Sion (2005:216).

les opérations d'exploitation montrent comment l'entreprise dégage des ressources d'autofinancement brut, appelé *operating cash flow*, à partir de son activité. Ces ressources comprennent à la fois le résultat net de l'entreprise, après paiement des intérêts aux créanciers et après impôts, auquel s'ajoutent les dotations d'amortissement et les provisions pour pertes prévisibles. Ensuite, les opérations d'investissement mesurent les immobilisations en capital qui relèvent à la fois de la croissance interne de l'entreprise sous

forme d'investissement productif et de sa croissance externe sous forme d'investissement financier<sup>1</sup>. Enfin, les opérations de financement s'intéressent au solde de trésorerie, appelé *free cash flow*, qui résulte des deux opérations précédentes et qui appartient aux actionnaires de l'entreprise. Mais il faut surtout souligner que ce solde qui est utilisé pour payer les dividendes se traduit au final soit par une capacité de financement permettant un rachat d'actions ou un désendettement, soit, à l'inverse, par un besoin de financement impliquant une émission d'actions ou un endettement. On dispose ainsi d'un tableau complet concernant les choix d'investissement de l'entreprise, ainsi que ses modalités de financement qui ne deviennent arrêtées qu'après avoir intégré aux calculs la rémunération des actionnaires. Ces deux aspects seront examinés successivement dans les deux sous-parties qui suivent.

### **III.1. Un autofinancement brut en progression soutenue et régulière face à d'amples fluctuations de l'investissement**

Le premier phénomène, le plus frappant concernant la formation des ressources d'autofinancement brut, tient à la rupture qui survient en 1996 et qui amorce une phase de croissance soutenue et pratiquement ininterrompue jusqu'en 2007 (graphique 7). On constate seulement un fléchissement de ces ressources sur deux années en 2002-2003, à un moment où les directions d'entreprise sont contraintes d'ajuster la structure de leurs bilans compte tenu des pertes de valeur subies à l'actif et causées par la crise boursière de 2000-2002. S'il existe un changement significatif des ressources au cours de cette période de douze ans, et il est réel, il faut le chercher non du côté de leurs montants, mais du côté de leur origine (tableau 3).

En effet, la formation de l'autofinancement brut comporte deux sources essentielles : en premier lieu le résultat net, auquel s'ajoutent les plus-values ou les moins-values consécutives à des cessions d'actifs ; en second lieu les dotations d'amortissement et les provisions pour pertes prévisibles. Or, ces deux catégories de ressources représentent l'une et l'autre des montants pratiquement équivalents pendant les périodes de forte croissance en 1996-2000 et en 2004-2007, soit près de la moitié chacune de l'autofinancement brut. Ce constat tranche nettement par rapport à la période 1989-1995 durant laquelle le résultat net atteint en moyenne 60 % de l'autofinancement brut, et par rapport à la période 2001-2003 durant laquelle les dotations d'amortissement et, plus encore, les provisions pour

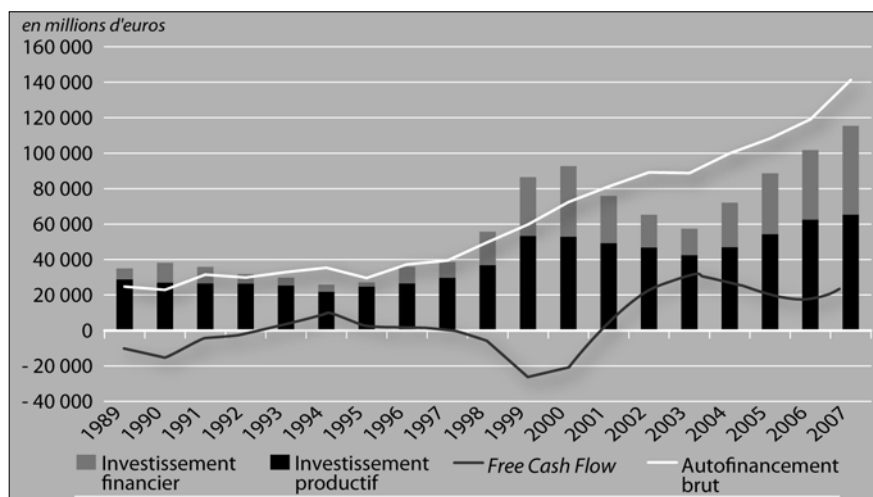
1. Comme le souligne l'encadré 4, les tableaux de trésorerie ne fournissent pas une distinction rigoureuse entre opérations de croissance interne et de croissance externe, dans la mesure où ils ne prennent en compte que les opérations impliquant un flux de trésorerie. Sont ainsi exclues les acquisitions d'actifs sous d'autres formes, *leasing* pour l'achat de biens en capital ou paiement par actions pour l'acquisition d'entreprise. Cependant en évolution, la distinction entre investissement productif et investissement financier donne une idée assez fiable de l'importance relative des opérations de croissance interne et de croissance externe.

**Tableau 3. Formation et utilisation de l'autofinancement brut des entreprises non financières du SBF 250 en moyenne par périodes de 1989 à 2007**

Moyenne des flux cumulés en % de l'autofinancement brut	1989	Variation	1996	Variation	2001	Variation	2004	2007
	1995		2000		2003		2007	
	%	en pts	%	en pts	%	en pts	%	%
<b>Opérations d'exploitation</b>								
Résultat net + plus-val. sur actifs	60,6	-15	45,5	-22	23,9	26	49,6	
Amortissement - variation BFR	39,4	15	54,5	22	76,1	-26	50,4	
<b>Autofinancement brut</b>	<b>100,0</b>		<b>100,0</b>		<b>100,0</b>		<b>100,0</b>	
<b>Opérations d'investissement</b>								
Investissement productif	87,3	-10	77,0	-24	53,5	-5	48,9	
Investissement financier	20,6	22	42,6	-19	23,1	9	31,7	
Investissement total	107,9	12	119,6	-43	76,6	4	80,6	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-7,9</b>	<b>-12</b>	<b>-19,6</b>	<b>43</b>	<b>23,4</b>	<b>-4</b>	<b>19,4</b>	
<b>Opérations de financement</b>								
Dividendes versés	7,5	4	11,6	3	14,5	5	19,3	
(+) Rachats d'actions / (-) Emissions d'actions	-12,1	3	-8,8	11	2,0	-4	-1,9	
(+) Désendettement / (-) Endettement	-3,4	-19	-22,4	29	6,9	-5	1,9	
<b>(+) Capacité de financement / (-) Besoin de financement</b>	<b>-15,4</b>	<b>-16</b>	<b>-31,1</b>	<b>40</b>	<b>8,9</b>	<b>-9</b>	<b>0,1</b>	

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

**Graphique 7. Autofinancement brut, investissement total et free cash flow des entreprises non financières du SBF 250 de 1989 à 2007**



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



pertes prévisibles prennent une place décisive en atteignant plus de 75 % de l'autofinancement brut. La première évolution prouve l'importance prise par les dotations d'amortissement dans la stratégie de financement de l'investissement, tandis que la seconde donne une idée de l'effort consenti par les entreprises face aux effets désastreux de l'effondrement des cours boursiers en 2000-2002.

Le second phénomène qui mérite attention tient à la progression très fluctuante de l'investissement dès 1996, de façon concomitante à l'accroissement, au contraire, stable des ressources d'autofinancement brut. Il s'ensuit que le *free cash flow* qui, par définition, représente la différence entre l'investissement et l'autofinancement brut subit lui aussi de fortes variations (graphique 7).

Un autre changement, plus décisif encore que l'ampleur de ses fluctuations après 1996, affecte le *free cash flow*. Ce changement reflète un nouveau comportement des grandes entreprises cotées au lendemain de la crise boursière de 2000-2002. En effet, après avoir atteint une valeur particulièrement élevée durant la période de réajustement de bilans en 2001-2003, le *free cash flow* conserve, contrairement à ce qui se passait dans les cycles antérieurs, une valeur positive très élevée au cours de la période d'expansion de 2004-2007. Insistons sur ce constat primordial.

Avant 1996, on observe en effet de faibles variations du *free cash flow* en fonction de la conjoncture économique. Il est négatif dans les phases de croissance soutenue et positif dans les phases de récession ou de ralentissement de l'activité. Après cette date, les facteurs explicatifs du *free cash flow* changent de manière radicale. En premier lieu, durant la période de croissance soutenue de 1996-2000, il atteint une valeur négative inégalée jusque-là, puisque le déficit de ressources internes pour couvrir l'investissement total représente près de 20 % de l'autofinancement brut (tableau 3). Ce déficit massif, représentant un accroissement de près de 12 points par rapport à son montant dans la période antérieure, s'explique entièrement par la montée fulgurante de « l'investissement financier » qui augmente, quant à lui, de 22 points, tandis que « l'investissement productif » baisse en valeur relative de 10 points. Or, l'investissement financier représente pour l'essentiel l'acquisition d'entités de production qui sont cédées par d'autres entreprises, correspondant à une stratégie de croissance externe, par opposition à l'investissement productif qui désigne un accroissement des capacités de production existantes dans l'entreprise, relevant d'une stratégie de croissance interne (encadré 4). Autrement dit, ce sont les opérations de fusion-acquisition qui constituent le moteur du déficit du *free cash flow* sur la période 1996-2000.

Au lendemain de la crise boursière de 2000-2002, les conditions de formation du *free cash flow* se transforment profondément avec le retournement

de conjoncture. Selon une logique inverse à la précédente, on assiste à un redressement spectaculaire du *free cash flow* en 2001-2003 qui repose entièrement sur une contraction beaucoup plus accentuée de l'investissement financier que de l'investissement productif. Pour s'en convaincre, il suffit de considérer les montants absolus, de sorte que, perçu sous cet angle, l'investissement productif diminue certes, mais d'une faible amplitude (graphique 7). Dans ces conditions, le poids de l'ajustement du *free cash flow* porte en priorité, comme dans la période précédente, sur l'investissement financier, c'est-à-dire sur les opérations de croissance externe qui se contractent brutalement.

Visiblement les grandes entreprises cotées réussissent à surmonter leurs difficultés financières assez rapidement, puisque l'investissement productif et, plus encore, l'investissement financier reprennent énergiquement en 2004-2007. A nouveau l'on constate que les opérations de fusion-acquisition tendent à prendre le devant de la scène, ce qui stimule la hausse des cours boursiers. Mais la spécificité de cette phase d'expansion tient au fait que la reprise de l'investissement n'entraîne pratiquement pas de fléchissement du *free cash flow*, parce que le résultat net des entreprises s'est accru parallèlement, notamment sous l'effet de la hausse de leur taux de marge, que nous avons examiné plus haut. Par conséquent, contrairement à ce que l'on a pu observer dans le passé, les grandes entreprises dégagent, malgré des investissements élevés, un *free cash flow* positif d'un montant considérable.

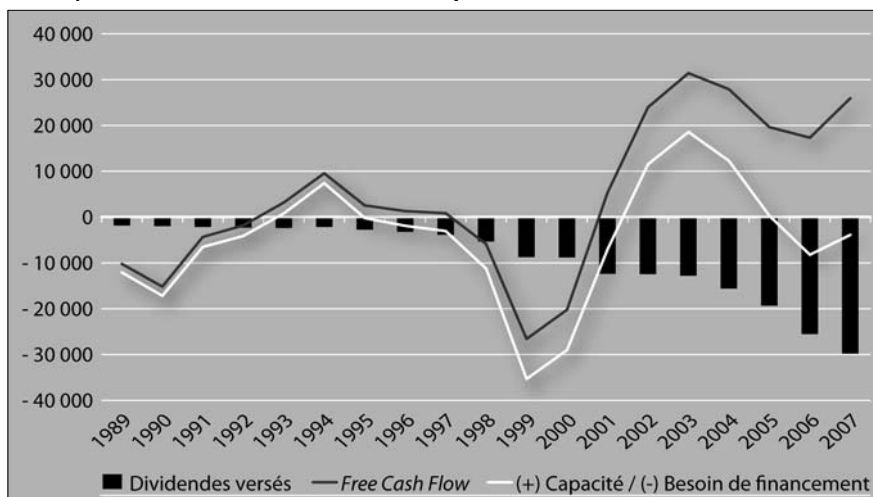
En définitive, on est en droit de se demander si, depuis la crise boursière de 2000-2002, on n'est pas en présence d'un changement durable de comportement des grandes entreprises qui se manifesterait par la recherche systématique d'un *free cash flow* positif. Pour apprécier les ressorts et les enjeux de ce nouveau comportement, il est nécessaire de s'intéresser aux affectations finales du *free cash flow*.

### **III.2. L'endettement conçu comme variable d'ajustement au service de l'actionnaire**

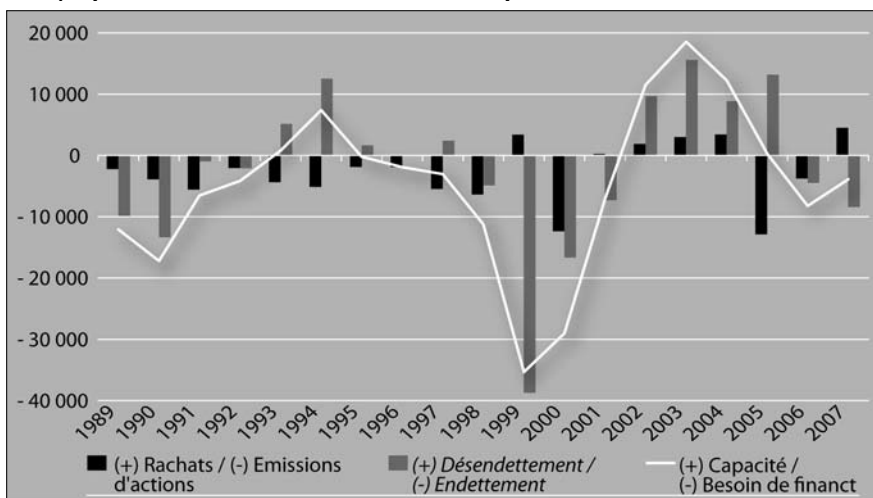
Afin de mettre en évidence la nouvelle donne qui caractérise le *free cash flow*, il est nécessaire d'étudier les conditions de son utilisation sur longue période. Il faut rappeler que les affectations du *free cash flow* recensées dans les tableaux de flux de trésorerie, sous l'appellation d'opérations de financement, comportent deux destinations de nature différente (encadré 4). La première se traduit par le versement de dividendes aux actionnaires, la seconde par des variations d'actifs détenus au passif et portant soit sur les actions, soit sur les dettes. Une fois déduits du *free cash flow* les dividendes qui sont payés aux actionnaires, l'entreprise dégage soit une capacité de financement (notée +), soit au contraire un besoin de financement (noté -) (graphique 8a). La capacité de financement peut se traduire par un rachat d'actions ou un désendettement, tandis que, à l'inverse, un

**Graphique 8. Destinations finales du *free cash flow* des entreprises non financières du SBF 250 de 1989 à 2007 (en millions d'euros)**

**a) Distribution de dividendes et capacité ou besoin de financement**



**b) Opérations de financement externe réparties entre actions et dettes**



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

besoin de financement implique une émission d'actions ou un endettement (graphique 8b).

Dans tous les cas, ce sont les avoirs des actionnaires qui s'en trouvent modifiés, soit directement par l'intermédiaire d'une variation du stock d'actions, soit indirectement par l'intermédiaire d'une variation des dettes financières de l'entreprise. A ce titre, trois évolutions majeures se dessinent depuis 1996.

La première évolution n'est guère surprenante et provient de la progression régulière des dividendes versés aux actionnaires. Celle-ci a pour effet soit d'amplifier les besoins de financement en présence d'un *free cash flow* négatif, soit de restreindre les capacités de financement (graphique 8). Pendant la période 2001-2003, marquée par une politique de soutien des cours boursiers, le paiement des dividendes réduit ainsi le *free cash flow* de près des deux tiers, alors qu'il l'absorbe intégralement durant la période 2004-2007 (tableau 3).

Plus spectaculaires encore sont les variations qui affectent les actifs détenus au passif des bilans des grandes entreprises cotées. Les besoins de financement prennent en effet de vertigineuses proportions en 1998-2000 et sont avant tout couverts par un endettement qui gagne 19 points, d'un montant presque équivalent à la progression de l'investissement financier de 22 points (graphique 8b et tableau 3). Par comparaison, les émissions d'actions restent beaucoup plus modestes, bien que non négligeables, et représentent un peu moins de la moitié de l'accroissement de l'endettement. Le plus étonnant réside dans l'ordre de grandeur, pratiquement identique, entre les émissions d'actions et les dividendes versés. Il ne s'agit pas d'en tirer de conclusion hâtive, car les deux phénomènes n'ont rien d'antinomique. Bien au contraire, une distribution généreuse de dividendes peut témoigner d'un rendement élevé, et la présence d'un rendement élevé peut débloquer des fonds sur les marchés de valeurs mobilières. C'est en tout état de cause la première prémisse que la doxa affirme avec force. Et de cela on peut douter.

Au plan stratégique, les rachats d'actions servent à restituer aux actionnaires une partie du *free cash flow* qui, par définition, leur appartient. Cette restitution en diminue le nombre et augmente par conséquent la valeur de chaque action. Toutefois, cette pratique ne revêt ni l'ampleur, ni la fréquence que la plupart des commentateurs lui prêtent en se référant implicitement à ce qui se passe dans les pays anglo-saxons. Certes, au cours de la période 2001-2003, les grandes entreprises profitent d'un *free cash flow* positif pour procéder à des rachats d'actions et pour favoriser ainsi la montée des cours boursiers. Mais leurs montants restent assez modestes en comparaison du mouvement de désendettement qui est 3,5 fois plus élevé (graphique 8b et tableau 3). Stimulée par une relance des opérations de fusion-acquisition à grande échelle, la reprise de l'investissement en 2004-2007 suscite une nouvelle montée de l'endettement. Celle-ci demeure cependant limitée et elle témoigne surtout d'un retournement de conjoncture sur le marché du crédit.

A l'évidence, les mouvements d'endettement et de désendettement ont un caractère pro-cyclique et constituent une variable d'ajustement décisive sur le plan financier des entreprises. En effet, l'endettement tiré par la

hausse des cours boursiers et par la baisse des taux d'intérêt à long terme, est à la base de l'effet de levier. Or celui-ci assure un rendement élevé aux actions et se trouve par conséquent au cœur de la stratégie financière des entreprises. Mais encore faut-il que les profits soient au rendez-vous, ce qui conduit à s'interroger sur l'influence qu'exerce la finance de marché sur l'activité des entreprises.

#### **IV. Le poids du prix du capital sur la croissance des grandes entreprises**

Le tour d'horizon mené sur la rentabilité économique et financière des grandes entreprises cotées en France à partir de leurs comptes consolidés révèle une profonde transformation de leur comportement à partir de 1996. Cette transformation témoigne d'une gestion stratégique de l'entreprise fixée en priorité en fonction des intérêts des actionnaires. En effet, depuis le tournant de 1996, les grandes entreprises ont acquis de nouvelles caractéristiques qui prouvent l'hégémonie des marchés financiers sur leurs activités. Cela ne signifie pas pour autant que le capitalisme financier devienne dominant dès cette date. En réalité, la mise en place d'un nouveau régime de croissance tirée par la finance de marché est amorcée en France, comme dans la plupart des pays développés, quelque dix années plus tôt, c'est-à-dire dès le milieu des années 1980 (Commissariat général du Plan, 2002). En revanche, il faut attendre le milieu des années 1990 pour que ce nouveau régime se traduise au plan microéconomique des grandes entreprises, sous l'effet d'une conjoncture particulièrement favorable, par de nouvelles relations entre performances économiques et performances financières.

Si l'on se cantonne aux données comptables disponibles, les caractéristiques des grandes entreprises, spécifiques du capitalisme financier, peuvent être résumées par cinq grands traits stylisés :

- le premier, le plus important parce qu'il domine tous les autres, concerne la recherche d'un effet de levier élevé à travers l'endettement, de sorte que les grandes entreprises acquièrent la capacité d'atteindre la rentabilité financière attendue par les marchés financiers ;
- le deuxième conditionne la possibilité d'accroître la rentabilité économique des entreprises et tient à la hausse de leur taux de marge. Celle-ci témoigne d'un changement radical dans la capacité des directions d'entreprise à prélever des profits sur la valeur nouvellement créée par le travail salarié ;
- le troisième résulte d'une accélération de l'internationalisation des entreprises à travers des implantations à l'étranger. Celles-ci sont principalement guidées par la dynamique de la demande et par l'opportunité de

bénéficiaire d'une rente de marché, ces deux facteurs contribuant à leur tour à la hausse du taux de marge ;

- le quatrième se manifeste à travers le rôle décisif joué par la croissance externe des entreprises relativement à leur croissance interne. La croissance externe, déployée notamment au plan international, a principalement pour but d'accroître leur pouvoir de marché et donc leur taux de marge. Cette stratégie a aussi pour effet de conforter les marchés boursiers dans leur rôle d'évaluation des entreprises et de moyen pour en acquérir le contrôle ;

- le cinquième porte sur la distribution généreuse de dividendes aux actionnaires et, au-delà, sur les pratiques de soutien des cours boursiers qui trouvent leur fondement dans les stratégies de création de valeur actionnariale.

Ce rapide recensement permet d'identifier les principaux obstacles auxquels les entreprises risquent de se heurter et qui sont susceptibles de mettre en cause la cohérence de leurs modalités de fonctionnement. L'obtention d'un effet de levier favorable et la création de la valeur actionnariale obéissent l'une et l'autre aux mêmes ressorts et elles constituent de fait les deux faces d'une même stratégie (Aglietta, Rebérioux, 2004).

La recherche d'un effet de levier pour accroître la rentabilité financière de l'entreprise par rapport à sa rentabilité économique doit son succès à la possibilité d'obtenir un écart significatif entre le taux de rendement économique du capital engagé dans l'entreprise et le taux d'intérêt auquel celle-ci a contracté ses dettes. Il s'ensuit que la situation des banques et la conjoncture de crédit y jouent un rôle décisif. Or, à la différence de la crise boursière de 2000-2002 qui a révélé une accumulation de survaleurs à l'actif du bilan des entreprises et qui les a contraintes à se désendetter, la crise des *subprimes* déclenchée en août 2007 a pris l'aspect d'une crise financière généralisée pendant l'été 2008, beaucoup plus profonde et plus préoccupante que la précédente. Cette crise touche en effet la base du système monétaire et financier, à savoir les banques. Dans ces conditions, la situation de surendettement des entreprises ne résulte pas uniquement de la chute des cours boursiers. Elle s'inscrit aussi dans un contexte de hausse de taux d'intérêt qui risque de rendre sa résorption plus difficile. Ce sont donc les fondements de l'effet de levier qui se trouvent mis en cause.

Parallèlement, la création de valeur actionnariale s'inscrit dans une stratégie économique et commerciale de l'entreprise qui est subordonnée, comme pour l'effet de levier, à la possibilité d'obtenir un écart significatif entre deux taux de rendement. Le premier est le taux de rendement du capital immobilisé qui est anticipé par la direction de l'entreprise, tandis que le second concerne le coût moyen auquel celle-ci réussit à se procurer les

fonds pour le financer<sup>1</sup>. Or, cet écart ne peut provenir au plan réel que de la possibilité pour l'entreprise de bénéficier d'un surprofit par rapport à ses rivales. En effet, surperformer le marché en termes de rendement implique que l'entreprise soit en mesure de dégager un surprofit, c'est-à-dire d'acquiescer une situation de rente. Mais ce qui peut être vrai pour une entreprise considérée isolément ne peut plus l'être lorsque l'on envisage toutes les entreprises dans leur ensemble.

Au plan macroéconomique, toutes les entreprises ne peuvent générer un surprofit simultanément. Cette proposition n'a pas de sens. Ce constat trivial jette de sérieux doutes sur l'efficacité des marchés financiers, lorsque ceux-ci sanctionnent le succès des stratégies de création de valeur actionnariale par des hausses de cours généralisées à toutes les entreprises et durables sur plusieurs années. De fait, tout porte à croire que ces stratégies ont surtout tendance à accroître le caractère sélectif des choix d'investissement et, parallèlement, à entretenir des pratiques spéculatives sur les marchés financiers. Dans le premier cas, c'est le taux de rendement attendu du capital qui est renchéri, ce qui restreint l'investissement productif. Dans le second cas, ce sont les anticipations de profit sur le marché boursier qui sont surestimées, ce qui alimente la formation d'une bulle financière. Quel que soit l'aspect réel ou financier envisagé, les stratégies de création de valeur actionnariale augmentent la rentabilité du capital et donc aussi son prix.

Dans un tel contexte, seule une modération des attentes de rendement par les opérateurs sur les marchés financiers serait de nature à desserrer les contraintes qui portent sur le niveau de l'activité économique. Ce changement de comportement est d'autant plus urgent au lendemain de la crise des *subprimes* qu'il y a tout lieu de s'attendre à un relèvement des taux d'intérêt dès les premiers signes de reprise. Autant dire que les conditions favorables qui ont stimulé la rentabilité financière du milieu des années 1990 jusqu'à aujourd'hui sont devenues caduques, et qu'il incombe aux pouvoirs publics de mettre en place une régulation des marchés financiers qui facilite les prévisions de rendement à long terme et encourage l'investissement.

---

1. Au plan analytique, il s'agit du « coût moyen pondéré du capital » égal à la somme du taux d'intérêt à long terme et du taux de rendement attendu sur les marchés financiers, taux pondérés respectivement par la part des dettes et des fonds propres dans le capital immobilisé.

## Références bibliographiques

- Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Artus P. (2009), « Le "capitalisme financier" existe-t-il vraiment ? », *Flash Economie*, n° 29, 21 janvier, Natixis.
- Bachy B., Sion M. (2005), *Analyse financière des comptes consolidés*, Dunod.
- Batsch L. (2002), « Le recentrage : une revue », *Cahiers du Cereg*, n° 7, université Paris-Dauphine.
- Batsch L. (2004), *Le capitalisme financier*, La Découverte, coll. « Repères », n° 356.
- Batsch L. (2006), « 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs *cash flows* gagnés, investis et distribués », *Option finance*, n° 885, 29 mai, Cereg, université Paris-Dauphine, p. 39-41.
- Boyer R. (2000), « Is a Financed Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism ? A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, vol. 29, n°1, p.111-145.
- Commissariat général du Plan (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du groupe présidé par Dominique Plihon, La Documentation française.
- Delaveau B., du Tertre R. (2007), « Quelle appréciation porter sur le redressement de la rentabilité financière des entreprises françaises cotées en Bourse ? », *La Note de veille*, Centre d'analyse stratégique, n° 60, 28 mai.
- Dervieux L. (2003), « L'accélération de l'internationalisation des groupes entre 2007 et 2002 », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, INSEE, p. 191-206.
- Givord P., Picart C., Toutlemonde F. (2008), « La situation financière de entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME », dossier in *L'économie française, Comptes et dossiers*, Edition 2008, INSEE, coll. « Références », p. 73-99.
- Gonzalez L., Picart C. (2006), « Diversification, recentrage et poids des activités de support dans les groupes (1993-2000) », Document de travail n° G 2006/15, Direction des études et synthèses économiques, INSEE.
- Husson M. (2008), « Part des salaires : et pourtant elle baisse ! », Note du 16 avril, <http://hussonet.free.fr/pourtant.pdf>.
- Husson M. (2009), « La part salariale n'a jamais été aussi basse ! », *L'Économie politique*, n° 42, avril, <http://hussonet.free.fr/psalecopo.pdf>.
- Lavoie M. (2004), *L'économie postkeynésienne*, La Découverte, coll. « Repères ».
- Picart C. (2003), « Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, INSEE, p. 207-234.
- Picart C. (2004), « Evaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Economie et Statistique*, n° 372, INSEE, p. 89-116.
- du Tertre R., Guy Y. (2008), « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France », *Horizons stratégiques*, n° 7, Revue du Centre d'analyse stratégique, La Documentation française, p. 30-51.