Emprise financière et internationalisation des groupes français : un premier état des lieux

Catherine SAUVIAT et Claude SERFATI [1]

Au cours des dernières décennies, les directions des sociétés mères ont renforcé les processus de centralisation et de gestion des actifs financiers au sein des grands groupes industriels français, y compris sous la forme hautement liquide de l'accumulation de trésorerie valorisée à court terme sur les marchés financiers.
Cette évolution est allée de pair avec l'intensification de leur internationalisation dont témoigne la croissance de leurs investissements directs à l'étranger (IDE). Les IDE ne sont pas seulement les principaux vecteurs de transferts d'activités de production à l'étranger. Ils facilitent également une importante circulation financière interne aux groupes, source de profits qui reposent notamment sur le développement d'échanges de prestations de services et d'activités localisées dans les « centres financiers extraterritoriaux ».

À la suite de notre analyse des problèmes de compétitivité de l'industrie française (Sauviat, Serfati, 2013), la place centrale occupée par les groupes dans l'économie française et plus encore l'omniprésence des sociétés du CAC 40 dans le commerce extérieur français (exportations et importations), ainsi que dans les investissements directs à l'étranger (IDE), nous ont conduit à nous interroger dans cet article sur les relations entre leur dynamique d'internationalisation et l'affirmation en leur sein de puissantes logiques financières. Nous en présentons un premier état des lieux en partant de la notion de groupe comme catégorie analytique, à savoir une structure composée d'un ensemble de sociétés dont le capital est contrôlé par un même centre de décision, appelé généralement société mère.

1. Chercheure à l'IRES ; chercheur associé à l'IRES.

La centralisation financière exercée par les directions des groupes est analysée dans une première partie, à partir de l'exploitation de la base de données Esane [2] de l'Insee qui permet de recenser l'activité et les opérations des sièges sociaux et de souligner leur rôle accru en tant que centres de valorisation financière. Nous mettons en évidence la tendance des groupes à détenir des masses croissantes de liquidités, un fait qui s'est renforcé au cours des dernières années, y compris après la crise de 2008-2009. Les liquidités, contrairement au sens commun, ne sont pas synonymes d'« épargne de précaution », selon l'expression de Keynes. Elles forment une masse de capital argent disponible pour être valorisé dans des placements financiers à court terme, ou bien pour absorber un concurrent par croissance externe. Le choix des grands groupes de détenir une masse importante de capital-argent générateur de revenus financiers ou d'un accroissement de leur pouvoir de marché est révélateur de l'emprise de la finance sur l'activité des groupes industriels, quelles que soient les diverses interprétations qui peuvent en être faites.

Cette évolution est allée de pair avec l'intensification de l'internationalisation des groupes dont témoigne la croissance des IDE, qui sont aussi les principaux vecteurs de leur insertion dans les chaînes de valeur mondiales. La seconde partie de l'article montre que les IDE sont situés au croisement de logiques productives et financières, notamment à travers les échanges intra-firmes dont une partie relève de prestations de services et d'opérations de prêts entre filiales. Ils servent de support à des opérations financières dont les objectifs sont l'optimisation fiscale, la création de filiales bancaires dans les paradis fiscaux et la recherche de rentes.

I. Renforcement du rôle des sièges sociaux en tant que pôles de centralisation financière

Dans sa définition la plus simple, un groupe est une organisation composée de filiales qui sont contrôlées par une même société, appelée indifféremment société mère, tête de groupe, *holding* ou encore centre de décision [3]. Lorsque la majorité des filiales d'un groupe a des activités de production, celui-ci est qualifié de groupe industriel. Cette forme d'organisation est la modalité contemporaine de la séparation qui existe depuis la création des sociétés par actions en Angleterre au XIX^{e} siècle entre le capital en tant que propriété (d'actions, d'obligations), centralisé au sein de la société mère et le capital en tant que moyen de production (biens d'équipement, etc.) réparti entre les différentes filiales. Cette séparation est porteuse

2. Élaboration des statistiques annuelles d'entreprise.
3. La classification établie par la Nomenclature d'activités françaises (NAF rév. 2) distingue les « sièges sociaux » et les « *holdings* ». Pour des raisons expliquées plus loin (encadré), les données (NAF rév. 2) que nous utilisons dans cet article portent uniquement sur les « sièges sociaux ».

d'une tension permanente dans les stratégies de valorisation des capitaux par les groupes. L'horizon industriel, qui va de la conception du produit à sa mise sur le marché, est un temps long, et les investissements sont importants, irréversibles et entachés d'incertitudes. Celles-ci sont d'autant plus fortes dans un contexte comme celui d'aujourd'hui, caractérisé par une concurrence intense à l'échelle internationale combinée à l'accumulation de capacités de production excédentaires, y compris dans des secteurs déterminants comme l'automobile ou la chimie. C'est pourquoi, dans un système social où l'argent est la forme universelle de la richesse [4], la propension à « faire de l'argent avec de l'argent » sans passer par ce temps long du cycle de production et les risques qu'il comporte, autrement dit l'attrait pour la liquidité et une valorisation financière de court terme des capitaux, est toujours présente. Lorsque, comme c'est le cas depuis trois décennies, le contexte institutionnel est favorable à la finance, à ses marchés et à la liquidité, aux actionnaires, alors cette propension à privilégier la valorisation financière des capitaux devient irrépressible. C'est la raison pour laquelle les groupes industriels, qui continuent d'avoir des activités de production, sont aussi devenus de véritables groupes financiers, comme le soulignait déjà Morin (1974) dans ses travaux sur la structure financière du capitalisme français.

Dans cette partie, on commence par rappeler le débat théorique sur les formes organisationnelles des entreprises et le rôle des sièges sociaux (I.1), qui débouche sur le renforcement et la concentration des pouvoirs des dirigeants (I.2). On analyse ensuite la centralisation financière orchestrée par les sociétés mères des groupes (I.3) – dont l'activité est ici mesurée à partir des données de l'Insee sur les sièges sociaux – avant d'aborder la question du montant élevé et durable des liquidités détenues par les groupes industriels (I.4).

I.1. Le débat théorique sur les sièges sociaux

La littérature en sciences économiques et de gestion propose de nombreux arguments pour justifier l'existence de sièges sociaux. Chandler (1992) souligne notamment que dans l'entre-deux-guerres (et après 1945 en Europe), les dirigeants ont mis en place des structures d'organisation multidivisionnelle (appelée « forme M »), avec une direction générale en charge des décisions stratégiques (allocation des ressources) et des divisions opérationnelles, définies selon des lignes de produits ou des zones géographiques, afin de permettre aux firmes de développer des activités diversifiées et d'être présentes sur différents marchés. Avec la croissance des grandes entreprises, le degré de complexité des sièges sociaux s'est accru, de même que leurs fonctions se sont diversifiées. Leur rôle est devenu

4. Marx (1867/2015:54) écrit à ce propos que « le procès de production capitaliste apparaît seulement comme un intermédiaire inévitable, un mal nécessaire pour faire de l'argent ».

double : entrepreneurial (création de valeur par la mobilisation des compétences organisationnelles de long terme et allocation des ressources en compétences managériales et technologiques en conséquence) et administratif (contrôle de l'utilisation des ressources par les divisions pour empêcher les pertes). Dans ce cadre, l'importance prise par les marchés financiers est plutôt considérée par Chandler comme un reflet des caractéristiques singulières des secteurs industriels à partir desquelles les entreprises opèrent. Les industries matures, dont le coût du capital est relativement faible, dont les synergies entre R&D, production et distribution sont limitées, et dont la planification stratégique de long terme est moins importante, attirent les investisseurs financiers (Chandler, 1992:49). Une vision beaucoup plus critique a toutefois été développée par certains « héritiers » de Chandler, selon laquelle les marchés financiers, avec leur obsession du court-termisme et de la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire, ébranlent le développement entrepreneurial et l'innovation, fondés au contraire sur la mobilisation patiente et durable de ressources humaines et organisationnelles (Lazonick, 2014).

De son côté, la littérature économique « orthodoxe » explique l'existence des firmes par les « imperfections du marché » puisque, « au commencement étaient les marchés » (Williamson, 1975 [5]). L'importance des coûts de transaction justifie selon Williamson l'existence des firmes – qu'il appelle des « hiérarchies » –, au sommet desquelles se trouvent les sièges sociaux. En même temps, il souligne les avantages de l'entreprise multidivisionnelle, qui minimise ces coûts et permet au « siège social [….] d'agir en tant qu'"agent des actionnaires et de surveiller à ce titre les opérations des unités qui la composent" [6] » (cité par Dugger, 1992:103). La forme M est également selon Williamson une forme d'organisation préférable au *holding* (appelée forme H) pour plusieurs raisons. Celle qui nous intéresse ici est que cette forme M est considérée par Williamson comme plus efficace du point de vue financier car l'allocation des ressources financières disponibles est décidée par les directions au terme d'un processus concurrentiel entre les divisions qui proposent des objectifs précis de rentabilité, alors que dans le *holding*, les divisions conservent leurs ressources financières de façon discrétionnaire (Dugger, 1992). Cette confiance placée par l'économie des coûts de transactions dans la capacité d'une forme organisationnelle à assurer l'allocation efficiente des ressources financières a été sérieusement détrompée par les faits. En effet, à partir des années 1990, la logique de valorisation financière des capitaux s'est généralisée à l'ensemble des grands groupes industriels en modifiant, lorsque c'était nécessaire, les

5. Williamson confirme et renforce cette position en 2007 : voir Williamson (2007).
6. « *Corporate head office [...] to act as an "agent of the stockholders whose purpose is to monitor the operations of the constituent parts*". »

formes organisationnelles existantes qui pouvaient s'opposer à son emprise et en renforçant notablement le rôle des sièges sociaux.

I.2. Le renforcement du pouvoir des directions de groupe

Lorsqu'on observe le fonctionnement des grands groupes mondiaux, le terme *headquarter* recouvre des réalités différentes. Dans le cas de son équivalent français, le terme de « siège social » définit d'abord une unité légale, puisque toute société est obligée de s'immatriculer et de déclarer le lieu de son siège social. Dans certains cas généralement motivés par des raisons fiscales (voir *infra*), le lieu d'immatriculation ne correspond pas, même selon les juristes, au « siège social réel », qu'ils définissent comme « le siège de la direction effective » de la société [7]. Celle-ci est entre les mains du comité exécutif, qui, sous l'autorité du P-DG, met en œuvre la stratégie du groupe. Dans la suite de l'article, c'est cette dimension d'autorité et de pouvoir de décision de la direction, logée dans la société mère du groupe (parfois appelée centre de décision), qui sera identifiée au « siège social ».

Le fait marquant observé depuis quelques années est l'augmentation du pouvoir des directions de groupes. Le nombre de fonctions directement centralisées au niveau des sièges sociaux a beaucoup augmenté. Les directions, prenant souvent prétexte de la complexité que pose la mondialisation à la gestion des groupes, ont en particulier augmenté leur contrôle sur les fonctions financières et juridiques (souvent liées à la propriété intellectuelle) et renforcé ainsi leur pouvoir décisionnel. Une étude menée sur un échantillon de 300 entreprises américaines montre que sur la période 1986-2006, le nombre de ces fonctions a augmenté dans une majorité d'entre elles (Guadelupe Li, Wulf, 2012). Sur la période 2007-2010, l'examen du comportement de 761 grandes firmes conduit leurs auteurs à conclure que trois quarts d'entre elles ont considérablement renforcé l'influence des sièges sociaux. Cette évolution centralisatrice, qui concerne toutes les nationalités de l'échantillon des firmes étudiées, porte sur des domaines jugés stratégiques, tels que l'élaboration des objectifs financiers, les niveaux d'investissement industriel, et la stratégie d'accès au marché (Guadelupe, Li, Wulf, 2012:30). En même temps, la machine bureaucratique des directions de groupes s'est emballée : le nombre de cadres qui reportent directement à leur P-DG a doublé entre 1986 et aujourd'hui, passant d'une moyenne de 5 à 10 durant cette période (Nobel, 2012).

Une des conséquences de cette centralisation accrue du pouvoir des sièges sociaux est l'augmentation significative des effectifs qui y sont employés. Les effectifs des sièges sociaux des grands groupes mondiaux sont passés de 0,9 à 5,6 % des effectifs totaux entre 1999 et 2012, ce qui a

7. Cour de Cassation, audience publique du vendredi 21 décembre 1990, N° de pourvoi : 88-15744.

contribué à une augmentation de leurs coûts de fonctionnement et à plus de complexité dans la gestion des équipes managériales [8].

Si la réduction du « millefeuille » organisationnel des grandes entreprises par la suppression de strates intermédiaires a effectivement été conduite par une partie des grands groupes, elle a tourné à l'avantage des dirigeants des centres de décision. Dans ce contexte, l'une des conséquences a été la perte de pouvoir des dirigeants de lignes de produits (*business units*), dont la progression des rémunérations a été nettement inférieure à celle des dirigeants des sièges sociaux, ceux-ci accroissant leur contrôle sur ceux-là. Certaines études concluent même qu'un véritable fossé s'est creusé entre les directions des divisions qui demeurent motivées par des logiques industrielles (innovations de produits, etc.) et les directions des groupes qui sont aujourd'hui directement acquises (ou soumises) à la pression des marchés financiers (Birkinshaw, Braunerhjelm, Holm *et al.*, 2005).

I.3. La consolidation des logiques financières sous le contrôle des sièges sociaux

L'importance centrale acquise par la finance de marché dans le régime d'accumulation capitaliste contemporain et ses effets sur la croissance ont suscité dès la fin des années 1990 et le début des années 2000 une abondante littérature critique, d'inspiration aussi bien marxiste (Chesnais, 1997a), que régulationniste (Aglietta, 1998 ; Boyer, 2000) ou encore keynésienne (Stockhammer, 2004). Au plan macroéconomique, la financiarisation est adossée à la dette publique, dont les flux continus de paiements assurent depuis trois décennies la prospérité des institutions financières et des ménages les plus riches (« les 1 % »). Au plan des grands groupes, cette emprise des logiques financières (*i.e.* des opérations de valorisation financière) s'est considérablement renforcée et accélérée : d'une part , à l'occasion du changement de propriété de l'actionnariat des grandes entreprises en faveur des investisseurs institutionnels (la finance de marché plutôt que des individus) ; d'autre part, à la faveur du décloisonnement des oligopoles nationaux provoqué par la libéralisation du commerce mondial (accords du Gatt-OMC) et par la constitution du marché unique européen. Si l'on s'en tient au cas des grands groupes français, il existe maintenant plusieurs études ayant mis en évidence les faits stylisés suivants : 1) la finance est parvenue depuis le milieu des années 1990 à imposer à ces groupes des objectifs qui lui sont propres, à travers un ensemble de pratiques et de normes de gestion orientées vers la captation de valeur en faveur des actionnaires

8. « General Electric a créé, au sein de son siège social, un groupe de *management* exécutif dédié à la gestion de l'emploi et des carrières des 5 000 premiers cadres dirigeants (soit 1,5 % de tout le personnel). Ce groupe reporte directement au P-DG et est géré séparément du département des relations humaines », cité par Pieter Klaas Jagersma, « Designing the Head Office of a Multinational Corporation », http://www.managementsite.com/231/Designing-the-head-office-of-a-multinational-corporation.aspx.

(Morin, 1998 ; Orléan, 1999 ; Aglietta, Rebérioux, 2004 ; Coriat, 2008), dont les dirigeants font partie grâce aux *stock-options* ; 2) celle-ci a pris en France la forme privilégiée d'une distribution accrue des dividendes, qui s'est faite au détriment de leur effort en matière d'investissement productif (Husson, 2013 ; Guy, du Tertre, 2014).

Mais plus rares sont en revanche les études qui analysent le rôle des sociétés mères dans la centralisation financière des groupes français [9]. On se propose de combler en partie cette lacune en analysant l'activité des sièges sociaux à partir de la base de données Esane. La distinction établie par la NAF entre sièges sociaux et *holdings* est beaucoup moins nette dans la réalité (encadré). Toutefois, l'analyse qui suit s'appuie uniquement sur les données des sièges sociaux, dans la mesure d'une part où ceux-ci sont classés parmi les sociétés non financières, ce qui est cohérent avec notre objet de recherche qui porte sur les groupes industriels (qui ne sont donc pas comptabilisés dans le secteur financier), et d'autre part, ils exercent la direction effective des entreprises filiales du groupe. La définition de la NAF rév. 2 des sièges sociaux correspond donc bien à la notion économique de société mère, centre de décision, tête de groupe, etc. L'utilisation des données portant sur les seuls sièges sociaux sous-estime toutefois l'ampleur des dimensions financières des groupes, puisque ceux-ci créent de nombreux *holdings* uniquement dédiés à la valorisation financière. Ainsi, Picart (2003) notait qu'en 2000, 86 groupes privés non financiers du SBF 120 (Société des Bourses françaises) détenaient 1 980 sociétés considérées par lui comme appartenant au pôle de contrôle, à savoir des entreprises du groupe tirant l'essentiel de leurs revenus des produits financiers.

En 2012, il y avait, selon la base de données Esane, 42 336 sièges sociaux déclarés en France – un effectif assez proche du nombre de groupes recensés dans les enquêtes annuelles de l'Insee –, qui employaient au total 166 489 salariés, ce qui représente une moyenne de quatre salariés par siège social. L'immense majorité (90 %) de ces sièges sociaux emploie moins de 10 salariés [10]. À l'autre pôle, les sièges sociaux employant plus de 250 salariés sont au nombre de 63.

Le chiffre d'affaires des sièges sociaux – qui a atteint un montant de 55 milliards d'euros –, lesquels n'exercent eux-mêmes aucune activité productive, est presqu'exclusivement composé de prestations de services facturées pour l'essentiel à leurs filiales [11]. Ces prestations de services, en forte hausse, sont en outre largement fournies à leurs filiales étrangères puisque 35 % du chiffre d'affaires des sièges sociaux provient de recettes d'exportations.

9. On signalera le travail pionnier de Picart (2003), qui porte son attention sur les relations au sein des groupes français entre le « pôle de contrôle » et la « base productive ».
10. La situation des *holdings* est encore plus frappante : l'enquête de l'Insee portant sur l'année 2010 dénombrait 26 515 unités légales, mais qui n'employaient que 13 815 salariés équivalents temps plein (moins d'un salarié par unité légale) pour un salaire net de 138 000 euros par an.
11. 85 % des facturations sont à destination des filiales du groupe.

Encadré

Les divisions « sièges sociaux » et « *holding* » selon la NAF rév. 2

La NAF rév. 2 est la nomenclature d'activités française, directement emboîtée dans la nomenclature européenne NACE. Elle recense une division « sièges sociaux et du conseil de gestion » (division 70), elle-même composante de la section M « Activités spécialisées, scientifiques et techniques ». La sous-classe « sièges sociaux » comprend « la supervision et la gestion d'autres unités de la même entreprise ou du même groupe, la prise en charge du rôle de planification et de direction stratégique ou organisationnelle de l'entreprise ou du groupe, l'exercice du contrôle opérationnel et la gestion des opérations courantes des unités rattachées. »

Une autre division de la NAF rév. 2 recense les « Activités des sociétés *holding* » (6420) qui appartiennent à la section « Activités des services financiers, hors assurance et caisses de retraite » (section K, Activités financières et d'assurance). La différence fonctionnelle entre les deux types d'activités, celles des sièges sociaux et celles des *holdings* peut être déduite de la définition de ces sous-classes issues de la Comptabilité nationale. Les unités comptabilisées en tant que sièges sociaux (7010z), bien que ne concernant « que des unités sans activité "productive" significative » (NAF 2008, rév. 2, guillemets dans le texte) exercent un rôle effectif de direction (planification, stratégie, contrôle opérationnel). Au contraire, les unités comptabilisées en tant que *holdings* (6420) « détiennent les actifs (contrôle des fonds propres) d'un groupe de sociétés filiales » et leur « principale activité est d'être propriétaires de ce groupe » sans fournir « aucun autre service aux entreprises dans lesquelles elles détiennent des fonds propres, en d'autres termes, elles n'administrent pas ou ne gèrent pas d'autres entités » (id.). En somme, les « sièges sociaux » assurent des fonctions opérationnelles et les « *holdings* » représentent des entités simplement propriétaires de capitaux.

En réalité, les interdépendances sont fortes entre les deux groupes : les *holdings* contribuent à hauteur d'environ 25 % à l'activité des sièges sociaux [1], ce qui veut dire que les sièges sociaux et les *holdings* concernés par ces échanges appartiennent au même groupe. De plus, les « sièges sociaux » et les *holdings* présentent certains traits communs qui manifestent leur caractère singulier, par exemple le très faible nombre de salariés employés ou la faiblesse des investissements corporels bruts. L'osmose entre les *holdings* (qui sont institutionnellement rattachés au secteur financier) et les sièges sociaux conforte la situation des sièges sociaux en tant que centres financiers.

1. Ce résultat est fourni par le passage des comptes de branches au secteur, qui regroupe une activité (par exemple les sièges sociaux), que celle-ci soit réalisée à titre principal ou à titre secondaire par les entreprises. Dans notre exemple, l'activité (mesurée en euros) de « siège social » accomplie par les *holdings* représente un peu plus du quart de l'activité de la branche « sièges sociaux ».

Sur la période 1999-2012, l'activité de la sous-classe « sièges sociaux et conseils de gestion » a représenté 1,7 % de la valeur ajoutée des branches

marchandes [12]. Elle révèle une dynamique indiscutable puisque, sur la même période, le taux de croissance de la valeur ajoutée des sièges sociaux et des conseils de gestion [13] a été plus de 1,5 fois supérieur à celui du PIB, et, ce qui est plus inquiétant, quatre fois plus élevé que celui de la valeur ajoutée de la branche Recherche-développement scientifique. Cette croissance particulièrement soutenue de la valeur ajoutée des sièges sociaux résulte à la fois de l'augmentation du nombre de groupes enregistrés, mais également du processus de centralisation accrue des activités autour des directions, deux tendances mentionnées plus haut.

La centralisation des activités des sièges sociaux concerne en particulier les fonctions financières, même si certaines entreprises classées dans cette catégorie ont des départements de R&D importants [14]. Sans ignorer pour autant ces activités, les dimensions financières des activités des sièges sociaux sont néanmoins très largement dominantes. Les sociétés mères (*i.e.* sièges sociaux) gèrent directement ou par le biais de filiales spécialisées, voire de banques pour les groupes les plus importants, un portefeuille d'actifs financiers (actions, obligations, titres du marché monétaire de court terme, etc.).

Le statut de pôle financier des sièges sociaux apparaît clairement dans les données suivantes. Les investissements financiers – c'est-à-dire les sommes consacrées à l'acquisition d'actions, d'obligations et d'autres actifs financiers – se sont élevés en 2012 à 257 milliards d'euros [15], alors que les investissements bruts en équipements n'ont atteint que 2,7 milliards d'euros, soit près de cent fois moins. Une autre indication de ce statut est fournie par l'importance des produits financiers – c'est-à-dire les dividendes et les intérêts – qui remontent vers les sièges sociaux et qui se sont élevés à 143 milliards d'euros. En contrepartie, les charges financières des sièges sociaux, qui sont composées des intérêts qu'ils ont versés, ont atteint 88 milliards. C'est une conséquence du rôle d'emprunteur que jouent les têtes de groupe au compte de leurs filiales, un processus déjà souligné par Picart (2003). Elles disposent de taux très préférentiels auprès des banques ou lors de l'émission d'obligations sur les marchés, et peuvent même créer des filiales spécialisées dans la levée de fonds qui sont situées dans des pays à faible fiscalité (les « paradis fiscaux »), ce qui favorise la diminution de la base fiscale imposable. Les filiales remboursent largement plus que le montant de leurs emprunts – comme en témoigne l'importance des produits

12. La distinction entre sièges sociaux et conseils de gestion n'est pas faite dans la série longue à partir de laquelle cette donnée a été calculée (« 6.202D Valeur ajoutée brute par branche en volume aux prix de l'année précédente chaînés »).
13. Ce dynamisme est confirmé par les dernières données disponibles. En 2013, la croissance des activités des sièges sociaux a été de 4,3 % contre 0,2 % pour les services marchands non financiers, voir Insee (2014).
14. Près de 10 % des effectifs des sièges sociaux sont répertoriés en tant que salariés employés dans ce type d'activités.
15. Les immobilisations financières des sièges sociaux sont 4,4 fois plus élevées que celles détenues par l'ensemble des entreprises appartenant aux industries manufacturières et extractives.

financiers réalisés par les sièges sociaux ; elles le font généralement sous forme de dividendes versés à la maison mère (le « siège social ») mais aussi de redevances pour l'utilisation de technologies détenues par la maison mère et de facturations de services pour opérations de soutien en *back-office* ou pour missions d'appui *ad hoc*.

Au total, le solde des produits financiers (dividendes et intérêts perçus) net des charges financières (intérêts versés) s'élève à 55 milliards d'euros auxquels il faut ajouter 5,3 milliards d'euros qui sont le solde du compte des produits et des charges exceptionnels [16]. L'activité financière des groupes industriels est donc globalement hautement rémunératrice. Elle l'est même davantage que celle du secteur financier (banques, assurances, etc.), dont le montant du solde des produits financiers net des charges financières du secteur financier (banques, assurances, etc.) est près de trois fois moins important (18,6 milliards d'euros). Les sièges sociaux apparaissent ainsi comme de véritables pôles de captation financière au sein du système industriel de la France. En effet, ils drainent plus de 70 % du solde des produits financiers net des charges financières de l'ensemble des « sociétés non financières » (S11) résidentes (en gros l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales).

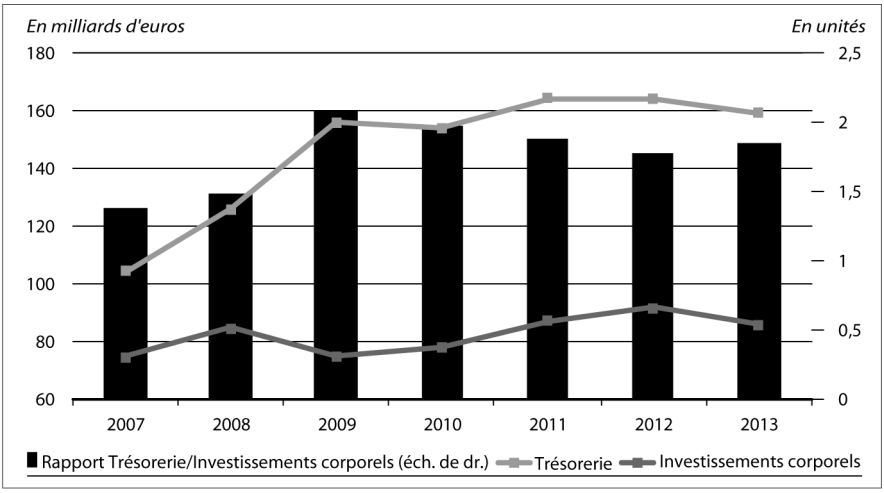
Enfin, une autre caractéristique de l'activité des sièges sociaux doit être mentionnée. Le résultat net comptable – qui additionne le résultat courant et le solde des produits et charges exceptionnels – s'est élevé à 62 714,6 milliards d'euros en 2012, un résultat pour l'essentiel imputable aux profits financiers (55 milliards d'euros). Or, en dépit du montant considérable des résultats, les sièges sociaux n'ont payé aucun impôt sur le bénéfice ; ils ont même bénéficié d'un avoir fiscal de 2 552,9 milliards d'euros. Cette situation atypique est le fruit d'une stratégie d'optimisation fiscale adossée à des opérations d'emprunts/prêts internes (ce qui explique le niveau important des charges financières mentionnées ci-dessus), la facturation de services aux filiales, la mobilisation des prix de transferts pour domicilier à l'étranger des ressources qui échappent ainsi à l'impôt en France, etc. On ajoutera les avantages retirés par les groupes du crédit d'impôt recherche (CIR) – puisque c'est la maison mère qui le reçoit pour le compte de ses filiales –, dont le coût fiscal atteint 6,5 milliards d'euros en 2014. Selon le rapporteur de la loi de finances 2015, l'efficacité du dispositif n'est d'ailleurs pas probante : entre 2007 et 2012, les grandes entreprises n'ont en effet augmenté leurs dépenses de R&D que de 15 %, alors que les montants alloués au CIR ont progressé de 482 % [17].

16. Il s'agit de flux liés à des activités non récurrentes (sur le plan comptable) mais qui sont néanmoins très importantes du point de vue financier, telles que les plus-values réalisées sur cessions d'immobilisations. Les fusions-acquisitions-cessions ont à l'évidence des motivations financières indéniables.
17. Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 5 novembre 2014, Compte rendu n° 34.

I.4. L'accumulation de liquidités et la gestion centralisée de la trésorerie

On a vu que les sociétés mères organisent une circulation intense de flux financiers internes, qui leur permet de centraliser d'importantes ressources distribuées ensuite aux actionnaires sous forme de dividendes. Pour les sociétés mères, qui sont en charge du contrôle de l'activité des groupes et qui représentent le pouvoir centralisé des actionnaires externes (investisseurs institutionnels) et internes (dirigeants), la valorisation financière demeure par essence un objectif prioritaire. Dans le cadre de la gestion de leur portefeuille d'actifs financiers, l'accumulation très importante de liquidités est un phénomène remarquable de ces dernières années. À fin 2013, les 2 000 plus grandes entreprises mondiales disposaient de 4 500 milliards de dollars de liquidités, soit plus de 3 600 milliards d'euros (Standard & Poor's, 2014) Il s'agit d'un montant 1,3 fois supérieur à celui de leurs investissements industriels. En Europe, en dix ans, le niveau des liquidités accumulées par les sociétés européennes a quant à lui été multiplié par trois et demi. Les groupes du CAC 40 – dont les liquidités ont augmenté de 60 % entre 2007 et 2013 – ne sont pas en reste : ils occupent en effet le troisième rang mondial du point de vue du montant de liquidités détenu, après les sociétés américaines et japonaises. On peut voir sur le graphique 1, la forte croissance des liquidités détenues par les 36 sociétés non financières du CAC 40 entre 2007 et 2010, période durant laquelle leurs investissements industriels ont atteint un point bas. Depuis 2010, leur volume de liquidités, qui s'élevait à 167 milliards d'euros fin 2013, a continué d'augmenter.

Graphique 1. Évolution comparée de la trésorerie et de l'investissement industriel des sociétés du CAC 40 (non financières) (2007-2013)



Source : élaboration des auteurs, à partir des rapports successifs de Ricoll & Lasteyrie.

La situation au premier semestre 2014 des 80 groupes non financiers cotés régulièrement suivis par la Banque de France depuis 2009 confirme ce phénomène de hausse tendancielle de détention des liquidités. Carlino, Dairay, Mangin *et alii* (2014) soulignent le niveau particulièrement élevé atteint par la trésorerie de ces groupes à la fin du mois de juin 2014 (151 milliards d'euros, soit l'équivalent de six mois de résultat net), comparé à celui des années antérieures. Ils relèvent également que si les flux de trésorerie positifs en provenance des activités opérationnelles sont en baisse sur la période, les décaissements liés aux investissements servent moins à renforcer les capacités de production des entreprises (immobilisations corporelles) qu'à réagencer leur périmètre de groupe *via* des cessions et des prises de participation (immobilisations financières).

Une forte accumulation de liquidités, en progression depuis 2007

Les liquidités détenues par les groupes sont des ressources disponibles après que l'ensemble des charges ont été honorées et après paiement des dividendes aux actionnaires [18]. Les facteurs de leur forte croissance sont divers. Celle-ci peut refléter un décalage entre les engagements de paiement et les encaissements dans les opérations de crédit inter-entreprises. Il faut alors constater que les effets sont tout à fait déséquilibrés, en particulier en France où la position de force des grandes entreprises leur a permis d'allonger le délai de paiement de leurs fournisseurs au cours des dernières années – y compris par des pratiques qualifiées d'abusives – et se procurer ainsi gratuitement des liquidités (Lorenzi, Villetelle, 2014:60). Mais d'autres explications peuvent être avancées comme le sous-investissement des groupes qui fait dire à l'ancien gouverneur de la Banque centrale canadienne, Mark Carney, que ces ressources s'apparentent à de la *dead money* (argent stérile) [19]. D'autres études ne nient pas qu'« un tel excédent (*overhang*) de liquidités s'accompagne d'une pénurie d'investissements productifs » (IMF, 2011:47), mais ils en concluent néanmoins que les modèles économétriques montrent que la détention d'un tel montant d'« actifs liquides est un bon présage pour l'investissement » (*ibid.*). D'autres interprétations considèrent que l'accumulation de trésorerie constitue une sorte de « trésor de guerre » que les dirigeants utilisent pour réaliser des acquisitions dès qu'une opportunité se présente [20], ou bien pour organiser un rachat d'actions, qui permet de faire progresser les dividendes distribués par action et de satisfaire ainsi les actionnaires.

18. On gardera toutefois en mémoire que « *cash flow*, au pied de la lettre, signifie flux de trésorerie. Mais dans la pratique il y a quasiment autant de définitions du *cash flow* que de sociétés » ; voir vernimmen.net, http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_cash-flow.html.
19. Carmichael K., Blackwell R., Keenan G., « Free up "dead money," Carney exhorts corporate Canada », *The Globe and Mail Published Wednesday*, August 22, 2012.
20. General Electric a pu ainsi réaliser son offre publique d'achat (OPA) sur l'activité énergie du groupe Alstom grâce à un « matelas » de 57 milliards de dollars de profits accumulés hors des États-Unis et non rapatriés pour des raisons fiscales, représentant plus de la moitié du profit total de la firme (88,6 milliards de dollars).

En tout état de cause, le montant de trésorerie détenu par les grands groupes se situe à un niveau très élevé et il s'y maintient depuis des années. L'accumulation de liquidités par les sociétés non financières avait augmenté avant 2007, mais moins vite que l'ensemble de leurs actifs financiers. Depuis 2007, la forte croissance des actifs financiers continue, mais en leur sein, la composante « liquide » progresse encore plus vite. Simultanément, la progression de l'investissement industriel des 2 000 premiers groupes mondiaux depuis 2007 est restée faible, et est devenue franchement négative en 2013 (-0,5 %), en 2014 (-0,5 %) et devrait le devenir plus encore en 2015 (-3 %) et en 2016 (-2 %) (Standard & Poor's, 2014). L'hypothèse de groupes détenant d'énormes liquidités en quelque sorte par défaut – ou par attente – d'opportunités d'investissement productif est donc pour le moins très insuffisante. Une interaction pernicieuse existe entre l'accumulation d'actifs financiers et la faiblesse de l'investissement productif : le gonflement durable des liquidités en est une résultante.

Il est donc nécessaire de comprendre les enjeux posés par la conservation de ces profits sous forme de liquidités, qui tout en accentuant l'emprise de la finance sur les groupes, constitue une véritable nouveauté de ces dernières années, même si ce phénomène a sans doute été accentué par la crise. Il existe au moins deux conditions permissives à cette situation. Ce sont d'abord les innovations de produits financiers et l'affaiblissement des contrôles engendré par la déréglementation des marchés financiers apparues dans les années 1980 qui ont permis aux grandes entreprises de gérer elles-mêmes leur trésorerie sans passer par les banques, grâce à leur accès direct au marché monétaire (Soulage, 1989) et au capital-argent d'augmenter son degré de liquidité. C'est d'autre part l'internationalisation de leur activité (*via* notamment les opérations de fusions-acquisitions), qui a démultiplié les opportunités de valorisation financière : forte augmentation de la masse de capitaux circulant à l'intérieur du groupe entre ses différentes filiales, arbitrage sur les taux de change des monnaies à l'occasion des facturations, etc. (voir *infra*). Alastair Sewell, le directeur général de l'agence de notation Fitch Ratings, soulignait récemment dans son analyse des groupes industriels que « nous assistons à un changement tectonique dans le paysage de la gestion de trésorerie […]. L'une des options est de prendre plus de risques [dans la gestion des liquidités] [21]. »

Gestion centralisée de la trésorerie et constitution d'un espace financier mondial interne aux groupes

En France, la gestion centralisée de la trésorerie des groupes constitue un des aspects visibles de la connexion entre internationalisation et finance qui s'est durablement installée à partir de la fin des années 1980, et

21. Cité par Carmel Crimmins et Huw Jones, « Les trésoriers d'entreprise n'échappent pas à la course au rendement », *Les Échos*, 27 novembre 2014.

s'est renforcée depuis (Serfati, 1996). Les grands groupes internationalisés, qui réalisent un nombre de transactions infra-annuelles considérable, sont en effet confrontés à la multiplicité des risques (de change, de contrepartie, mais aussi de fraude) [22]. Les trésoriers de groupe ont donc vu leur rôle s'accroître, en tant que responsables des engagements financiers de leur entreprise. La gestion centralisée de trésorerie s'appuie en général sur des banques de groupe (ou en tout cas pour les groupes internationalisés mais de taille plus réduite, de banques partenaires). Dans l'automobile, les banques captives des deux constructeurs français, dont pour certaines les origines sont anciennes [23], assurent la gestion centralisée de leurs excédents de trésorerie dégagés de l'activité de commercialisation de l'automobile par leurs différentes filiales à travers le monde. Entre 2005 et 2013, l'activité de financement des deux constructeurs automobiles a contribué pour une part significative à leur marge opérationnelle, qui vient compenser certaines années la contre-performance de la branche automobile au sein des deux groupes. Cette activité de financement, beaucoup moins soumise aux cycles que l'activité industrielle, est montée en puissance ces dernières années, non seulement du fait du développement des services financiers attachés à la vente de véhicules neufs mais aussi du développement des échanges de biens et services intermédiaires (pièces détachées) dans le cadre des chaînes de valeur mondiale (voir *infra*). Broyer et Fava (2011) montrent en effet que cette nouvelle segmentation internationale des processus productifs, en décuplant les échanges d'équipements et de pièces détachées à des fins d'assemblage et les financements qui leur sont liés, a accentué les logiques de financiarisation des deux constructeurs.

Cette gestion centralisée de la trésorerie s'est également accompagnée d'une complexification des instruments financiers utilisés et d'une élévation des risques qui leur sont associés. À titre d'exemple, la très grande majorité (84 %) des sociétés du CAC 40 utilisait en 2010 les contrats à terme pour se protéger des risques de change alors qu'elles n'étaient que 45 % à le faire en 1999. En 2010, les « produits structurés » étaient utilisés par 22 % des groupes français, contre 2 % en 2003 [24]. Or, ce sont des produits qui, à l'image des *credit default swaps* (CDS), permettent à leurs titulaires de s'assurer contre le risque de défaut de paiement ou de remboursement du crédit, sont hautement spéculatifs et dont l'accumulation par les banques a

22. Bfinance, « *Cash pooling* international et multidevises : Pourquoi ? Comment ? », 5 décembre 2013.
23. Citroën et Peugeot ont développé des activités de financement dès l'entre-deux-guerres (1919 pour Citroën et 1929 pour Peugeot), les deux constructeurs français ayant très tôt intégré le financement à leur stratégie de développement, à l'instar de General Motors aux États-Unis, avec la création d'une filiale de financement dédiée.
24. B. Gumb, P. Dupuy, « Enquête couverture risque de change. Influence des normes IFRS et évolution des pratiques », *Cahiers techniques de l'AFTE*, février 2014, cités par N. Aït-Kacimi, « Comment les entreprises françaises se couvrent contre l'euro fort », *Les Échos*, 20 mars 2014.

été un des vecteurs importants de la crise financière de 2007 ou encore de la spéculation sur la dette grecque organisée par Goldman Sachs [25].

Huit ans après le déclenchement de la crise financière, l'accumulation de liquidités au sein des grands groupes industriels reflète donc une stratégie active de valorisation financière – puisqu'une partie importante de ces liquidités est en fait placée dans des instruments financiers de court terme. Ce comportement n'a rien à envier à celui des banques et autres institutions financières. Il n'est pas simplement la conséquence d'un défaut d'opportunité d'investissement.

La gestion centralisée de la trésorerie a également accéléré la constitution d'un espace *financier* mondial interne aux groupes [26], dont la stratégie globale est renforcée face aux gouvernements tout en continuant à tirer parti de leur ancrage dans des espaces nationaux. Elle permet de réduire les coûts liés aux transactions financières, qu'ils portent sur le financement (optimisation des intérêts débiteurs/créditeurs) ou sur les besoins en devises (mise en commun dans un centre unique des soldes bancaires des filiales de groupes qui permet de limiter le recours aux banques pour les couvertures des taux de change). Elle place également les groupes industriels dans une meilleure position lors des négociations avec les banques des pays où ils sont présents, qu'ils peuvent plus aisément mettre en concurrence. La section suivante montre comment ce dispositif très sophistiqué mis en place par les grands groupes leur permet de tirer profit de la forte croissance de leurs IDE et de l'internationalisation de leurs activités.

II. Un nouveau regard sur l'internationalisation des groupes français

Cette partie examine successivement certains changements significatifs dans la configuration des opérations mondiales des groupes industriels, la manière dont les groupes français s'y sont insérés, avant de mettre en évidence plus particulièrement les dimensions financières des IDE français et le fait que l'internationalisation accrue des groupes est allée de pair avec un renforcement de leurs opérations financières.

II.1. La structuration en chaînes de valeur mondiales

L'économie industrielle internationale a aidé à mieux comprendre les transformations produites par la mondialisation. L'approche réductrice

25. Goldman Sachs, d'un côté, est accusé, en tant qu'un des conseillers du gouvernement grec, d'avoir aidé le pays à maquiller l'ampleur de sa dette, de l'autre d'avoir lui-même acheté des CDS le protégeant contre la détérioration de la valeur des titres de la même dette sur les marchés financiers. « Ça revient à acheter une assurance sur la maison de votre voisin, vous créez une incitation à la brûler », Philip Gisdakis, responsable de la stratégie crédit à UniCredit (Allemagne), cité dans « Banks Bet Greece Defaults on Debt They Helped Hide » (« les banques ont spéculé contre la faillite grecque qu'elles ont aidées à cacher »), *The New York Times,* February 2010.
26. Sur 82 grandes entreprises ayant répondu à une enquête de l'Association française des trésoriers d'entreprises (AFTE), 50 % déclarent que l'espace géographique de leur gestion de trésorerie est mondial : voir « Le risque de liquidité », Journées de l'AFTE, 20-21 novembre 2012.

fondée sur les avantages comparatifs ricardiens, qui invite chaque nation à se spécialiser dans les secteurs où elle dispose d'avantages comparatifs de coûts par rapport à ses concurrents s'avère incapable d'expliquer les formes de division internationale du travail bien plus complexes qui se sont développées. Les grands groupes industriels organisent désormais leur production de biens et services dans le cadre de chaînes de valeur mondiales (CVM) ou régionales, qui représenteraient aujourd'hui 80 % du commerce mondial (OCDE, 2007). Plusieurs facteurs ont contribué au développement des CVM : la diminution des coûts de transport, l'usage des containers, la modularité croissante des produits et leur diffusion à grande échelle mais surtout la libéralisation du commerce international et des IDE, promue par l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et par les pays les plus développés. Ainsi, contrairement à ce qui a servi pendant longtemps de modèle théorique dominant du commerce international, les avantages d'un pays dans la compétition internationale ne dépendent plus exclusivement des ressources domestiques dont il dispose pour produire des biens et services, donc de ses avantages en termes de dotations factorielles. Ils reposent également sur sa capacité à importer des produits intermédiaires – composants, modules, et parfois sous-systèmes (tels que les équipements radar dans un avion ou le tableau de bord dans une automobile) dans les meilleures conditions ou au meilleur coût (souvent produits à l'aide de composants que ce pays a préalablement exportés), que les entreprises vont incorporer dans des biens destinés à être réexportés par la suite.

La part des échanges de produits intermédiaires à des fins de réexportations, qui reflète cette nouvelle division internationale du travail, est passée de 20 % à 30 % du commerce mondial entre 1995 et 2008, avant de revenir en raison de la crise à 25 % aujourd'hui (Saito, Ruta, Turunen, 2013). Certains travaux, qui incluent également les matières premières destinées à la production, estiment cependant que cette proportion du commerce mondial, essentiellement intra-firmes, représente plus de 50 %. Elle atteindrait même jusqu'à 70 % pour les services intermédiaires, destinés à être intégrés dans un produit final (Miroudot, Lanz, Ragoussis, 2009).

L'interdépendance des différentes étapes qui jalonnent la production de biens et services n'est pas seulement technologique, comme cela est souvent sous-entendu dans la notion de filière de production [27]. Derrière toute marchandise qui s'échange, il y a une valeur et les CVM sont organisées et contrôlées par des grands groupes industriels qui combinent à l'échelle mondiale à la fois des comportements de concurrence et de coopération/collusion afin de maintenir leur domination oligopolistique. D'une part,

27. Voir par exemple la définition donnée par Banga (2013:6) : « Une chaîne de valeur globale peut simplement être définie comme la suite de séquences de toutes les activités fonctionnelles nécessaires dans le processus de création de valeur, dès lors qu'elles se déroulent dans plus d'un pays ».

l'augmentation des flux d'échanges commerciaux intra-firmes révèle la capacité des grands groupes à structurer un espace de circulation de la valeur à l'échelle mondiale. Ainsi, en 2010, les sociétés transnationales (STN), selon la terminologie employée par la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (Cnuced [28]), réalisaient 78 % du commerce mondial, mais le commerce intra-STN représentait à lui seul plus du tiers du commerce mondial (UNCTAD, 2013:135). D'autre part, les groupes ne se contentent pas de délocaliser leurs activités ; ils externalisent de plus en plus leur production, auprès de fournisseurs et de sous-traitants avec lesquels ils entretiennent généralement des relations très déséquilibrées. La structuration des CVM qu'ils dominent leur permet donc de dégager des rentes de monopole non seulement sur le marché vis-à-vis des consommateurs, mais également vis-à-vis des entreprises qui participent à un niveau subordonné aux CVM. L'accroissement de ces rentes de monopole a conduit Paul Krugman à souligner, de manière un peu emphatique, que de très nombreux grands groupes réalisent « des profits sans production [29] ».

Si l'économie industrielle internationale a permis de mieux repérer les transformations du commerce mondial en faveur d'une fragmentation croissante des chaînes de valeur ajoutée, elle a en revanche laissé presque totalement de côté un autre aspect du processus de structuration des CVM qui lui est pourtant concomitant, celui de ses dimensions financières. L'espace que les grands groupes ont construit est « global » parce qu'il est très large sur le plan géographique, comme en témoigne par exemple la présence active des sociétés du CAC 40 dans des dizaines de pays. Mais la constitution de cet espace global a également facilité la mise en œuvre de stratégies de valorisation financière du capital des groupes. On l'a vu à propos de la gestion centralisée de leur trésorerie mondiale. Mais on peut y ajouter des opérations pour lesquelles la distinction entre les dimensions industrielles et financières est difficile à établir. Les acquisitions d'entreprises peuvent viser une présence ou un renforcement sur un marché étranger, mais également constituer un « placement » à produire des plus-values boursières lors d'une revente à échéance rapprochée [30]. Les investissements de portefeuille (acquisitions de moins de 10 % du capital d'une entreprise étrangère) réalisés par les groupes industriels sont très fréquemment des opérations de court terme. Même lorsque les acquisitions ont une valeur supérieure à ce seuil et sont donc comptabilisées comme IDE [31], elles sont révélatrices

28. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
29. P. Krugman, « Profits Without Production », *The New York Times*, June 20, 2013.
30. Une part significative des entreprises acquises est revendue quelques années après et chaque année, les désinvestissements sont nombreux. Entre 2007 et 2013, les désinvestissements (vente par un groupe d'une entreprise contrôlée à plus de 30 %) ont représenté entre 34 % et 42 % de l'ensemble des opérations de fusions-acquisitions (les sorties du capital des *start-up* et sociétés non cotées sont exclues), « The Allen & Overy M&A Index »/ Q4 2013 s.
31. Un IDE implique par convention une prise de participation au capital d'une entreprise située dans un autre pays supérieure à 10 %. En dessous de ce seuil, ce sont des investissements de portefeuille.

de stratégies commandées par des logiques de maximisation de la valeur actionnariale. Pour peu que l'entreprise acquise ait été bien ciblée (forte position sur son marché domestique, capacité de R&D), la voie de l'acquisition rend des profits et des dividendes bien plus rapidement que l'investissement dans des capacités de production nouvelles (« *greenfield investment* »). On a ainsi affaire à un mode d'internationalisation des groupes industriels qui se situe au croisement de « logiques » productives et financières.

II.2. Forte internationalisation des groupes français mais déclin de leur place dans les chaînes de valeur mondiale

Les investissements directs à l'étranger ont considérablement augmenté depuis une quinzaine d'années, puisque le ratio du stock d'IDE au commerce international (mesuré par la demi-somme des exportations et des importations de marchandises) est passé de 50 % au milieu des années 1990 à plus de 100 % en 2010. D'autres formes d'internationalisation de la production sont également très importantes. Qualifiés de « modes de production internationale sans participation au capital » (MPISPC), elles incluent toutes les formes de sous-traitance de production de biens et de services, les franchises et les licences, etc. (UNCTAD, 2011). Dans les secteurs industriels où la technologie est importante, les redevances de la propriété intellectuelle, brevets et licences, sont une source de rente toujours plus importante, facilitée par des changements dans le droit international de la propriété intellectuelle (Serfati, 2008). Dans les industries de biens de consommation, on a assisté à la généralisation du report par les groupes du coût des investissements aussi bien en amont sur les entreprises sous-traitantes que sur les magasins en franchise en bout de chaîne à l'aval. Les situations qui renvoient aux « nouvelles formes d'investissement » où un transfert de technologie ou bien l'accès à un marché valait à un groupe une part du capital dans une entreprise jointe (Chesnais, 1997b:99-101) sans avance de fonds, sont devenues maintenant un mode de contrôle et de profit répandu sur une très grande échelle. Mais ces MPISPC étant difficilement quantifiables [32], l'analyse portera ici sur les flux d'IDE des groupes français, plus facilement mesurables [33], et dont le processus d'internationalisation a connu une accélération notable au cours de la décennie 2000.

De ce point de vue, la France occupe encore une position solide dans la hiérarchie des plus grands groupes mondiaux. En 2013, elle détenait,

32. La Cnuced, tout en reconnaissant ces difficultés, évalue le montant des MPISPC à 2 000 milliards de dollars, à comparer aux 1 650 milliards de dollars d'IDE réalisés la même année. Les chaînes de vêtements, l'électronique, l'automobile, l'hôtellerie figurent parmi les secteurs qui ont particulièrement recours aux MPISPC.
33. Il est toutefois nécessaire d'être prudent dans l'interprétation des données d'IDE. D'une part, la révision de la méthodologie améliore les connaissances (par exemple celle du pays investisseur ultime, voir *infra*), mais d'autre part, l'espace mondial construit par les grands groupes leur permet d'accroître la mobilité transfrontalière du capital qui peut difficilement être captée dans les statistiques des balances des paiements (voir *infra*).

selon la Cnuced (2013), le quatrième stock mondial d'IDE avec 6 % du total (un peu plus de 1 600 milliards de dollars) derrière les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne [34]. Entre 1999 et 2012, la part des stocks d'IDE français à l'étranger est passée de 14 à 25 % du PIB tandis que celle des stocks d'IDE en France faisait plus que doubler, passant de 21 à 45 % du PIB. Désormais, une partie majoritaire de la production industrielle réalisée en France est sous le contrôle de STN (françaises et étrangères [35]). Il faut cependant noter l'extrême concentration de l'internationalisation de l'industrie française puisque les groupes du CAC 40 (hors immobilier) ont représenté, entre 2005 et 2011, respectivement 75 % des stocks et 82 % des revenus d'IDE français à l'étranger (Nivat, 2013). Le degré de concentration des exportations de biens par les grands groupes est également très élevé et supérieur à celui des États-Unis et de plusieurs pays européens (Allemagne et surtout Italie) [36].

Les groupes français figurent aussi en bonne place dans la hiérarchie des grands groupes mondiaux. Selon la Cnuced, 11 groupes français émargent au classement des 100 principales STN publié en 2014, derrière les États-Unis (16 STN) et le Royaume-Uni (16), mais devant l'Allemagne et le Japon (10 chacun). Les groupes français multinationaux, à la différence des groupes allemands, sont de mieux en mieux représentés dans le classement des 500 plus grands groupes mondiaux classés selon le montant de leur capitalisation boursière : 24 groupes français figurent au classement de 2013 du *Financial Times*, contre 18 groupes seulement en 1986 (Véron, 2014), un rang qui contraste avec le recul du poids de l'économie française dans le PIB mondial et qui illustre le dualisme du système productif français. Mais ces bonnes performances des grands groupes français sont d'une part celles qui sont appréciées par les marchés financiers, l'indicateur retenu étant celui de leur capitalisation boursière ; d'autre part, elles proviennent surtout de leurs résultats à l'étranger, au prix d'un désengagement industriel en France [37].

Lorsqu'on dépasse le critère du simple classement mondial, les performances des groupes français apparaissent moins brillantes. Une comparaison entre leur comportement et celui des groupes allemands indique qu'ils s'intègrent dans les CVM dans des conditions moins favorables que leurs concurrents, ce qui en limite en retour les effets attendus pour l'économie nationale (Fontagné, Toubal, 2011). Plus sévère, le Fonds monétaire international (FMI) estime, sur la base des données du commerce international

34. Les flux d'investissements directs sortants et entrants ont nettement diminué en 2013, en partie en raison de l'adoption de la nouvelle méthodologie utilisée. Ils ont atteint respectivement 7 et 13 milliards d'euros selon la Banque de France (2013).
35. Les filiales étrangères en France emploient 12,5 % des salariés, mais ce taux monte à 21,2 % dans l'industrie (Insee, 2013).
36. *Études et éclairages*, n° 27, décembre 2011, http://lekiosque.finances.gouv.fr.
37. Selon le cabinet Trendéo, les grandes entreprises ont détruit 60 000 emplois en France entre 2009 et fin 2013.

en valeur ajoutée, que « le rôle pivot de la France dans la chaîne de valeur européenne est devenue marginal lorsqu'on établit des comparaisons internationales [38] » (IMF, 2014:18). Une autre étude confirme la position fragile des groupes français dans les CVM, qui s'expliquerait par l'insuffisance d'investissements intangibles (R&D, services aux clients, etc.) et dans les technologies de l'information et de la communication (TIC). Même dans le secteur des transports (automobile, équipement ferroviaire, aéronautique et spatial, construction et réparation navale), qui représente traditionnellement un point fort de l'industrie française, le degré de participation dans les CVM est jugé insuffisant en comparaison des concurrents directs que sont l'Allemagne, la Corée du Sud et le Japon (van der Marel, 2015:17).

Autant dire que l'industrie française dans son ensemble ne tire guère d'avantages de la présence des grands groupes français dans les CVM, ce qui illustre une fois de plus le fait qu'une réflexion spécifique sur la place des grands groupes dans le système productif de la France est cruciale pour analyser les problèmes de compétitivité de l'industrie française (Sauviat, Serfati, 2013).

Un examen plus détaillé de la base de données sur les IDE établie par la Banque de France montre que l'UE demeure de très loin la principale région d'implantation des groupes français [39]. En termes d'implantation géographique par pays, les États-Unis viennent en tête du stock d'IDE (avec 15,7 % du total), suivis par l'Allemagne (9,6 %), le Royaume-Uni (8,7 %) et à niveau quasi égal par l'Italie (6,5 %) et l'Espagne (6 %). Le Brésil (4,6 %) et la Chine (3,7 %) sont des pays où les implantations des groupes français progressent régulièrement. Du point de vue sectoriel, un trait marquant de l'IDE est l'importance de la branche des banques et assurances. En 2013, l'encours d'IDE réalisé par cette branche représente 27 % du total de l'encours des IDE sortants français, résultat d'autant plus remarquable que la valeur ajoutée de ce secteur ne compte que pour moins de 5 % du PIB. L'industrie manufacturière vient ensuite avec 26 % des encours d'IDE sortants, étant également surreprésentée par rapport à son poids dans le PIB (11,3 %). Dans le cas de l'industrie automobile, la Suisse, qui n'est qu'un partenaire marginal de la France en matière de commerce extérieur de la branche (respectivement 1,5 % des exportations et 0,2 % des importations totales en 2013 selon les statistiques douanières), arrive en revanche au premier rang des pays du point de vue du montant des IDE sortants de la branche (près de 20 % de l'encours des IDE réalisés à l'étranger en 2013 selon les données de la Banque de France). Ce qui signifie que ce pays sert

38. « The role of France as a hub in the European value chain has become marginal by international standards. »
39. Les calculs qui suivent ont été faits à partir de la base de données de la Banque de France, https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure.htm.

principalement de support aux activités financières des deux constructeurs français, sans lien avec leurs stratégies industrielles [40].

Ces flux d'IDE, en augmentation au cours des dernières années, se sont évidemment traduits par une croissance des activités hors de France des grands groupes. Une corrélation semble d'ailleurs solidement établie au niveau des groupes, entre d'une part leur commerce intra-groupe de biens et services et d'autre part, leurs IDE, puisqu'on retrouve pour l'essentiel les mêmes grands groupes dans le classement des 100 premières entreprises exportatrices de marchandises et de capitaux (*i.e.* d'IDE). Il semble d'ailleurs acquis que les décisions d'investir dans un pays soient pratiquement toujours précédées par des flux d'exportations en direction du pays ciblé, voire d'importations en provenance de celui-ci, témoignant d'un effet d'apprentissage du marché local par les groupes (Gazaniol, 2012).

On peut également mesurer l'internationalisation des grands groupes français par la part de leur chiffre d'affaires réalisée à l'étranger : en 2010, celle-ci était de 55 % [41], dont environ la moitié réalisée dans l'UE. Ainsi, le montant de leur chiffre d'affaires à l'étranger était neuf fois plus important que celui de leurs exportations (le même ratio était de trois pour les entreprises de taille intermédiaire – ETI – et deux pour les PME). C'est encore plus vrai des groupes du CAC 40, qui réalisent en effet 70 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger (Ernst &Young, 2013). Dans certains groupes, ce ratio atteint même 90 %, voire plus (EADS, STmicroelectronics, Pernod Ricard, Solvay, Schneider, Kering, Sanofi, Vallourec) [42]. En conséquence, les profits réalisés hors de France par les grands groupes du CAC 40 représentent une partie importante et croissante de leurs profits totaux, voire dépassent largement dans certains cas le résultat net consolidé du secteur [43]. En moyenne, les revenus nets d'IDE de ces groupes ont atteint 60 % de leurs résultats nets courants consolidés de 2008 à 2011, après y avoir contribué pour un peu plus de la moitié entre 2005 et 2007 [44]. Le secteur du « commerce et services marchands » apparaît très internationalisé : en 2010, il employait 55,4 % de ses effectifs à l'étranger et y dégageait 43,2 % de son chiffre d'affaires. Cet ensemble très hétérogène englobe

40. La Suisse compte en effet une présence importante de filiales financières des deux groupes automobiles français (banque, assurance, gestion du risque de change et de trésorerie), Pour le groupe PSA, on y trouve les implantations de BPF Finance Suisse SA, BPF Auto ABS Swiss Lease, PSA International. Pour le groupe Renault, on y trouve les implantations de RCI banque et de Renault Finance, une société spécialisée dans la gestion des risques de change et de taux d'intérêt.
41. D'après l'étude de Boccara, Hecquet, D'Isanto *et alii* (2013), sur la base du suivi de 135 grands groupes français.
42. « CAC 40 : 2/3 des salariés sont basés hors de France », *Les Échos*, 12 novembre 2013.
43. C'est notamment le cas du secteur des biens de consommation, dû en particulier aux deux groupes automobiles français (PSA Peugeot Citroën et Renault), qui affichaient en 2009 des profits à l'étranger très importants en dépit d'un résultat net consolidé négatif (Nivat, 2013).
44. Voir Nivat (2013), *op. cit*. Les revenus d'IDE calculés dans l'article n'intègrent que les profits des filiales étrangères de premier rang (c'est-à-dire directement contrôlées ou investies par des sociétés françaises), puisqu'il n'est pas possible d'avoir accès aux comptes des entreprises non résidentes qui sont des filiales de groupes français.

le commerce de détail contrôlé par les grands réseaux de distribution qui investissent fortement à l'étranger, mais également une série d'activités qui procèdent pour une partie parfois essentielle des échanges intra-firmes des grands groupes et qui ont donc une forte composante financière (voir *infra*). Ensuite viennent les groupes des industries manufacturières dont la part d'activité réalisée hors de France représente 37,9 % de leur chiffre d'affaires. Ces groupes appartiennent principalement au secteur du pétrole, de l'automobile, de l'aéronautique et de la pharmacie.

Les IDE et les échanges intra-groupes servent aussi de support à des opérations financières dont les objectifs sont l'optimisation fiscale, la création de filiales bancaires dans les paradis fiscaux et la recherche de rentes.

II.3. Dimensions financières de l'IDE et stratégies d'optimisation fiscale

Les IDE constituent non seulement un vecteur privilégié de l'internationalisation des grands groupes français, mais ils facilitent également la constitution d'un espace mondial interne. Cet espace est le lieu d'une importante accumulation et circulation financière (facturation de prestations croisées internes), qui repose notamment sur le triptyque prix de transfert/échanges de services/centres extraterritoriaux. Les prix de transfert (PDT), premier volet de ce triptyque, sont des prix fixés en interne par les groupes pour les transactions de biens et services entre leurs filiales localisées dans différents pays.

Étant donné qu'environ un tiers du commerce mondial porte sur des échanges intra-firmes, il n'est pas surprenant que les PDT soient un enjeu décisif pour les groupes en termes d'optimisation fiscale. Comme cela est largement reconnu aujourd'hui, les flux d'échanges intra-groupes sont extrêmement difficiles à contrôler par l'administration fiscale car ils portent en général sur des biens intangibles (ou immatériels), tels que les services administratifs, la publicité, la gestion financière, les redevances, etc., qui sont internes aux groupes et peu comparables à des transactions marchandes. L'impact de l'utilisation des PDT par les groupes français afin de transférer des ressources vers les « paradis fiscaux » est considérable. Les revenus non déclarés en France par les groupes en raison de ce comportement s'élevaient à 8 milliards d'euros en 2008, et n'ont cessé d'augmenter depuis (Vicard, 2014:19).

Le second volet du triptyque qui alimente la circulation financière intra-groupe concerne les échanges de services, sur lesquels portent en grande partie les PDT. Les analyses des flux internationaux mesurés en valeur ajoutée ont montré que les services occupent une place plus importante que généralement admise : ces derniers comptent selon cette mesure pour 42 % des exportations des pays du G20 et pour plus de 50 % de celles des

pays comme la France, le Royaume-Uni ou l'Inde. Or, une partie importante de ces flux internationaux de services (services d'administration, de comptabilité, de gestion de services, de location de matériels ou immobilière, etc.) circule dans l'espace interne des groupes, entre maison mère et filiales et aussi entre filiales du groupe.

En ce qui concerne la France, on peut avoir une indication de l'ampleur de la circulation intra-firmes de ces services, en particulier ceux qui sont comptabilisés dans la balance des transactions courantes dans la rubrique « autres échanges de services [45] ». Ce poste représente environ 40 % de la valeur des services exportés par les entreprises résidentes en France (Gaulier, Milet, Mirza, 2010), suivi par les « brevets et licences » (environ 15 % de toutes les exportations de services réalisées par les entreprises résidentes en France). Ces échanges de services se répartissent à 60 % en dépenses de R&D et à un peu plus de 20 % en frais de gestion. Or, ce sont précisément ces flux « intangibles » (échanges de services en R&D, frais de gestion administrative, de la propriété intellectuelle) qui constituent les vecteurs les plus efficaces de l'optimisation fiscale et de la maximisation des dividendes, comme le souligne une abondante littérature sur le sujet (Dischinger, Riedel, 2011).

Ainsi, les grands groupes se distinguent par leur capacité à organiser une circulation financière transfrontalière, dont une partie échappe au contrôle des autorités réglementaires. Les objectifs de cette circulation financière sont de différentes natures. Ils peuvent, par exemple, viser une augmentation des revenus des actionnaires situés dans d'autres pays, chercher à optimiser la gestion à des fins de placement sur les marchés des actifs financiers les plus rémunérateurs ou encore, comme cela commence à être mieux documenté, à obtenir une réduction artificielle du montant des profits imposables dans le pays d'origine, grâce à la facturation de l'essentiel de ces services aux filiales créées dans les centres extraterritoriaux (CET), ainsi que les investigations poussées du Congrès américain l'ont montré pour les grands groupes du secteur des technologies de l'information (Apple, Google, Microsoft, etc.).

Les groupes français sont particulièrement actifs en matière d'optimisation fiscale, comme le montrent tant les enquêtes réalisées par les ONG et les médias [46] que les statistiques d'IDE. En effet, les principaux pays qui investissent en France sous forme d'IDE (entrants) sont la Belgique, les Pays-Bas et le Luxembourg. Cependant, la méthodologie de la balance des

45. Les autres postes de services enregistrés dans la balance des transactions courantes concernent le transport, les télécommunications, les voyages et les activités du secteur financier.
46. Le consortium international de journalistes d'investigation (ICIJ) a révélé 28 000 pages de documents secrets et 548 accords fiscaux confidentiels conclus entre les grands groupes mondiaux (conseillés par le cabinet Pwc) et le Luxembourg. Les documents font état de 230 accords secrets avec des groupes américains, 197 avec des groupes britanniques, 86 avec des groupes allemands, 67 avec des groupes suisses, 58 avec des groupes français.

paiements fondée sur la détermination du pays de résidence des investisseurs ultimes montre qu'une partie importante des IDE en provenance de ces trois pays y est de fait réalisée par des filiales de grands groupes français : les entreprises françaises sont ainsi le troisième investisseur « étranger » en France (13 % du stock total d'IDE entrants en France), derrière l'Allemagne (15 %) et les États-Unis (21 %) (Banque de France, 2013:37).

Les montages destinés à l'optimisation fiscale et qui passent par des échanges de « services » sont extrêmement complexes [47]. Ils transitent systématiquement par les pays à fiscalité avantageuse (Pays-Bas, Luxembourg, Irlande, etc.). Avec les CET, on est en présence du dernier élément du triptyque qui concourt à donner à l'IDE sa forte connotation financière. La facturation de services par des filiales situées dans les CET à d'autres filiales de pays à fiscalité plus élevée au titre des frais d'administration, de redevances, etc. constitue un vecteur privilégié de l'érosion de la base d'imposition dans les pays développés, qui permet le transfert des bénéfices vers des pays plus « accueillants ». Ainsi, en matière de « services de gestion », les groupes français de la grande distribution ont mis en place des centrales d'achat dans les CET, qui prélèvent des commissions pouvant aller jusqu'à 5 % du prix du produit auprès des entreprises qui souhaitent commercialiser leurs produits dans les supermarchés. Il n'est pas non plus inhabituel qu'une redevance de 10 % du chiffre d'affaires issue des droits de propriété intellectuelle soit prélevée sur les marques par la direction du groupe auprès des filiales. Il suffit pour cela de créer dans un pays à faible fiscalité (ou à fiscalité nulle) une marque « ombrelle » – une marque sur la marque – dont le logo qui apparaît sur le produit final est facturé à une filiale vendant des produits de luxe et localisée en France [48].

En conséquence de ces pratiques, les grands groupes français ont non seulement un taux implicite d'imposition sur les bénéfices (27,5 % en 2011) bien inférieur au taux nominal en vigueur en France (33 %), mais ce taux est aussi inférieur d'environ 10 points à celui acquitté par les PME (37 %), et atteint à peine celui versé par les ETI (28 %) (Partouche, Matthieu, 2011). De surcroît, ces données ne concernent que la base imposable en France. Or, afin de diminuer le montant des impôts versés, les directions de groupes ont multiplié à l'envi les créations de filiales dans les territoires à faible taux d'imposition (tableau 1).

Le nombre de ces dernières a en effet augmenté de près de 71 % entre 2009 et 2012, réduisant à leur juste place la valeur des déclarations des gouvernements français en faveur de la lutte contre les « paradis fiscaux » et l'évasion fiscale. En outre, le nombre de filiales de groupes

47. Quelques exemples sont donnés dans Assemblée nationale (2013, rapporteur Pierre-Alain Muet).
48. Ces deux exemples sont donnés par M. Sivieude, Directeur des vérifications nationales et internationales (Bocquet, 2012:tome 2, p. 222).

industriels français qui y sont implantées a augmenté de plus de 40 % sur la période.

Tableau 1. Évolution du nombre de filiales de groupes français dans les centres extra-territoriaux (2009-2012)

	2009	2012	Taux de croissance 2009-2012 (en %)
Nombre total de filiales	1 470	2 511	70,8
Dont filiales de groupes industriels	1 087	1 537	41,4
Filiales de groupes industriels/Total	73,9	61,2	

Source : données reconstituées à partir de Tax Justice Network et *Alternatives économiques* (2010) pour l'année 2009 et Bocquet (2012) pour l'année 2012.

Conclusion

Cet article a examiné les relations entre la finance et les activités de production en se centrant sur les groupes industriels, forme archi-dominante de l'entreprise dans le capitalisme contemporain. Avec la déréglementation des marchés financiers dans les années 1980 puis la généralisation du régime de la création de valeur pour l'actionnaire dans les années 1990, les formes productives et financières de valorisation du capital y sont en constante interaction, mais aussi en tension permanente. Au cours des dernières décennies, les directions des sociétés mères ont renforcé les processus de centralisation et de gestion des actifs financiers au sein des groupes, y compris sous la forme hautement liquide de l'accumulation de trésorerie valorisée à court terme sur les marchés financiers.

Plus récemment, l'accélération de l'internationalisation des groupes et leur insertion au sein des chaînes de valeur mondiale leur a permis d'organiser une importante circulation financière, source de profits financiers qui reposent notamment sur la manipulation des prix de transfert, liés au développement d'échanges de prestations de services et d'activités localisées dans les « centres financiers extraterritoriaux ». Ce processus s'est également accompagné d'une augmentation de leur pouvoir, notamment face aux entreprises de taille plus réduite, fournisseurs et sous-traitants desquels les grands groupes peuvent tirer des rentes de position.

Ce constat d'une capacité accrue des grands groupes grâce à l'internationalisation de ponctionner une partie de la valeur créée sans mobiliser nécessairement leurs capacités de production ou leurs bases productives rejoint ceux établis par les travaux de la littérature critique en économie, qui pointent à un niveau macroéconomique les effets négatifs de la domination

de la finance sur la croissance. Une prochaine étape de notre travail consistera à approfondir, à partir d'études de cas sectoriels, les effets des processus de financiarisation et d'internationalisation sur les stratégies des groupes, notamment en termes d'investissement et d'emploi.

Références bibliographiques

Aglietta M. (1998), « Le capitalisme de demain », *Notes de la fondation Saint Simon*, n° 101, novembre.

Aglietta M., Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.

Assemblée nationale (2013), *Rapport d'information déposé en application de l'article 145 du Règlement par la Commission des Finances, de l'Économie générale et du contrôle budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information sur l'optimisation fiscale des entreprises dans un contexte international*, n° 1243, 10 juillet.

Banga R. (2013), « Measuring Value in Global Value Chains », *Background Paper*, n° Rvc-8, UNCTAD, Geneva, May.

Banque de France (2013), *La balance des paiements et la position extérieure de la France*, Rapport annuel 2013, Paris.

Béguin J-M., Hecquet V., Lemasson J. (2012), « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait », *Insee première*, n° 1399, mars.

Birkinshaw J., Braunerhjelm P., Holm U., Terjesen S. (2005), « Why Do Some Multinational Corporations Relocate Their Headquarters Overseas? », *Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation*, n° 54, CESIS, December.

Boccara F., Hecquet V., D'Isanto A., Picard T. (2013), « L'internationalisation des entreprises et l'économie française », in *Les entreprises en France*, Paris, Insee Références, p. 85-103.

Bocquet E. (2012), *Rapport n° 673 (2011-2012)*, *fait au nom de la Commission d'enquête Évasion des capitaux*, déposé le 17 juillet.

Boyer R. (2000), « Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism: A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, February, p. 111-145.

Broyer S., Fava L. (2011), « Le Fordisme financier ou pourquoi l'industrie automobile a tant souffert de la crise financière », *Revue d'économie industrielle*, n° 134, 2e trimestre, p. 85-103.

Carlino L., Dairay G., Mangin C., Servant F. (2014), « La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », *Bulletin de la Banque de France*, n° 196, 2e trimestre, p. 1-18.

Chandler A.D. (1992), « The Functions of the HQ Unit in the Multibusiness Firm », *Strategic Management Journal*, n° 12, Winter, p. 31-50.

Chesnais F. (1997a), « L'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière », *La Pensée*, n° 309, janvier-mars.

Chesnais F. (1997b), *La mondialisation du capital*, Paris, Syros.

Cnuced (2013), *Rapport sur l'investissement dans le monde 2013. Les chaînes de valeur mondiales: l'investissement et le commerce au service du développement*, Genève, http://unctad.org/fr/PublicationsLibrary/wir2013overview_fr.pdf

Coriat B. (2008), « L'installation de la finance en France », *Revue de la régulation*, n° 3/4, automne.

Dischinger M., Riedel N. (2011), « Corporate Taxes and the Location of Intangible Assets within Multinational Firms », *Journal of Public Economics*, vol. 95, n° 7-8, p. 691-707.

Dugger W.M. (1992), *Underground Economics: A Decade of Institutionalist Dissent*, Armonk, M.E. Sharpe.

Ernst & Young (2013), *L'activité internationale des entreprises du CAC 40*, Édition 2013.

Fontagné L, Toubal F. (2011), « Commerce de biens intermédiaires et compétitivité », *Rapport d'étude*, n° 2011-03, CEPII, Rapport pour le Sénat, version 6 mai.

Gaulier G., Milet E., Mirza D. (2010), « Les firmes françaises dans le commerce international de services », *Économie et Statistique*, vol. 435-436, p. 125-147.

Gazaniol A. (2012), *Internationalisation, performances des entreprises et emploi*, Paris, Presses des Mines.

Guadelupe M., Li H., Wulf J. (2012), « Who Lives in the C-Suite? Organizational Structure and the Division of Labor in Top Management », *Working Paper*, n° 12-059, Harvard Business School.

Guy Y., du Tertre R. (2014), « La rentabilité économique et financière des grands groupes non financiers cotés en France, de 1992 à 2010 », Présentation au groupe de travail du Cnis « Coût du capital », Paris, 10 septembre.

Husson M. (2013), « Un essai de mesure de la ponction actionnariale », note Hussonet n° 63, 7 novembre.

IMF (2011), « United States », *Country Report*, n° 11/201, Washington, D.C., July 7.

IMF (2014), « France In The Global Value Chains: Revisiting The Competitiveness Loss », *Country Report*, n° 14/183, Washington, D.C., July.

Insee (2013), *Les entreprises étrangères en France*, Édition 2013, Paris.

Insee (2014), « Les services marchands en 2013. Rapport sur les comptes », *Document de travail*, E 2014/06, Direction des statistiques d'entreprises, Paris, juillet.

Lazonick W. (2014), « Innovative Enterprise and Shareholder Value », *AIR Working Paper*, 14-03/01, March.

Lorenzi J.-H., Villetelle J.-P. (2014), *Une double nécessité : stabiliser la loi, aménager les procédures de vérification pour les acteurs publics locaux*, Rapport annuel de l'Observatoire des délais de paiement, janvier.

Marx K. (1867/2015), *Le Capital*, Paris, Éditions Sociales.

Miroudot S., Lanz R., Ragoussis A. (2009), « Trade in Intermediate Goods and Services », *OECD Trade Policy Working Paper*, n° 93, TAD/TC/WP (2009)1/FINAL, November 3.

Morin F. (1974), *La structure financière du capitalisme français*, Paris, Calmann-Lévy.

Morin F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris, Les Éditions de Bercy.

Nivat D. (2013), « Les profits des groupes du CAC 40 – Quelle contribution des revenus d'investissements directs à l'étranger ? Une évaluation sur la période 2005-2011 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 192, 2e trimestre, p. 19-30, https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/BDF192_Etude2.pdf.

Nobel C. (2012), « Crowded at the Top: The Rise of the Functional Manager », *Working Knowledge*, Harvard Business School, March 12, http://hbswk.hbs.edu/item/6937.html.

OCDE (2007), *Progresser le long de la chaîne de valeur : rester compétitif dans l'économie mondiale*, Paris.

OECD (2012), « Mapping Global Value Chains », *Report TAD/TC/WP/RD(2012)9*, December 3, Working Party of the Trade Committee, 4-5 December, The OECD Conference Centre, Paris.

Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Partouche H., Matthieu O. (2011), « Le taux de taxation implicite des bénéfices en France », *Trésor-éco*, n° 88, juin.

Picart C. (2003), « Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Économie et Statistiques*, n° 363-364-365, p. 207-234.

Saito M., Ruta M., Turunen J. (2013), *Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains*, IMF, August 26, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/082613.pdf*.

Sauviat C., Serfati C. (2013), « La compétitivité de l'industrie française : évolution des débats, initiatives et enjeux », *Document de travail de l'IRES*, n° 04, mai.

Serfati C. (1996), « Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie », *in* Chesnais F. (dir.), *La Mondialisation financière, Genèse, enjeux et coûts*, Paris, Syros.

Serfati C. (2008), « Financial Dimensions of Transnational Corporations, Global Value Chain and Technical Innovation », *Journal of Innovation Economics & Management*, n° 2, p. 35-61.

Soulage B. (1989), « Les groupes "industriels" face aux innovations financières », *Revue d'économie industrielle*, n° 47, 1er trimestre, p. 80-88.

Standard & Poor's (2014), « Global Corporate Capital Expenditure Survey 2014 », June.

Stockhammer E. (2004), « Financialisation and the Slowdown of Accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 5, p. 719-741.

UNCTAD (2011), « World Investment Report – Non-equity Modes of International Production and Development », Geneva.

UNCTAD (2013), « World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development », Geneva.

Van der Marel E. (2015), « Positioning on the Global Value Chain Map: Where Do You Want to Be? », *ECIPE Occasional Paper*, n° 01/2015.

Véron N. (2014), « Even After "Losing" Alstom, France Has More Corporate Champions than Most », *Vox-fi*, May 15, http://www.voxfi.fr/even-after-%E2%80%9Closing%E2%80%9D-alstom-france-has-more-corporate-champions-than-most/.

Vicard V. (2014), « Transfer Pricing of Multinational Companies, Aggregate Trade and Investment Income », October, http://vicard.univ.free.fr/research.htm.

Williamson O. (1975), *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications*, New York, Free Press.

Williamson O. (2007), « An Interview with Oliver Williamson », *Journal of Institutional Economics*, vol. 3, n° 3, p. 373-386.