la cgt

Recherche et Renouveau syndical

Centre Études & Prospective – Groupe ALPHA

Comment le capital a sacrifié l'investissement dans la crise (2008-2014)

Mobiliser la BDES pour outiller les représentants du personnel dans l'analyse du coût du capital

Clément Bouillet, Alain Petitjean, Antoine Rémond

ires
INSTITUT DE RECHERCHES ECONOMIQUES ET SOCIALES

Janvier 2019

GROUPE ALPHA
CENTRE ÉTUDES & PROSPECTIVE

Comment le capital a sacrifié l'investissement dans la crise (2008-2014)

Mobiliser la BDES pour outiller les représentants du personnel dans l'analyse du coût du capital

Clément Bouillet*, Alain Petitjean, Antoine Rémond

**jusqu'en novembre 2017*

Janvier 2019

TABLE DES MATIERES

SYNTHESE..... 7

1. **Introduction : le coût du capital, un non-dit dans le débat économique 7**
2. **Au cœur de notre analyse, la notion de flux temporel..... 8**
3. **Méthodologie : un échantillon issu des comptes sociaux des entreprises, au plus près de l'économie réelle..... 9**

L'échantillon observé, reflet de l'économie domestique française..... 9

Une analyse sur la période 2008-2014..... 9

Un échantillon conséquent, constant sur la période..... 9

4. **Nos principaux enseignements : ou comment le capital a sacrifié l'investissement……... 10**
5. **Le recours à la BDES pour une analyse du coût du capital dans les entreprises..... 12**

1RE PARTIE : EVALUATION DU COUT DU CAPITAL : DE LA DIFFERENCE DES METHODES A LA DIFFERENCE DES RESULTATS..... 13

1. **Le recours au coût moyen pondéré du capital et ses limites..... 14**

Le coût moyen pondéré du capital dans la finance d'entreprise : des différences notables d'estimation..... 14

Le recours au coût moyen pondéré du capital pour des comparaisons internationales..... 18

2. **Le coût du capital dans les grands groupes cotés..... 23**
3. **Une évaluation du coût du capital à partir des données de la Comptabilité nationale..... 33**

L'augmentation du coût du capital : mise en évidence du surcoût du capital financier et de ses effets économiques..... 33

Questionnement sur la mesure du coût du capital et mise en discussion du coût du capital économique..... 36

4. **Conclusion..... 37**

2E PARTIE : UNE EVALUATION DU COUT DU CAPITAL A PARTIR DE DONNEES COMPTABLES D'ENTREPRISES 39

1. Choix méthodologiques 40

Le recours aux comptes sociaux des entreprises 40

Une analyse sur la période 2008-2014 41

Un échantillon conséquent, constant sur la période 41

2. Une faible croissance de la valeur ajoutée et des besoins en capitaux peu marqués 45

3. Une baisse de la rentabilité économique et financière des entreprises 49

4. Un maintien du coût du capital 52

5. Un effondrement de l'investissement 56

6. Comment articuler l'analyse des comptes sociaux et celle des comptes consolidés 60

7. Analyse de l'échantillon par taille d'entreprises et par secteurs 71

Analyse par taille d'entreprises 71

Analyse par secteurs 76

8. Les apports de notre observation 79

3E PARTIE : LA PRISE EN COMPTE DU COUT DU CAPITAL DANS LA BDES, UN OUTIL POUR LES REPRESENTANTS DU PERSONNEL 83

1. La BDES, un outil précieux pour apprécier les problématiques d'investissement et de prélèvements du capital 83

2. Les failles à combler pour une lecture du coût du capital au niveau de l'entreprise 86

3. Vadémécum pour une analyse du coût du capital et de l'investissement au niveau de l'entreprise 89

Analyse comparée du coût du capital et de l'investissement : valeurs brutes 89

Analyse des conditions de formation de la valeur ajoutée 93

Analyse des modes de prélèvement du coût du capital **102**

Analyse des formes alternatives d'investissement **103**

4. Conclusion **105**

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES **107**

Cette recherche a été réalisée dans le cadre de la convention d'études conclue pour l'année 2014 (projet n° 4) entre l'Institut de recherches économiques et sociales (Ires) « *au service des organisations représentatives de travailleurs* » et la Confédération générale du travail (CGT).

SYNTHESE

1. Introduction : le coût du capital, un non-dit dans le débat économique

Dans le débat économique et politique actuel, le coût du travail fait l'objet d'une attention continue. Toutes les raisons paraissent bonnes aux économistes libéraux pour demander sa baisse. Pourtant, il ne s'agit après tout que de l'un facteur parmi d'autres, dans la formation des coûts et des prix. Et par ailleurs, le coût du travail est aussi le reflet du pouvoir d'achat et de la prospérité d'un pays…

En 2013, à l'initiative de la CGT, une première étude macroéconomique avait analysé, sur longue période, le comportement du capital, en comparant le coût du capital (prélevé par lui pour rémunérer ses apports passés à l'entreprise) et l'investissement productif (consacré à la préparation de l'avenir).

Cordonnier *et alii* (2013) avaient alors constaté que la part des profits consacrés à l'investissement avait fortement baissé à la fin des années 1970, à l'occasion des crises pétrolières ; puis qu'elle était restée basse pendant la période de désinflation compétitive et des politiques de rigueur visant la reconstitution des marges des entreprises. A l'inverse, la part des profits distribués en dividendes avait beaucoup augmenté. La reconstitution des marges des entreprises avait alimenté les dividendes et les frais financiers, et non pas relancé l'investissement. Ils en avaient déduit que le capital exerçait un surcoût croissant, qu'il faisait peser sur les entreprises et sur l'économie.

Distinguant capital économique et capital financier, Cordonnier *et alii* (2013) avaient calculé un indicateur de surplus du capital financier, mesurant l'excès de coût du capital. Cet indicateur estimait un surcoût du capital compris entre 50 % et 90 % du coût du capital réel sur la période 1987-2011, en très forte augmentation par rapport à la fin des années 1970.

En 2014, la CGT a souhaité poursuivre cette analyse, en observant la réalité de ce surcoût du capital, sur la période de crise 2008-2014 (crise financière dite de Lehman Brothers en 2008 ; crises monétaires et bancaires de 2011). Mais surtout, la CGT a souhaité que cette analyse se mène au plus près des entreprises et de leurs salariés. Dans les entreprises françaises, comment le capital s'est-il comporté durant la crise ? A-t-il allégé son coût ? A-t-il répondu à la crise par

des investissements d'avenir ? Ou, au contraire, a-t-il maintenu son prélèvement, pesant dans ce cas comme un surcoût au regard des besoins des entreprises, des salariés, et de l'économie réelle ?

C'est le sens de l'étude commandée par la CGT à SECAFI, menée sur un échantillon profond de 23 000 entreprises représentant deux millions de salariés et 570 milliards d'euros de chiffre d'affaires.

2. Au cœur de notre analyse, la notion de flux temporel

Au cœur de notre analyse, la notion de flux temporel joue un rôle essentiel.

Dans l'économie capitaliste, l'entreprise vise à dégager un excédent : nous l'appellerons **Disponible avant prélèvement du capital**. Ce dernier alimente, soit l'**accumulation du capital** (thésaurisée), soit le **flux temporel** (immédiatement décaissé).

Ce flux temporel est **la somme de deux composantes :**

- Le **coût** (réellement décaissé) **du capital** : soit la somme des dividendes versés et des frais financiers nets ;
- Et **l'investissement corporel**.

Le flux temporel mesure le prélèvement fait par l'entreprise, sur ses ressources annuelles, pour assurer la **rémunération du passé** (le coût du capital engagé) et de la **préparation de l'avenir** (l'investissement). Son observation permet d'apprécier et de comparer les **trajectoires respectives du coût du capital, et de l'investissement.**

On peut alors en déduire quel arbitrage est fait entre ces deux dimensions : quel est le rapport entre rémunération du passé et préparation de l'avenir, donc entre coût du capital et investissement ? Et comment ce rapport évolue-t-il ?

3. Méthodologie : un échantillon issu des comptes sociaux des entreprises, au plus près de l'économie réelle

L'échantillon observé, reflet de l'économie domestique française

La base de données DIANE couvre l'essentiel des sociétés françaises, tenues de déposer leurs comptes annuels auprès des greffes de tribunaux de commerce. En d'autres termes, cette base ne contient donc pas de données consolidées à l'échelle des groupes. Elle fournit donc des données pour des sociétés indépendantes d'un groupe, ou des filiales françaises (exclusivement) en cas d'appartenance à un groupe. Elle reflète dès lors les activités réalisées effectivement par les salariés français. L'investissement qu'elle mesure soutient et prépare l'avenir de leurs métiers. Le coût du capital qui y apparaît est prélevé sur leur travail et leurs activités de production, de biens ou de services marchands.

Une analyse sur la période 2008-2014

Nous avons fait le choix de suivre l'évolution de ces indicateurs depuis 2008, ce qui permet de retracer l'empreinte de la crise des *subprimes* (fin 2008), celle des dettes souveraines (2011-2012) et les années postérieures. Au lancement de cette étude, les dernières données disponibles dataient de 2014. Au-delà, l'échantillon disponible s'amenuisait trop fortement. Par ailleurs, le choix de cette période permet d'effectuer une comparaison avec un échantillon de groupes cotés.

Un échantillon conséquent, constant sur la période

Selon les années, la base contient entre 38 000 et 59 000 entreprises. Dans un souci de comparabilité, nos analyses ont porté sur les seules entreprises présentes dans la base tout au long de notre observation. Sur la période 2008-2014, cela représente un échantillon de 22 917 entreprises, dont le chiffre d'affaires total atteint 570 milliards d'euros, et dont les effectifs dépassent deux millions de salariés.

Les caractéristiques de notre échantillon sont les suivantes montrent :

- un poids des secteurs proche de celui observé pour l'ensemble de l'économie ;

- une surreprésentation des PME et des ETI au détriment des grands groupes mondialisés, et des microentreprises ;
- par construction, les entreprises en création, ou au contraire en disparition, n'y figurent pas.

Ainsi, notre échantillon est conforme à notre intention de mesurer le coût du capital et l'investissement, dans les entreprises réelles de l'économie domestique, là où travaillent les salariés.

4. Nos principaux enseignements : ou comment le capital a sacrifié l'investissement

Les analyses sur cette période 2008-2014, de crise et de rétablissement de l'économie, sont sans appel : **le maintien du coût du capital contraste avec le sacrifice de l'investissement.**

Notre premier constat établit, certes, que **la crise a laissé une marque réelle** sur les entreprises de notre échantillon. Le **disponible avant allocation au capital** (avant renouvellement, rémunération et accumulation du capital) **a diminué de 26,8 Mds €** sur la période. Ce reflux de la profitabilité est intervenu en dépit d'une faible croissance de la valeur ajoutée (+ 9,3 Mds €, soit +7,9 %), conforme à la croissance observée dans notre pays (PIB : +7,2 %).

Pourtant, **on constate sur la période une forte accumulation de capital** : les fonds propres ont augmenté de 26,8 Mds €, soit +18,2 % ! Cette accumulation a servi essentiellement au désendettement, pour un montant presque équivalent : -17,7 Mds €, soit - 24,6 %.

Notre second constat est donc que **ce double mouvement de désendettement et d'accumulation du capital est venu aggraver l'impact de la crise**. Au lieu de se réduire de 26,8 Mds €, **le Flux temporel** (disponible pour assurer la rémunération du passé, donc le coût du capital ; et surtout pour l'investissement, donc la préparation de l'avenir) **a été amputé de 53,6 Mds €,** en cumul 2008-2014, soit une diminution de - 19,1 %. **Pour moitié, cette attrition relève de la crise. Pour moitié, d'un comportement volontaire du capital.**

Or, malgré cette attrition, **on ne constate qu'une simple stagnation du coût du capital**. Partant d'un montant initial de 19,8 Mds € en 2008, il fluctue entre 17,6 Mds € (point bas de

2012) et 20,8Mds € (rattrapage de 2013). En moyenne, il s'établit à 19,14 Mds €. En cumul, il baisse de 4 Mds € seulement.

A contrario, et c'est là que le bât blesse, **on relève sur la même période un effondrement de l'investissement corporel.** Partant de 20,3 Mds € en 2008, soit 17,1 % de la valeur ajoutée, il s'est affaissé par palier pour s'établir à 10,5 Mds € en 2014, soit 8,2 % de la valeur ajoutée (point bas à 9,6 Mds € en 2013, soit 7,4 % de la valeur ajoutée. En cumul, il a baissé de 49,6 Mds € !

La part de l'Investissement dans le Flux temporel s'est donc considérablement amenuisée : alors que l'investissement et le coût du capital se partageaient le flux temporel à 50-50 en 2008, cette proportion se déséquilibre totalement en 2014 : l'investissement ne représente plus que 36 %, contre 64 % pour le coût du capital. Le rapport Coût du Capital/Investissement passe de 1 à… 1,80 !

Au sein d'un Flux temporel que les entreprises ont choisi de diminuer, en accumulant du capital et en se désendettant, le coût du capital s'est maintenu, tandis que l'investissement se raréfiait.

Dans l'hypothèse d'un simple maintien du rapport initial de 2008, entre coût du capital et investissement, **il manque 20,5 Mds € d'investissement** en cumul dans l'échantillon sur la période, **soit un déficit d'investissement de 22 %** par rapport aux sommes réellement investies…

A l'issue de notre analyse, il apparaît clairement que **durant cette crise, la fonction Capital n'a pas joué son rôle** :

- **Le capital n'a pas réduit son prélèvement sur l'économie**, qu'il s'agisse des dividendes (en stagnation, il est vrai), et du surplus thésaurisé (très fort comme on l'a vu). Il n'a pas amorti la crise par une modération de son prélèvement global. De même il n'a pas fait jouer l'effet de levier, qui aurait pu amoindrir relativement le coût du capital ;
- **Qui plus est, le capital n'a pas relancé l'investissement**, pour chercher une meilleure efficacité ou de nouveaux positionnements de marché en réponse à la crise. **Au contraire**

un déficit d'investissement de plus de 20 Mds €, soit 22 % du montant souhaitable, **est constaté.**

5. Le recours à la BDES pour une analyse du coût du capital dans les entreprises

Pour apprécier cette problématique de coût du capital, d'investissement d'avenir et d'équilibre entre ces deux utilisations possibles du flux temporel, les représentants du personnel peuvent s'appuyer sur la base de données économiques et sociales (BDES). Celle-ci est un outil pertinent parce que l'investissement et les flux financiers de l'entreprise y figurent explicitement. Elle est donc à la fois fondée sur les données du passé et tournée vers l'avenir, avec un horizon de court terme (deux années à venir en sus de l'année en cours). Toutefois, cette problématique n'est pas lisible en lecture directe. Cela résulte de causes formelles, liées à l'application des principes comptables, et de causes de fond, qui reflètent l'organisation juridique du capitalisme contemporain. Il en résulte un besoin de méthodologie. Il est alors possible de confronter le coût du capital et l'investissement pour mettre en évidence des évolutions qui éclairent sur l'ambition et la finalité mêmes de l'entreprise.

Au-delà, la BDES offre la possibilité d'un questionnement serré du découpage juridique de l'entreprise. Celui-ci peut être la conséquence directe des prix de transfert. L'analyse des relations entre une entreprise et ses sociétés liées ainsi que la comparaison entre la performance d'une entreprise et la performance consolidée permettent alors de les repérer et de mesurer les effets de la distorsion qu'ils introduisent.

Enfin, la BDES permet un questionnement stratégique sur les modes et objectifs de création de valeur de l'entreprise ne passant pas par la valeur ajoutée (valeur de flux, valeur de stocks, valeurs stratégiques, valeurs d'anticipation ou de marché).

1RE PARTIE : EVALUATION DU COUT DU CAPITAL : DE LA DIFFERENCE DES METHODES A LA DIFFERENCE DES RESULTATS

La mesure du coût du capital n'est pas une science exacte. Il existe différentes méthodes pour le mesurer, que ce soit aux niveaux micro ou macro-économiques, en tenant compte du fait que deux principales sources de financement existent pour les entreprises : la dette et les fonds propres. Elles aboutissent à des résultats différents.

L'approche la plus directe pour évaluer le coût du capital pour une entreprise est une approche comptable, consistant à passer en revue les principaux instruments de dette et les différentes façons de constituer des fonds propres, pour déterminer les coûts associés (CNIS, 2015). Le recours à la finance d'entreprise se prête *a priori* le plus directement à cette analyse car la question de la structure de financement de l'entreprise et de la relation de celle-ci avec le coût du capital est l'un des sujets les plus anciens qu'elle traite (*ibid.*).

Dans la finance d'entreprise, le coût du capital est mesuré par le coût moyen pondéré du capital (CMPC), calculé à partir de données financières. Pour cette seule méthode, il peut y avoir des différences importantes d'estimation, selon les hypothèses retenues. Cette méthode peut également être utilisée au niveau macro-économique. Mazet-Sonilhac et Mésonnier (2016) montrent ainsi une légère baisse du CMPC sur la période 2006-2016 en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne.

Un deuxième type de travaux porte sur des données comptables de grandes entreprises cotées, obtenues à partir de leurs comptes consolidés[1] (Du Tertre, Guy, 2008 ; Du Tertre, Guy, 2015). Du Tertre et Guy (2008) montrent ainsi que la part du profit net redistribuée aux actionnaires est en hausse progressive et continue dans le temps. Cette progression se fait surtout au détriment des créanciers et ne se traduit pas par une diminution équivalente de la capacité des grandes entreprises cotées à autofinancer leurs investissements. La capacité d'autofinancement couvre donc les besoins en investissement. Deux facteurs expliquent ce résultat différent par rapport aux travaux de Cordonnier *et alii* (2013) : une profitabilité plus grande des firmes du

[1] La consolidation des comptes est un regroupement qui permet de lier tous les comptes d'opérations de l'entreprise. Dans un groupe constitué de plusieurs sociétés, tous les comptes financiers sont ainsi regroupés en un seul. La consolidation des comptes inclut les actifs et les passifs des différentes filiales de l'entreprise dans ceux de la société-mère.

CAC 40 et une différence dans le concept d'investissement. Au niveau comptable, les données des bilans consolidés agrègent investissement physique et investissement financier, alors qu'au niveau macro-économique, il n'est pas possible de faire une distinction entre croissance interne et croissance externe, et par conséquent d'avoir une idée précise de l'impact de la stratégie d'investissement des groupes. Au niveau macro-économique, les travaux recourent aux données de la Comptabilité nationale.

Cordonnier *et alii* (2013) font le constat que la part des profits consacrés à l'investissement a beaucoup baissé à la fin des années 1970 et est restée basse durant la reconstitution des marges observée après la période de désinflation compétitive et les politiques de rigueur. A l'inverse, la part des profits distribués en dividendes a beaucoup augmenté. Cordonnier *et alii* (2013) distinguent alors capital économique et capital financier, et proposent un indicateur de surplus du capital financier destiné à mesurer l'excès de coût du capital. En comparant le surcoût du capital financier au coût du capital réel, les auteurs aboutissent à un niveau de surcoût du capital compris entre 50 % et 90 % sur la période 1987-2011, en très forte augmentation par rapport à la fin des années 1970. L'élévation de la norme financière dans les grandes firmes s'est diffusée aux petites et moyennes entreprises, ce qui a provoqué une baisse de leur capacité d'autofinancement de projets d'investissement.

L'objet de cette partie est de présenter ces différents travaux relatifs au coût du capital ainsi que les méthodes employées et les discussions qui en résultent.

1. Le recours au coût moyen pondéré du capital et ses limites

Le coût moyen pondéré du capital dans la finance d'entreprise : des différences notables d'estimation

La rémunération des actionnaires est constituée du versement d'un dividende et, le cas échéant, si le titre s'est apprécié pendant la période de détention, d'une plus-value en capital. Cette dernière est latente et ne se concrétise que lorsque l'investisseur cède son titre. A cela s'ajoutent les éventuels rachats par les entreprises de leurs propres actions. Ceux-ci ont des effets différents sur les rémunérations, pour les actionnaires qui vendent leurs titres et pour ceux qui les conservent : les premiers récupèrent leur capital à un cours en général supérieur au prix du marché quand les seconds bénéficient d'une hausse du bénéfice par action. Ainsi, le rachat

d'actions diminue le nombre d'actions en circulation et augmente d'autant, toutes choses égales par ailleurs, le bénéfice par action. Mais, dans ce cas, le risque est également augmenté pour l'actionnaire, en raison de la dégradation de la structure financière qu'engendre l'augmentation du taux d'endettement par rapport aux fonds propres (CNIS, 2015).

Le calcul du coût des fonds propres s'effectue en référence à la rentabilité pour les actionnaires d'un investissement dans l'entreprise, compte-tenu de ces différentes formes de rémunération. Investir dans une entreprise représente un risque qui ne sera couvert que sous réserve d'une rentabilité suffisante.

Coût des capitaux propres = Rémunération des actionnaires (dividendes + (dé)valorisation du cours des actions en cas de cession des titres par son détenteur)
+ rachats d'actions

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) d'une entreprise représente la somme des coûts des capitaux propres et de la dette, pondérés par leurs parts relatives dans le passif de l'entreprise. Dans la finance d'entreprise, le CMPC joue un rôle central car il permet de déterminer la valeur actualisée d'un projet ou la valeur d'une entreprise afin d'actualiser ses cash-flows. Le CMPC se définit de la façon suivante :

$$\text{CMPC} = Ke \times \frac{Ve}{Ve + Vd} + Kd \times \frac{Vd}{Ve + Vd} \times (1 - impôt)$$

où :

- Ke : coût des capitaux propres ;
- Kd : coût de la dette ;
- Ve : valeur des capitaux propres ;
- Vd : valeur de la dette financière nette.

La détermination du CMPC suppose d'appliquer le cadre théorique de la finance d'entreprise. Celui-ci est basé sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), qui permet de mesurer la valeur des actifs financiers dans le cadre général des marchés à l'équilibre (encadré).

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)

Le coût des capitaux propres se mesure avec le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) :

$$\text{Ke} = Rf + \beta e \times [E(Rm) - Rf\ ]$$

où :

- Ke = rentabilité espérée ou coût des fonds propres ;
- Rf = taux sans risque ;
- E(Rm) = espérance de rentabilité du portefeuille de marché ;
- [E(Rm) – Rf] = prime de risque ;
- βe = bêta des capitaux propres.

Le bêta des capitaux propres, βe, mesure la sensibilité des rendements du titre aux fluctuations de l'indice de marché :

$$\beta\text{e} = \frac{Cov\ (Ri, Rm)}{Var\ (Rm)}$$

où :

- Cov (Ri,Rm) = covariance entre la rentabilité d'un actif Ri et la rentabilité du marché Rm ;
- Var (Rm) = variance de la rentabilité de marché.

L'espérance se calcule de la façon suivante :

$$E(r) = \Sigma_{i=1}^{n} ri \times pi$$

où :

- ri = rentabilité dans l'état du monde i ;
- pi = probabilité de l'état du monde i.

La variance est :

$$Var\ (Ri) = \Sigma_{i=1}^{n} pi \times \big(ri - E(r)\big)^2$$

La covariance est :

$$Cov\ (Ri, Rj) = \Sigma_{i=1}^{n} \Sigma_{j=1}^{m} pij \times \big(ri - E(ri)\big) \times (rj - E(rj))$$

Le CMPC constitue un cadre théorique rigoureux. Néanmoins, il n'existe pas de consensus sur les méthodes d'estimation des paramètres nécessaires à son calcul (Bancel, 2014 ; Bancel, Lathuille, Lhuissier, 2014). En particulier, il existe différentes approches qui produisent des valeurs différentes pour la détermination de la prime de risque (Damodaran, 2016). Son calcul se heurte en pratique à un grand nombre d'obstacles, en raison notamment des difficultés d'application que présente le MEDAF. Parmi ces difficultés, on trouve plusieurs sources d'incertitude sur la mesure des différentes composantes du CMPC :

- Taux sans risque : sa mesure à partir des titres d'Etat pose question compte-tenu de la hausse de l'endettement public et des écarts qui existent entre les différentes maturités ;
- Risque de marché : le choix d'un indicateur représentatif du marché est délicat et présente des biais d'échantillon (« biais du survivant », sociétés cotées uniquement) ;
- Prime de risque : compte-tenu de ces incertitudes autour de la mesure du taux sans risque et du risque de marché, la prime de risque est sujette à des estimations qui peuvent varier grandement.

  Dans l'approche standard, la prime de risque est estimée à partir des rendements historiques, en faisant la différence sur une longue période entre les rendements annuels des actions et ceux des obligations.

  Damodaran (2016) note les limites de cette approche, même sur des marchés comme les États-Unis, qui ont de longues périodes de données historiques disponibles, et son échec complet sur les marchés émergents où les données historiques tendent à être limitées et volatiles.

  Damodaran propose deux autres approches pour estimer les primes de risque : l'approche de l'enquête, où les investisseurs et les gestionnaires sont invités à évaluer la prime de risque, et l'approche implicite où une estimation prospective de la prime est estimée en utilisant les primes sur les marchés non boursiers ;
- Coût de la dette : différentes mesures peuvent ici aussi être utilisées (taux moyen de l'encours, taux historique ou taux de la dernière émission) ;
- Taux d'imposition : le taux moyen effectif ou le taux marginal d'imposition peuvent être utilisés ;
- Structure du capital : le choix peut être d'utiliser le montant de la capitalisation boursière – si elle existe – ou d'effectuer une estimation de la valeur de marché, en retenant le montant

de la dette nette en fin d'exercice, ou une valeur moyenne (par exemple, sur les trois derniers exercices fiscaux) ;

- Estimation du bêta des capitaux propres : là encore, le choix de la période d'estimation (5 ans, 10 ans…), la fréquence des données (quotidiennes, hebdomadaires ou mensuelles), le portefeuille de marché approximé par un indice (MSCI, S & P 500…) et la différence d'ajustements (tenant compte du niveau de développement du secteur ou de l'entreprise[2], du levier financier et du risque de l'activité économique) peuvent amener à des résultats différents.

Ces incertitudes nécessitent de formuler plusieurs hypothèses. Il en résulte que la subjectivité du calcul est incontestable. Bancel, Lathuille et Lhuissier (2014) ont insisté sur les multiples combinaisons des choix possibles pour chacune des composantes du CMPC d'une entreprise, lesquelles aboutissent à une variété de CMPC. En conséquence, les auteurs concluent que le CMPC n'est pas parfaitement mesurable et que cela devrait conduire à calculer une fourchette plutôt qu'un chiffre. Ils mettent l'accent sur la difficulté d'estimation des paramètres et insistent sur la nécessité de promouvoir les meilleures pratiques pour définir le CMPC.

Le recours au coût moyen pondéré du capital pour des comparaisons internationales

Le calcul du CMPC ne s'effectue pas que pour les entreprises. Sous réserve de ces précautions méthodologiques, certains auteurs calculent un CMPC pour des économies nationales. C'est le cas de Mazet-Sonilhac et Mésonnier (2016).

Le CMPC au niveau macro-économique nous intéresse davantage pour notre analyse. Selon ces auteurs, il a baissé dans la zone euro – Allemagne, France, Italie, Espagne – sur la dernière décennie. Cette baisse provient notamment d'une réduction des coûts de la dette et, dans une moindre mesure, d'une diminution du coût des capitaux propres.

La méthode mêle différents niveaux. A partir de données boursières, Mazet-Sonilhac et Mésonnier estiment tout d'abord le coût des capitaux propres des entreprises de l'Eurostoxx 600. Pour cela, ils constituent des portefeuilles équipondérés en regroupant les entreprises par pays pour les quatre plus grands pays de la zone euro : Allemagne, France, Italie,

[2] Le bêta d'une entreprise à maturité a tendance à converger vers celui du marché.

Espagne. L'Eurostoxx 600 compte environ 70 entreprises non financières françaises, environ 50 allemandes, mais seulement 20 italiennes et 30 espagnoles.

Pour l'analyse par pays, sachant que les auteurs ont décidé de ne pas pondérer par la capitalisation boursière, ils ne retiennent que les firmes présentes dans les indices nationaux (CAC, DAX, MIB, etc.) et dans l'Eurostoxx, ce qui leur permet d'avoir un nombre de firmes à peu près comparable pour les quatre portefeuilles. Mais le nombre d'entreprises ainsi obtenu s'en trouve réduit : 34 pour la France et 24 pour l'Allemagne.

Les auteurs travaillent sur des données élaborées à partir de comptes consolidés, lesquels ne permettent pas de distinguer la répartition du chiffre d'affaire par pays. Une entreprise considérée comme française peut très bien réaliser une part non négligeable de son activité dans les trois autres pays européens considérés.

Mazet-Sonilhac et Mésonnier calculent ensuite la prime de risque sur le marché boursier européen à partir du H-model, un modèle d'actualisation des dividendes élaboré par Fuller et Hsia (1984)[3]. Pour calculer l'espérance de rentabilité du marché, ils prennent en compte le total des dividendes versés par les firmes de l'Eurostoxx 600 au cours d'une période de douze mois glissants, rapporté à la capitalisation boursière de l'indice. Les rachats d'actions constituant une des composantes non négligeable du revenu des actionnaires[4], ils y ajoutent le ratio des flux de rachats d'actions de ces firmes à la capitalisation boursière de l'indice. Le taux sans risque est mesuré par le rendement du Bund allemand à 10 ans. Trois périodes sont distinguées pour anticiper la croissance des dividendes futurs :

- De la première à la troisième année, le taux de croissance des dividendes est supposé croître comme les prévisions de croissance à moyen terme (trois ans) des bénéfices anticipés par action, fournies par l'Institutional Broker's Estimate System *;*

[3] Il n'y a pas de raison de considérer que le risque perçu par les investisseurs soit constant sur longue période. Sur la dernière décennie, la crise financière de 2007-2008 puis la crise des dettes souveraines ont largement affecté la perception du risque. Dès lors, le modèle d'actualisation des dividendes DDM (*dividend discount model*) qui repose sur une actualisation de flux de dividendes supposés constants est trop restrictif. Les auteurs ont donc opté pour une ré-estimation mensuelle de la prime de risque en s'appuyant sur le H-model, développé par Fuller et Hsia (1984), qui en est une version plus sophistiquée. Il suppose un taux de croissance anticipé des dividendes variable dans le temps.

[4] En théorie, pour un actionnaire, un rachat d'actions de l'entreprise ou un versement de dividendes amène une rémunération équivalente, même si dans la pratique les effets peuvent varier, en raison de la fiscalité, de la réaction de marché, par exemple.

- A partir de la septième année, il suit la somme des prévisions à long terme de croissance du PIB et d'inflation de la zone euro tirées du Survey of professional forecasters de la BCE ;
- Entre la quatrième et la septième année, il converge linéairement vers ce taux de long terme.

Le bêta des entreprises non financières de chaque portefeuille national est obtenu en calculant la moyenne des N bêta des firmes composant ces portefeuilles. Sur la période 2006-2016, le coût moyen des capitaux propres des firmes des quatre pays est reconstitué en multipliant à chaque date le coefficient bêta estimé pour le pays à cette date, par la prime de risque du marché boursier européen, et en ajoutant le taux sans risque.

Les auteurs aboutissent à un coût moyen des capitaux propres des grandes entreprises des quatre grands pays européens qui oscille globalement entre 8 et 14 % sur la décennie 2006-2016, avec deux pics, en 2008-2009 et 2011-2012, avant de revenir en 2016 (9-10 %) aux niveaux de 2006 (10-11 %).

D'autres estimations existent (Damodaran, 2016 ; OCDE, 2015 ; McKinsey, 2016). Le coût des capitaux propres a connu une évolution globalement similaire dans les quatre principales économies européennes, mais des écarts sont apparus, notamment entre l'Allemagne et les autres économies. La prise en compte des rachats d'actions représente environ deux points du coût des capitaux propres – et 1,5 point du CMPC.

Le coût de la dette a baissé sur la dernière décennie dans les principales économies de la zone euro. Le coût de la dette obligataire a atteint un pic en 2008. Il a alors chuté sous l'effet de la politique économique (monétaire notamment), avant de rebondir dans certains pays (Italie, Espagne) durant la crise des dettes souveraines, puis de redescendre à leur niveau actuel, historiquement faible.

Les taux bancaires ont connu une évolution relativement proche : après un pic en 2008, ils ont baissé avant de connaître une hausse brutale durant les années 2011-2012, et de redescendre à nouveau. Le taux allemand est ainsi passé de 4 % en 2007-2008 à 0-1 % en 2016. Cette relative stabilité du coût des fonds propres sur l'ensemble de la période conjuguée à la baisse du taux d'intérêt à 10 ans suggère une hausse tendancielle de la prime de risque – qui est la différence entre le coût des capitaux propres et le taux sans risque. Celle-ci constitue une incitation à

l’endettement plutôt qu’au financement par fonds propres. Cet endettement est utilisé en partie pour maintenir un niveau élevé de paiement de dividendes et des rachats d’actions compatibles avec les attentes de rendement des actionnaires. Dès lors, sa part consacrée à l’investissement s’en trouve réduite, ce qui limite ses effets sur la croissance et la productivité.

Le financement des entreprises françaises en 2015 se répartit comme suit :

- Capitaux propres : 50 % contre 75 % aux Etats-Unis ;
- Dette bancaire : 30 % ;
- Dette obligataire : 20 %.

Compte-tenu de ces éléments (coûts des capitaux propres, coût de la dette obligataire, coût de la dette bancaire et structure de financement, déduite des comptes financiers nationaux), Mazet-Sonilhac et Mésonnier estiment que le coût du capital était autour de 5,3 % pour la France, l’Italie et l’Espagne, et sensiblement inférieur pour l’Allemagne (3,9 %). La structure de financement (capitaux propres, dette) et le coût des capitaux propres expliquent cette différence.

Autres éléments relatifs au coût du capital

Sans rentrer dans le calcul d'un CMPC, d'autres travaux basés sur le MEDAF donnent des éléments d'appréciation sur le coût du capital, *via* le coût moyen des capitaux propres ou la prime de risque.

Un rapport de McKinsey Global Institute (2016) montre qu'aux Etats-Unis et en Europe, la période 1985-2014 a été très rémunératrice pour le capital (intérêts et dividendes) par rapport à la période 1965-1985 (et même par rapport aux années 1915-1985), que ce soit pour les revenus d'action ou les intérêts d'obligations. Les raisons de penser que la période qui s'ouvre sera moins fastueuse sont multiples : baisse des marges du fait de la concurrence émergente, ralentissement durable de la productivité, de l'emploi et de la croissance, inflation et taux d'intérêt modérés. Le rendement des actions est estimé à 7,9 % et celui de la dette obligataire à 5 % aux Etats-Unis sur la période 1985-2014 (7,9 et 5,9 % en Europe de l'Ouest) en termes réels. Sur la période 1965-2014, le coût réel des capitaux propres est estimé à 5,7 % et celui de la dette obligataire à 2,5 % aux Etats-Unis (5,7 et 4,4 % en Europe de l'Ouest). Cette évolution témoigne du renchérissement du coût du capital.

Un rapport de l'OCDE paru en 2015, portant sur 10 000 des plus grosses entreprises mondiales dans 75 pays et représentant un tiers du PIB mondial, évalue également le coût des capitaux propres. Celui-ci est de 12 % en 2014 pour les entreprises industrielles. Ce rapport met plusieurs phénomènes en évidence dans l'allocation du capital au niveau mondial. Les pays développés ne bénéficient pas des flux d'investissements mondiaux car les chaînes de valeur orientent l'investissement des grandes entreprises vers les pays émergents, et les investisseurs ont tendance à privilégier à court terme les entreprises qui mènent des politiques de rachats d'actions et de versement de dividendes plutôt que les entreprises qui mènent des investissements de long terme.

Par ailleurs, le prolongement des politiques monétaires de taux bas pousse les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés. Dans les pays émergents, le coût des capitaux propres est certes plus élevé, mais le niveau d'endettement augmente et les rendements diminuent, signe que l'investissement y est excessif. La baisse du rendement des capitaux propres et la compression des marges bénéficiaires sont évidentes dans les grandes entreprises, en particulier dans les économies émergentes et en Europe, en raison de la faible croissance de la productivité et du surinvestissement dans le secteur industriel des économies émergentes : leur rendement des capitaux propres est inférieur au coût des capitaux propres, et dans certains cas, en deçà du faible coût de la dette (mesures du surinvestissement).

Dans un article déjà cité consacré à la prime de risque pour les actions, Damodaran (2016) propose une estimation sur longue période (1900-2015) des primes de risque pour un large panel d'économies. Mi-2015, la prime de risque des capitaux propres atteint selon l'auteur 6,3 % en France, 5,8 % en Allemagne, 8,2 % en Italie, 7,8 % en Espagne, 5,8 % au Royaume-Uni, 5,8 % aux Etats-Unis et 6,5 % au Japon.

1 – Risk Premiums for non-UD Markets : 1976-2001 (en pourcentage)				
Country	*Weekly average*	*Weekly standard deviation*	*Equity Risk Premium*	*Standard error*
Canada	0,14	5,73	1,69	3,89
France	0,40	6,59	4,91	4,48
Germany	0,28	6,01	3,41	4,08
Italy	0,32	7,64	3,91	5,19
Japan	0,32	6,69	3,91	4,54
UK	0,36	5,78	4,41	3,93
India	0,34	8,11	4,16	5,51
Korea	0,51	11,24	6,29	7,64
Chile	1,19	10,23	15,25	6,95
Mexico	0,99	12,19	12,55	8,28
Brazil	0,73	15,73	9,12	10,69

2. Le coût du capital dans les grands groupes cotés

Face aux débats suscités par l'impact de la finance de marché sur le comportement des entreprises, Du Tertre et Guy (2008) ont souligné la nécessité d'une analyse de leurs performances économiques et financières sur longue période au plan microéconomique. Leurs travaux portent sur les comptes consolidés des groupes non financiers cotés en France et qui appartiennent à l'indice SBF 250. L'intérêt de cette méthode fondée sur les comptes consolidés est d'éliminer les flux intra-groupe et les participations en capital qui conditionnent la détention de filiales par une tête de groupe. Elle permet également de prendre en compte les rachats d'actions.

Leur première étude porte sur les liens entre rentabilité économique et rentabilité financière au cours de la période 1988-2006 (Du Tertre, Guy, 2008). L'échantillon est composé des entreprises du SBF 250 à la date du 1er janvier 2008, quelle que soit leur date d'entrée dans l'indice. Selon cette règle, l'indice comprend 216 sociétés non financières. Du Tertre et Guy montrent que s'il y a bien un basculement dans la répartition des gains au profit des actionnaires, il se fait surtout au détriment des créanciers, sans mettre véritablement en cause les ressources

d'autofinancement. Les auteurs en concluent que les intérêts de court terme (dividendes) et de long terme (croissance de l'entreprise) sont tous les deux pris en compte dans la gestion des grandes entreprises.

Du Tertre et Guy montrent que la profitabilité[5] des grandes entreprises cotées a augmenté entre 2002 et 2006, ce qui contraste avec l'évolution de la profitabilité des entreprises françaises[6] et s'explique par le fait que la Comptabilité nationale ne prend pas en compte l'activité internationale des entreprises (qui est d'autant plus élevée que l'entreprise est grande). La déconnexion est particulièrement élevée en France : les gains internationaux ne bénéficient pas à l'économie française.

Du Tertre et Guy (2008) soulignent que la part du profit net redistribuée aux actionnaires représente une hausse progressive et continue dans le temps. Cette progression se fait donc surtout au détriment des créanciers, et ne se traduit pas par une diminution équivalente de la capacité des grandes entreprises cotées à autofinancer leurs investissements. Ils en concluent que la hausse des dividendes versés par les groupes cotés ne peut pas être considérée comme une cause qui aurait joué un rôle déterminant dans la contraction de l'investissement net.

2 – L'évolution de la structure de répartition du profit net des entreprises du SBF 250 selon ses destinations finales sur moyenne période (en pourcentage)

	1988 – 1996	**1997 – 2006**	***Ecarts***
Profit net avant impôts	100,0	100,0	*0,0*
Impôts	26,3	34,0	*7,7*
Profit net après impôt	**73,7**	**66,0**	***- 7,7***
Intérêt (sur la dette financière nette)	38,2	20,9	*- 17,3*
Résultat net	**35,5**	**45,1**	***9,6***
Dividendes	11,2	23,8	*12,7*
Capacité/Besoin de financement	24,3	21,3	*- 3,0*

Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du SBF 250

[5] Elle est définie par le rapport entre le résultat net et le chiffre d'affaires. Au niveau macro-économique, elle est mesurée par la part des profits bruts de l'ensemble des entreprises après impôts dans la valeur ajoutée (EBE/PIB).
[6] Sur la période 1992-2006, la part du profit avant impôts dans la valeur ajoutée des SNF du SBF 250 est passée de moins de 20 % à plus de 30 % quand le taux de marge des SNF de l'ensemble de l'économie est resté stable, à 32,7 %.

La rentabilité financière, mesurée par le ROE (*return on equity*), a augmenté à partir de 2003, pour s'établir à 18 % en 2004-2006. Elle s'est appuyée sur l'effet de levier, soit l'écart entre le rendement économique et le taux d'intérêt. Le rendement économique, mesuré par le ROCE (*return on capital engaged*), a augmenté de deux points, de 10 à 12 %, entre la deuxième partie des années 1990 et la première partie des années 2000, et a pu créer une plus grande sélectivité des projets d'investissement. Les taux d'intérêt ont connu une tendance baissière depuis le début des années 1990. Le maintien du niveau de rentabilité financière repose ainsi sur la conjonction de plusieurs facteurs : taux faibles, recours à l'endettement, profitabilité élevée pour concilier dividendes et investissement.

Sur les entreprises du CAC 40, Du Tertre et Guy (2008) analysent la répartition de l'autofinancement brut entre opérations d'investissement et opérations de financement. Ils proposent quatre principaux soldes :

- **Autofinancement brut** = résultat net + plus-values réalisées sur les cessions nettes d'actifs – dotations aux amortissements et des provisions pour pertes prévisibles – variation du besoin en fonds de roulement de l'entreprise (BFR).

  L'autofinancement brut constitue une grandeur stratégique car il mesure les sommes disponibles dans l'entreprise pour être investies, ou redistribuées aux détenteurs du capital en tant qu'actionnaires ou en tant que créanciers ;

- ***Free cash-flow*** = autofinancement brut – investissement net ;

- **Investissement net total** = investissement productif (accroissement des capacités de production correspondant à des opérations de croissance interne) + investissement financier (acquisition de parts minoritaires dans d'autres entreprises)[7].

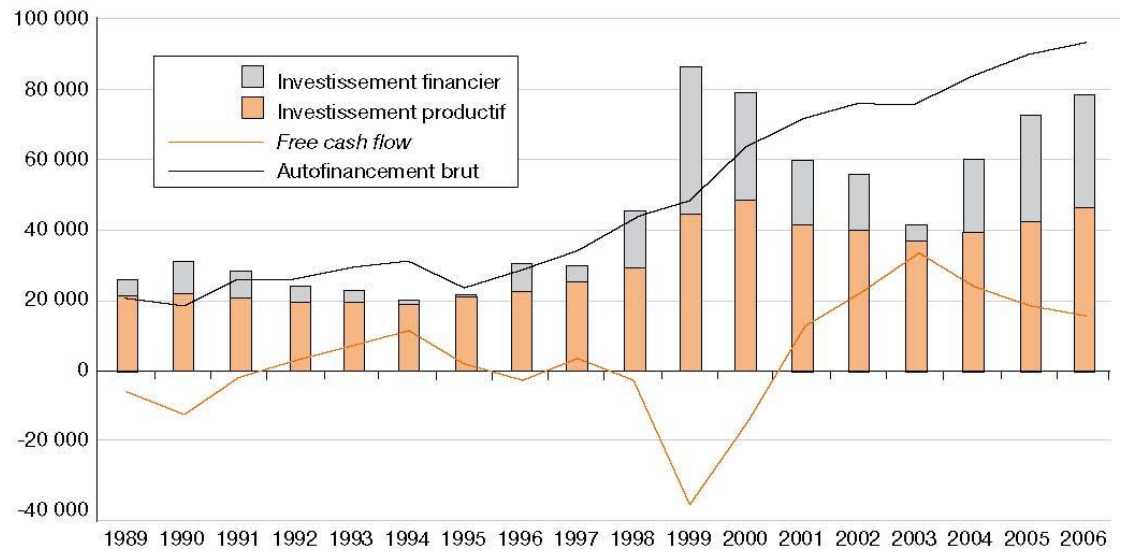
  Cette distinction n'apparaît pas dans les données consolidées des groupes, lesquelles agrègent opérations de croissances interne et externe, mais dans les tableaux de financement des entreprises avant consolidation. Ceux-ci sont incomplets mais « *en longue période, et sur un échantillon d'entreprises suffisamment large* », la distinction entre investissement productif et investissement financier donne une idée assez fiable du profil d'évolution des opérations de croissance interne et de croissance externe (Du Tertre, Guy, 2008), et permet, par conséquent, d'avoir une idée de l'impact de la stratégie d'investissement des groupes ;

[7] L'acquisition d'entités de production constitue une autre catégorie de dépenses d'investissement, non prise en compte dans l'analyse.

- **Capacité/besoin de financement** = *free cash-flow* – dividendes.

L'autofinancement brut a augmenté significativement sur la période étudiée, notamment à partir de 1995. Du Tertre et Guy montrent que l'investissement net continue de représenter près de 70 % de l'autofinancement brut en 2001-2003, au moment où les entreprises restreignent au maximum leurs projets d'investissement ; et 77 % en 2004-2006, au moment où ceux-ci reprennent. Ils mettent en évidence une montée irrésistible de l'investissement financier dans l'investissement total, notamment dans les phases de haute conjoncture, si bien qu'il a déterminé l'évolution du *free cash-flow*. Ce dernier, légèrement positif dans les années 1990, est ainsi devenu fortement négatif en 1998-2000, sous l'effet de la montée fulgurante de l'investissement financier, dont les fusions-acquisitions constituent l'élément moteur. Inversement, le redressement rapide du *free cash-flow* entre 2001 et 2003 résulte d'un fort recul de l'investissement financier. Sa baisse entre 2004 et 2006 repose de nouveau sur la montée de l'investissement financier. Pour le reste, Du Tertre et Guy (2008) signalent une augmentation continue des dividendes durant la période et des rachats d'actions négatifs sur la période 1990-2006[8], excepté en 2001-2003, confirmant que ce phénomène est essentiellement américain (Lazonick, 2008 ; 2014).

A. L'autofinancement brut, l'investissement net et le *free cash-flow* des groupes non financiers du CAC 40 hors France Télécom et Vivendi (moyenne en pourcentage)



Source : Thomson Financial, Sociétés non financières du CAC 40

L'existence d'un *free cash-flow* positif sur la période 2000-2005 pour les entreprises du CAC 40 avait déjà été établie par Batsch (2006) : l'ensemble des 33 groupes du CAC 40 ont dégagé un

[8] Autrement dit, les entreprises non financières du CAC 40 ont été émettrices nettes d'actions.

free cash-flow cumulé positif (seuls cinq d'entre eux ont eu un *free cash-flow* cumulé négatif). Sur six années, ils ont donc dégagé des ressources nettement supérieures à leurs besoins d'investissement : sur 100 euros d'autofinancement, 75 en moyenne ont été investis, 10 ont été distribués et 15 ont servi à réduire la dette. Les dividendes ont été largement versés, « *mais rien ne permet d'affirmer qu'ils auraient été prélevés sur l'investissement potentiel* ». Selon Batsch, la question est plutôt celle de la répartition avant le *free cash-flow*, c'est-à-dire la question de la rémunération des parties prenantes de l'entreprise. En s'appuyant sur la hausse des indicateurs d'autofinancement/effectif et *free cash-flow*/effectif par salarié, il conclut que la performance des entreprises est d'abord redevable d'une gestion serrée des effectifs, lesquels n'ont augmenté que de 1 % sur la période.

Plusieurs travaux, en particulier Cordonnier *et alii* (2013), soulignent, au contraire, les effets négatifs de la financiarisation sur l'investissement. La différence s'explique par le périmètre (entreprises du CAC 40 plus profitables que l'ensemble de l'économie nationale) et par le fait que l'investissement dans les comptes des entreprises comprend l'investissement financier et l'investissement productif, alors qu'au niveau macro-économique, cette distinction n'est pas possible.

Les stratégies de croissance externe représentent une part importante de l'investissement dans les périodes de forte croissance. A l'inverse, les cessions d'actifs constituent un moyen déterminant pour aider les entreprises à redresser leurs bilans face à une situation de surendettement qui se révèle à la suite d'une chute des cours. Du Tertre et Guy confirment ainsi le résultat déjà établi par Plihon *et alii* (2006).

Dans une seconde étude, réalisée à partir d'une base de données concernant les 260 groupes non financiers cotés sur la place de Paris et appartenant à l'indice CAC All Tradable, Du Tertre et Guy (2015) se focalisent sur les 106 groupes présents tout au long de la période 1992-2013. Les résultats sont globalement les mêmes sur la période commune aux deux études, et ils sont actualisés pour la période 2007-2013.

Pour l'ensemble des groupes du CAC All Trade, ils mettent en évidence une baisse du taux de marge, de 33,2 % sur la période 2004-2008 à 28,9 % sur la période 2009-2013. Celle-ci entraîne une baisse de la rentabilité économique entre les deux périodes, de 10,5 à 7,9 %, qui se traduit

par une baisse du levier d'endettement, de 7,5 à 4,6, et un léger recul du ratio Endettement/fonds propres. La rentabilité financière recule également, de 15,1 à 10,6.

3 – Taux de profit et coefficient d'intensité capitalistique du produit dans les groupes non financiers de l'indice « CAC All Trade »										
	1992-1995 (1)	*1996-2000 (2a)*	*2001-2003 (2)*	**1996-2003 (2)**	*Evolution (2) – (1)*	*2004-2008 (3a)*	*2009-2013 (3b)*	**2004-2013 (3)**	***Ev*olution (3) – (2)**	*Evolution (3) – (1)*
ROCE = Pn/K	**6,4**	*8,4*	*8,3*	**8,3**	*1,9*	*10,7*	*7,9*	**9,3**	*1,0*	*2,9*
Pn/VAn	**18,5**	*25,8*	*25,2*	**25,6**	*7,1*	*33,2*	*28,9*	**31,1**	*5,5*	*12,6*
K/VAn	**2,9**	*3,1*	*3,0*	**3,1**	*0,2*	*3,1*	*3,7*	**3,4**	*0,3*	*0,5*

4 – L'effet de levier de l'endettement dans les groupes non financiers du « CAC All Trade », valeurs moyennes par cycles financiers										
	1989-1995 (1)	*1996-2000 (2a)*	*2001-2003 (2b)*	**1996-2003 (2)**	*Evolution (2) – (1)*	*2004-2008 (3a)*	*2009-2013 (3b)*	**2004-2013 (3)**	*Evolution (3) – (2)*	*Evolution (3) – (1)*
ROE	**8,3**	*10,1*	*10,5*	**10,2**	*1,9*	*15,1*	*10,6*	**12,9**	*2,7*	*4,6*
ROCE	**8,1**	*8,2*	*8,2*	**8,2**	*0,2*	*10,5*	*7,9*	**9,2**	*1,0*	*1,1*
i	**7,9**	*4,8*	*4,0*	**4,5**	*- 3,4*	*3,0*	*3,3*	**3,2**	*- 1,4*	*- 4,7*
ROCE – i	**0,2**	*3,4*	*4,2*	**3,7**	*3,5*	*7,5*	*4,6*	**6,0**	*2,3*	*5,9*
d = D/FP	**62,5**	*50,8*	*54,2*	**52,1**	*- 10,5*	*61,3*	*60,7*	**61,0**	*8,9*	*- 1,6*

Sur l'échantillon restreint de 106 groupes et la période 2009-2013, la hausse de l'autofinancement brut est due à l'augmentation de l'amortissement – la variation du besoin de fonds de roulement (BFR) dont la part est passée à 62,3 % de l'autofinancement brut (contre 47,6 % sur la période 2004-2008).

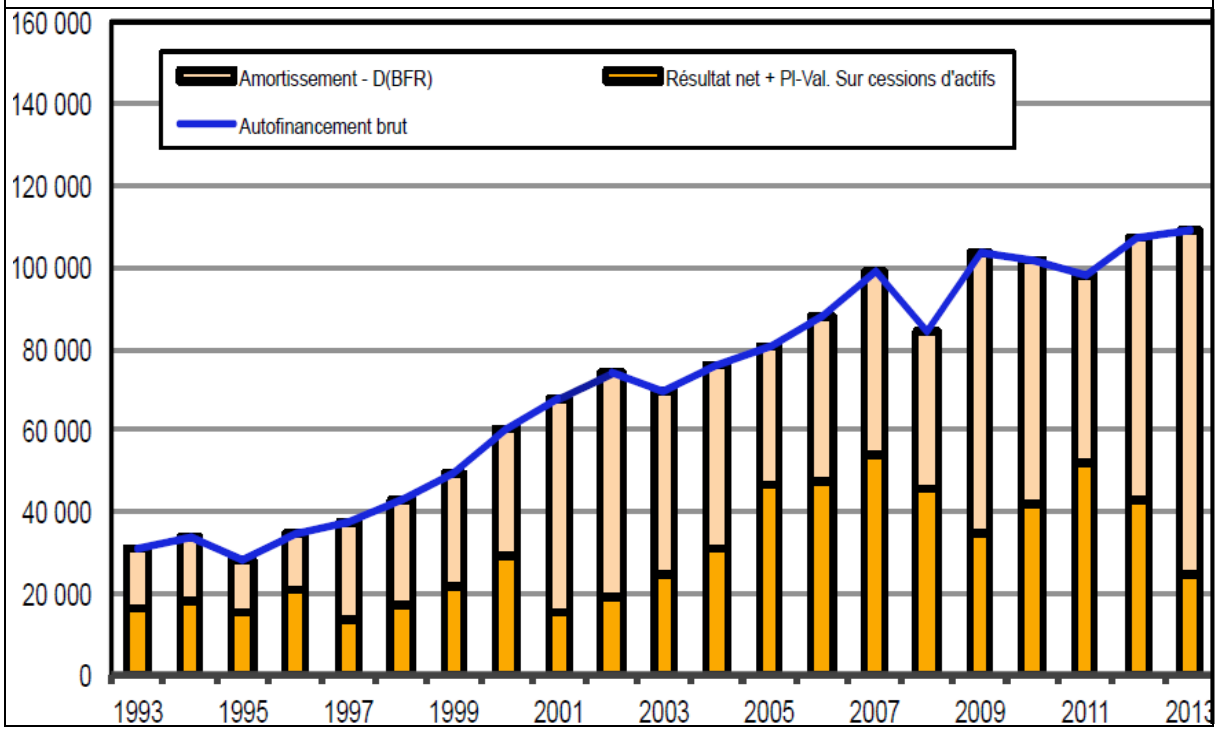
L'investissement total a reculé se traduisant par une hausse du *free cash-flow*, de 13,5 à 22,8 % de l'autofinancement. Entre 2010 et 2013, ce *free cash-flow* a même atteint son niveau le plus haut. Cette évolution est imputable à la baisse de l'investissement financier (- 16 points d'autofinancement par rapport à 2004-2008) tandis que l'investissement productif a augmenté.

Les dividendes ont continué à progresser. Les entreprises se sont légèrement désendettées après une période d'endettement entre 2004 et 2008. Ainsi, sur la période 2009-2013, sur 100 euros d'autofinancement brut, 77 ont été investis (63 en investissement productif et 14 en investissement financier), 23 ont été distribués en dividendes et 1,7 ont servi à réduire la dette, contre respectivement pour la période 2004-2008, 86,5 investis, 21,5 versés en dividendes et un accroissement de la dette de 10.

5 – Formation et utilisation de l'autofinancement brut des groupes non financiers du CAC All Trade (échantillon cylindré, 106 groupes, moyenne des flux cumulés en % de l'autofinancement brut)										
	1993-1996 (1)	*1996-2000 (2a)*	*2001-2003 (2b)*	**1996-2003 (2)**	*Evolution (2) – (1)*	*2004-2008 (3a)*	*2009-2013 (3b)*	**2004-2013 (3)**	*Evolution (3) – (2)*	*Evolution (3) – (1)*
Opération d'exploitation										
Résultat net + plus-value sur actifs	**53,4**	*45,8*	*28,1*	**37,2**	*- 16,1*	*52,4*	*37,7*	**44,4**	*7,1*	*- 9,0*
Amortissement – variation BFR	**46,6**	*54,2*	*71,9*	**62,8**	*16,1*	*47,6*	*62,3*	**55,6**	*- 7,1*	*9,0*
Autofinancement brut	**100,0**	*100,0*	*100,0*	**100,0**		*100,0*	*100,0*	**100,0**		
Opération d'investissement										
Investissement productif	**75,2**	*77,5*	*51,0*	**64,6**	*- 10,6*	*56,3*	*63,4*	**60,2**	*- 4,5*	*- 15,1*
Investissement financier	**8,9**	*40,3*	*21,1*	**31,0**	*22,2*	*30,2*	*13,8*	**21,2**	*- 9,8*	*12,4*
Investissement total	**84,1**	*117,8*	*71,1*	**95,7**	*11,6*	*86,5*	*77,2*	**81,4**	*- 14,3*	*- 2,7*
Free cash-flow	**15,9**	***- 17,8***	***27,9***	**4,3**	***- 11,6***	***13,5***	***22,8***	**10,6**	***14,3***	***2,7***
Opération de financement										
Dividendes versés	7,2	*10,5*	*14,5*	**12,4**	*5,2*	*21,5*	*23,1*	**22,4**	*9,9*	*15,2*
(+) Rachat d'actions/ (-) Emissions d'actions	- 9,7	*- 6,2*	*4,3*	**- 1,1**	*8,6*	*1,7*	*- 2,0*	**- 0,3**	*0,7*	*9,3*
(+) Désendettement/ (-) Endettement	18,3	*- 22,1*	*9,0*	**- 7,0**	*- 25,4*	*- 9,6*	*1,7*	**- 3,4**	*3,6*	*- 21,8*
(+) Capacité de financement (-) Besoin de financement	**8,7**	***- 28,3***	***13,4***	**- 8,1**	***- 16,8***	***- 8,0***	***- 0,3***	**- 3,8**	***4,3***	***- 12,5***

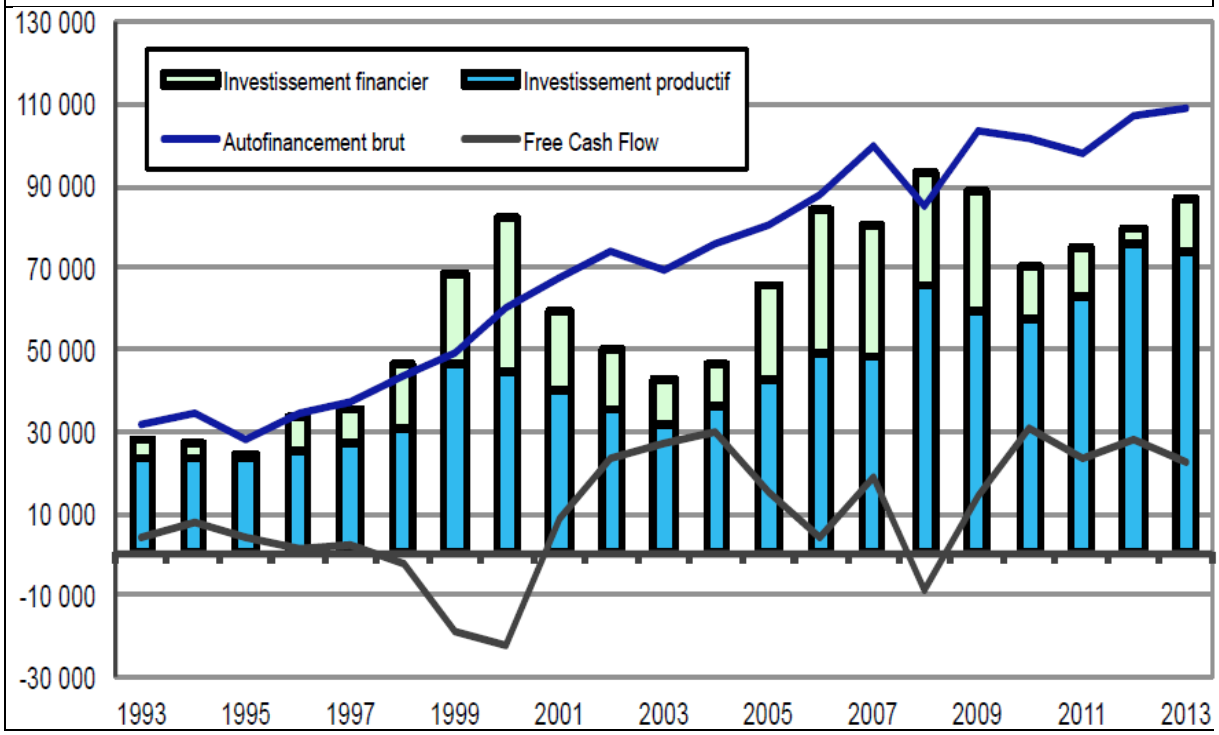
B. Décomposition de l'autofinancement brut du CAC All Tradable

(échantillon cyclindré, 106 groupes non financiers, en millions d'euros)



C. Autofinancement brut, flux d'investissement et *free cash-flow* du CAC All Tradable

(échantillon cyclindré, 106 groupes non financiers, en millions d'euros)



3. Une évaluation du coût du capital à partir des données de la Comptabilité nationale

L'augmentation du coût du capital : mise en évidence du surcoût du capital financier et de ses effets économiques

Au niveau macro-économique, Cordonnier *et alii* (2013) ont réalisé un travail visant à évaluer le coût et le surcoût du capital. Le point de départ de leur analyse repose sur le constat que les faiblesses de l'économie françaises sont mal identifiées : le coût élevé du travail et le manque de compétitivité sont habituellement pointés du doigt, alors que le coût du capital n'est pas assez mis en question.

Les auteurs distinguent deux types de capital qui renvoient à des réalités différentes : le capital économique ou capital réel désigne les moyens de production, tandis que le capital financier désigne les droits de propriété (actions) et les créances, qui donnent lieu à des distributions de dividendes et des versements d'intérêts pour rémunérer les dettes et les capitaux propres, qu'elles soient versées ou reçues par l'entreprise.

Le coût du capital économique est mesuré par la consommation de capital fixe (CCF) ou la formation brute de capital fixe (FBCF). Concernant le coût du capital financier, les auteurs distinguent un coût « justifié », qui rémunère le risque entrepreneurial ainsi que le coût d'intermédiation bancaire, et un coût « injustifié » (intérêts et dividendes au-delà des coûts de l'intermédiation et du risque entrepreneurial).

Une fois cette distinction effectuée, les auteurs font le constat que le coût financier du capital a augmenté dans un régime d'accumulation financiarisé où les profits sont captés par les hauts salaires et les actionnaires, au détriment notamment de l'investissement. La part des profits consacrés à l'investissement a beaucoup baissé à la fin des années 1970 et est restée basse durant la reconstitution des marges observée après la désinflation compétitive et les politiques de rigueur. A l'inverse, la part des profits distribués en dividendes a beaucoup augmenté. Historiquement, cette évolution s'inscrit dans le développement des marchés financiers dans les années 1980. Celui-ci a entraîné le passage d'un capitalisme managérial (priorité à la croissance) à un capitalisme actionnarial (priorité au profit) qui impacte la stratégie de l'entreprise (Plihon, 2004).

Les auteurs cherchent alors à mesurer la partie qui relève du coût normal du capital financier et celle assimilée à son surcoût. Leur « *intention ultime* » est de « *ré-imputer correctement ce coût supposé du capital, en le faisant passer du coût normal à la colonne du surcoût* » (Cordonnier *et alii*, 2013, p. 7). Ils se basent sur les sociétés non financières et utilisent les données de la Comptabilité nationale.

Concernant le coût justifié du capital financier, le coût d'intermédiation bancaire est mesuré par le taux d'intérêt réel moyen des crédits accordés aux entreprises (toutes échéances et montants confondus) sur la décennie 2003-2012[9]. En rythme annuel, ce taux d'intérêt réel s'élève à 2,1 %. Le coût entrepreneurial est évalué par le stock de capital fixe (FBCF)[10] des sociétés non financières, auquel les auteurs appliquent un coût d'intermédiation de 2,1 %. En toute rigueur, ce taux d'intérêt ne devrait être appliqué qu'à la partie de la FBCF résultant des prêts bancaires et non à l'ensemble des capitaux engagés dans l'entreprise car les fonds propres ne font pas l'objet d'une transformation financière opérée par les banques. Les auteurs assument cette approximation en indiquant se situer dans un cadre institutionnel idéal où il y aurait seulement des crédits incorporant dans leur taux d'intérêt le risque entrepreneurial et le coût de gestion. Le surcoût du capital financier est alors obtenu en soustrayant ce coût entrepreneurial aux intérêts et dividendes.

En comparant le surcoût du capital financier au coût du capital réel (par exemple, la consommation de capital fixe à couvrir pour le maintien du niveau de capital productif), les auteurs aboutissent à un niveau de surcoût du capital compris entre 50 % (avec un risque entrepreneurial et un coût d'intermédiation de 2 % et en rapportant le surcoût à la FBCF) et 90 % (sans risque entrepreneurial et sans coût d'intermédiation et en rapportant le surcoût à la CCF) de son mode de calcul sur la période 1987-2011, en très forte augmentation par rapport à la fin des années 1970.

[9] Pour ne pas surestimer ce coût, les auteurs excluent les années 2007 et 2008 en raison d'un durcissement des taux d'intérêt dû à la crise financière.

[10] Le coût de production du capital peut être mesuré par la FBCF ou par l'amortissement (consommation nette de capital fixe). Dans la mesure où l'investissement net ne représente pas un coût, car il « *exprime un enrichissement concret* » une augmentation, le véritable coût annuel du capital serait donc la CCF. Mais la FBCF apparaît comme l'approche la plus simple, en particulier au niveau méthodologique. Le CLERSE retient donc les deux indicateurs.

En sortant certains actifs (l'immobilier) du risque de défaut ou en diminuant le coût du risque entrepreneurial (total des coûts abaissé à 1 %), on aboutit à un surcoût du capital encore plus important.

Le système financier fournit un service bien réel, et son coût (risque entrepreneurial et intermédiation) doit être compensé. Toutefois, le niveau de cette compensation est actuellement surélevé et constitue une rente (*costless income*). Cette partie injustifiée, nommée surcoût du capital, majore le coût du capital de 50 à 70 % sur la période 1987-2011.

Les conséquences de ce prélèvement financier sur la production de richesse sont multiples : modification du partage des revenus (baisse des revenus des salariés) qui diminue la demande de consommation, et élévation de la norme financière qui réduit les opportunités d'investissement, ce qui limite l'accumulation de capital.

Ce surcoût du capital a des incidences au niveau micro-économique. L'élévation de la rente financière qui en découle a provoqué un divorce entre rentabilité et accumulation de capital. La hausse des exigences de rendements modifie les choix stratégiques de la firme (théorie de Wood[11]) et se traduit par une hausse des marges au détriment des salaires, et une hausse des profits au détriment de l'investissement (Cordonnier *et alii*, 2013, p. 43-44). Au niveau macroéconomique, les conséquences dépressionnaires de ce phénomène n'ont pas produit tous leurs effets en raison de l'activation de canaux artificiels pour soutenir la demande globale (endettement public, endettement privé, effet de richesse, politique d'exportation).

L'élévation de la norme financière contamine l'ensemble de l'économie et s'est propagée des grandes entreprises aux entreprises de taille plus modeste. C'est notamment le cas des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire. Pour elles, on peut envisager trois canaux de transmission de la norme financière : concurrence sur les marchés de fonds propres, conditions d'octroi de prêt aligné sur les ratios des plus grosses entreprises, relations interentreprises qui subordonnent le sort d'unités de production.

Pour les microentreprises, la logique de coût du capital est différente. Les difficultés de financement exigent une forte capacité d'autofinancement et la rentabilité économique et

[11] Le diagramme de Wood propose une relation inverse entre taux de marge et rythme de l'accumulation.

financière (malgré un effet de levier moindre) y est plus élevée. Alors que le versement de dividendes est peu pratiqué, la pression financière a deux explications : stratégie d'accumulation du chef d'entreprise qui exige une rentabilité élevée pour faire grandir l'entreprise ou la transmettre dans de bonnes conditions.

Par « effet de souffle », l'élévation de la norme financière s'est transmise des grands groupes et des secteurs à rendements marginaux élevés vers les autres entreprises. L'élévation de la norme financière dans les grandes firmes a provoqué une baisse de leur capacité d'autofinancement des projets d'investissement, compensée temporairement par l'endettement, la hausse des prix (toutefois contrainte par la concurrence), la réduction des coûts (salariaux, mais limitée par la négociation collective) et la pressurisation des sous-traitants et des fournisseurs (limitant à leur tour leur capacité d'autofinancement, à moins de mesures de compensation, *via* les salaires, par exemple).

Questionnement sur la mesure du coût du capital et mise en discussion du coût du capital économique

Boccara (2015) s'en tient à une mesure plus simple, traditionnelle, du coût du capital, composé des intérêts et des dividendes. Celui-ci a fortement augmenté durant les dernières décennies. Son montant a doublé entre 1999 et 2012 à près de 300 milliards d'euros pour les seules entreprises non financières, ce qui représente une hausse de sa part dans la valeur ajoutée de 8 points à 29 %.

Boccara estime que le coût du capital financier rogne sur d'autres dépenses et pèse sur la productivité du travail, l'investissement, la recherche et développement, mais que sa mesure doit être questionnée et que le coût du capital en tant que moyen de production doit également être remis en cause (utilisation inefficace, insuffisance de formation des salariés, obsolescence accélérée).

Les comptes nationaux offrent un récapitulatif des dépenses des entreprises non financières. Parmi ces dépenses, on trouve d'autres dépenses qui pourraient être ajoutées au coût du capital (revenus de la propriété, crédit-bail, loyers, royalties). Boccara estime également qu'il est légitime de s'interroger sur le coût d'amortissement du capital. En tant que facteur de production, il n'y a pas de raison de se demander si le coût du capital n'est pas excessif. Par

ailleurs, des dépenses en capital (ou en amortissement) peuvent être vecteur de conditions de travail dégradées. Il faut ajouter à cela que contrairement à des dépenses de salaires, le coût du capital ne constitue par une dépense de développement.

Les approches par le coût du capital font l'objet de travaux dans plusieurs courants hétérodoxes. Boccara (2015) estime que ces approches présentent des limites, en insistant sur le partage de la valeur ajoutée et ses conséquences sur la demande globale *via* les salaires, au détriment d'une approche par l'offre et les conditions de production. Il propose de dépasser la distinction entre capitalisme financier et capitalisme réel, assimilé au « bon » capitalisme, et de questionner également l'amortissement et son coût afin d'appréhender le « *gâchis de capital matériel qui peut exister* ». Pour parvenir à une meilleure efficacité économique, il plaide alors pour une substitution des dépenses en qualification, recherche et services publics à des dépenses en capital matériel. Boccara estime en effet que le prélèvement évitable du capital dans son ensemble pourrait financer d'autres dépenses sociales ou de développement (écologique, par exemple).

4. Conclusion

Cette revue de littérature montre qu'il existe deux types d'approches micro-économiques du coût du capital : une approche financière (données financières et calcul d'un CMPC pour la France à partir d'un échantillon de grandes entreprises cotées opérant au-delà de l'économie nationale) et une approche comptable sur des groupes cotés de dimension internationale à partir de données de bilans consolidés. Aucune de ces approches ne porte sur des entreprises non cotées. C'est l'objet de notre étude qui mobilise la base de données DIANE qui retrace les comptes des entreprises françaises dont l'activité économique a lieu en France.

Les principales études sur le coût du capital en France					
	Période étudiée	**Méthode**	**Champ**	**Mesure du coût du capital**	**Principaux résultats**
Mazet-Sonilhac, Masonnier (2016)	2006-2016	MEDAF + indicateurs économiques entreprises Eurostoxx 600	Données groupes. Comptes consolidés	Coût moyen pondéré du capital	Légère baisse du coût du capital
Cordonnier *et alii* (2013)	1979-2011	Indicateurs comptes nationaux	Activité économique en France	Coût du capital = intérêt + dividendes	Hausse du coût du capital Hausse du surcoût du capital financier Baisse de l'investissement
Du Tertre, Guy (2008)	1992-2006	Indicateurs économiques SBF 250 Thomson Financial	Données groupes. Comptes consolidés & tableaux de financement	Concept non utilise	Profitabilité accrue des groupes cotés, hausse de la rentabilité économique et financière Distinction entre investissement productif et investissement financier Lien entre *free cash-flow* et investissement financier
Du Tertre, Guy (2015)	1992-2013 Focalisation sur la période 2009-2013	Indicateurs CAC All Trade Thomson Financial	Données groupes. Comptes consolidés & tableaux de financement	Concept non utilisé	Baisse du taux de marge, de la rentabilité économique, du levier d'endettement et de la rentabilité financière Distinction entre investissement productif et investissement financier Lien entre *free cash-flow* et investissement financier

2E PARTIE : UNE EVALUATION DU COUT DU CAPITAL A PARTIR DE DONNEES COMPTABLES D'ENTREPRISES

Cette partie cherche à évaluer le coût du capital, la rentabilité économique et financière ainsi que l'investissement des entreprises. Notre ambition est d'outiller les représentants du personnel pour une meilleure prise en compte des forces financières à l'œuvre dans leur entreprise. C'est pourquoi nous optons pour une approche microéconomique fondée sur la comptabilité d'entreprise. Les études réalisées sur ce type de données sont faites sur des échantillons d'entreprises cotées (Du Tertre et Guy, 2008 ; 2015 ; 2018). Réalisées le plus souvent à partir de leurs comptes consolidés[12], elles s'intéressent aux entreprises les plus performantes, les plus internationalisées, les plus financiarisées, et s'éloignent en cela de l'activité économique réelle au niveau national. Selon Lefrancq *et alii* (2018), « *conçus pour répondre aux besoins d'utilisateurs particuliers, les états consolidés sont d'abord destinés aux apporteurs de capitaux (marchés financiers et banques), dont les préoccupations et les objectifs sont différents des salariés, des services fiscaux ou des autres parties prenantes* ».

Nous faisons au contraire le choix de suivre l'activité des entreprises en France car c'est à cette échelle que s'appliquent les règles de représentation et de partage de l'information de gestion et stratégique en vigueur. C'est pourquoi nous optons pour une analyse à partir des comptes des entités juridiques (comptes sociaux), bien que ceux-ci présentent certaines limites (CGP, 2002).

Les comptes sociaux servent à l'établissement de la base imposable (le résultat fiscal est élaboré à partir du résultat net) et du résultat distribuable[13]. Par ailleurs, les ordonnances travail viennent de préciser le caractère incontournable de l'analyse de l'activité française en indiquant que le motif des licenciements économiques (difficultés économiques, mutations technologiques ou nécessité de sauvegarder la compétitivité de l'entreprise) est, dans le cas des groupes internationaux, désormais exclusivement apprécié au niveau national, et non plus à l'échelle des groupes.

[12] La consolidation est destinée à présenter la situation financière d'un groupe de sociétés comme si celles-ci ne formaient qu'une seule entité. Le périmètre de consolidation englobe la société-mère, ses filiales sous contrôle exclusif ou conjoint ou sur lesquelles elle exerce une influence notable.
[13] Les dividendes sont une affectation du résultat net de la comptabilité sociale, dans la mesure où c'est l'entité juridique qui distribue un dividende.

Pour effectuer l'analyse, nous recourons aux données comptables issues de la base DIANE, et nous nous limitons aux sociétés non financières, en suivant les mêmes entreprises tout au long de la période analysée. Nous sélectionnons plusieurs indicateurs que nous suivons de manière agrégée pour décrire les comportements des entreprises en matière de financement, de rémunération du capital, d'investissement, en s'intéressant également à leur rentabilité. Afin de souligner les différences entre comptes sociaux et comptes consolidés, nous proposons alors une analyse comparée de notre échantillon avec un échantillon de 106 groupes du CAC All trade suivi par Du Tertre et Guy (2015), à partir des tableaux des flux de trésorerie. Nous déclinons ensuite notre analyse par taille et par secteur d'entreprise. Nous concluons en mettant en avant les apports de notre analyse.

1. Choix méthodologiques

Le recours aux comptes sociaux des entreprises

Les données que nous utilisons sont issues des comptes sociaux des entreprises. Elles proviennent de la base DIANE qui couvre l'essentiel des sociétés françaises tenues de déposer leurs comptes annuels auprès des greffes de tribunaux de commerce, ainsi que les divers agents économiques (indépendants, petites associations sans but lucratif, établissements secondaires, etc.). En d'autres termes, cette base fournit des données pour des sociétés pouvant appartenir à un même groupe.

Les études sur des échantillons d'entreprises avec comptes consolidés (Batsch, 2006 ; Du Tertre, Guy, 2008, 2015) appréhendent le périmètre d'activité de ces dernières directement au plan international, et permettent de distinguer l'investissement effectué au niveau national et celui effectué au niveau international. Au contraire, les comptes sociaux, comme la Comptabilité nationale, décrivent l'activité de l'entreprise uniquement sur le territoire national. Ce niveau permet d'éviter les effets monétaires et de change.

En Comptabilité nationale, seule la croissance interne des entreprises au plan macroéconomique est prise en compte. A l'inverse, la comptabilité privée permet d'isoler l'investissement des entreprises basées sur le territoire national et de faire une distinction entre croissance interne, par le biais d'un investissement productif, et croissance externe, sous la forme d'un

investissement financier. Toutefois, cette distinction n'est pertinente que pour les comptes consolidés, faute de quoi elle aboutit à surestimer les investissements financiers (voir 6.).

Par rapport aux études macro-économiques effectuées sur des données de la Comptabilité nationale, notamment Cordonnier *et alii* (2013), la comptabilité privée permet également d'obtenir les fonds propres des entreprises, et par suite d'effectuer une distinction dans leurs modalités de financement de l'investissement entre fonds propres et endettement, ce qui permet d'entreprendre une mesure exhaustive du capital immobilisé dans l'entreprise sur la base de son bilan fonctionnel, et d'examiner la contrainte financière exercée par la finance de marché et la finance de banque. Toutefois, les comptes sociaux aboutissent à surestimer les fonds propres par rapport aux comptes consolidés (CGP, 2002).

Une analyse sur la période 2008-2014

Au début de cette étude, les dernières données disponibles dataient de 2014. Nous avons fait le choix de suivre l'évolution de certains indicateurs depuis 2008, ce qui nous permet de prendre en compte la crise des *subprimes*, celle des dettes souveraines et les années postérieures, sans que l'échantillon ne soit trop réduit. Par ailleurs, le choix de cette période nous permettra d'effectuer une comparaison sur la période 2008-2013 avec un échantillon de groupes cotés (Du Tertre, Guy, 2015).

Un échantillon conséquent, constant sur la période

Selon les années, la base contient entre 3 000 et 59 000 entreprises. Dans un souci de comparabilité, nous choisissons de ne garder que les entreprises présentes dans la base tout au long de la période d'observation. Cette démarche conduit à effectuer un arbitrage entre la taille de l'échantillon et la durée de la période considérée. Sur la période 2008-2014, nous aboutissons ainsi à un échantillon de 23 042 entreprises, duquel on retire 124 entreprises du secteur de l'agriculture et une entreprise dont l'activité est inconnue, soit 22 917 entreprises. Notre analyse présente donc l'avantage d'être réalisée sur un nombre d'entreprises important.

L'échantillon est net de créations comme de disparitions d'entreprises. Par conséquent, il gomme les phénomènes de surinvestissement relatif et de sur-allocation de capital[14] à l'œuvre dans l'économie des *start-up*, ainsi que les phénomènes d'attrition de l'investissement et de non rémunération du capital observables dans les entreprises en perdition. Il est ainsi à-même de mesurer les choix d'allocation du capital dans les entreprises déjà constituées, par opposition aux choix de réallocation du surplus prélevé du capital dans de nouvelles aventures entrepreneuriales.

Le chiffre d'affaires total atteint 570 milliards d'euros et les effectifs dépassent deux millions de salariés. Les caractéristiques de notre échantillon sont les suivantes.

Un poids des secteurs proche de celui observé pour l'ensemble de l'économie

La part des quatre secteurs de l'économie (découpage INSEE A4) dans le chiffre d'affaires total de l'échantillon se répartit comme suit :

- Industrie : 152 milliards d'euros, soit 26,6 % ;
- Construction : 41,7 milliards d'euros, soit 7,3 % ;
- Tertiaire : 251 milliards d'euros, soit 65,9 %.

6 – Répartition du chiffre d'affaires par secteurs de l'économie

Secteurs	**CA** (en Mds d'euros)	**Part dans le CA total de l'échantillon** (en pourcentage)
Industrie	152,1	26,7
Construction	41,7	7,3
Tertiaire	376,4	66,0
Total général	**570,1**	**100,0**

[14] Les activités nouvelles peuvent entraîner des phénomènes de surinvestissement, en raison des espérances de profit qu'elles suscitent. Ces phénomènes conduisent à une allocation moins efficiente du capital. Pendant la phase de surinvestissement, les capitaux sont alloués à des projets peu ou non rentables, au détriment d'autres entreprises ou secteurs d'activité. Le surinvestissement conduit, à terme, à l'apparition de surcapacités de production. La situation financière des entreprises qui ont participé au surinvestissement se dégrade, au point parfois que leur survie est menacée.

Le poids des secteurs est relativement proche de celui que l'on observe dans le tableau d'entrées-sorties de l'INSEE pour l'année 2014, hormis pour le secteur de l'agriculture.

7 – Données du tableau entrée-sortie de l'INSEE pour la France en 2014				
	Entrées intermédiaires	**Production**	**Total**	**Part inter + prod dans le total** (en pourcentage)
Agriculture	62,6	87,6	**150,3**	2,7
Industrie	793,9	886,5	**1 680,4**	29,8
Construction	67,3	275,2	**342,6**	6,1
Tertiaire	939,8	2 532,0	**3 471,8**	61,5
Total	**1 863,7**	**3 781,4**	**5 645,1**	**100,0**

Une surreprésentation des PME/ETI et une sous-représentation des micro/grandes entreprises

Le chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon s'élève donc à 570 milliards d'euros. Sa répartition du par taille d'entreprises est la suivante :

- Microentreprises : 30,6 milliards d'euros, soit 5,4 % du total du CA total de l'échantillon ;
- Petites et moyennes entreprises : 300 milliards d'euros, soit 52,7 % ;
- Entreprises de taille intermédiaire : 186 milliards d'euros, soit 32,6 % ;
- Grandes entreprises : 25,3 milliards d'euros, soit 4,4 % ;
- 28 milliards, soit 4,9 % du CA total, correspondent à des entreprises dont les effectifs sont inconnus.

Par rapport aux données de l'INSEE (qui datent de 2011), notre échantillon n'est pas représentatif, et ce même en tenant compte du fait que près de 5 % du chiffre d'affaires n'est pas attribué dans l'échantillon :

- Les grandes entreprises (37 % pour l'INSEE contre 9,3 % dans l'échantillon) et les microentreprises (14,7 % pour l'INSEE contre 5,4 %) sont fortement sous-représentées ;
- Les PME (20,9 % pour l'INSEE contre 52,7 % dans l'échantillon) et les ETI (32,6 % pour l'INSEE contre 27,6 %) sont, quant à elles, surreprésentées.

8 – Répartition du chiffre d'affaires par tailles d'entreprises					
	Grandes entreprises	**Entreprises de taille intermédiaire**	**Petites ou moyennes entreprises**	**Micro-entreprises**	**Total**
Chiffre d'affaires (en Mds d'euros), INSEE	1 384	1 039	788	552	**3 763**
Part dans le chiffre d'affaires total, INSEE	36,8	27,6	20,9	14,7	**100,0**
Part dans le chiffre d'affaires, échantillon	4,4	32,6	52,7	5,4	**95,1**

La répartition des entreprises par taille confirme ce que leur poids dans le chiffre d'affaires total laissait deviner :

- Les microentreprises représentent seulement 12,4 % de l'échantillon, soit 2 844 entreprises ;
- Les PME représentent 76,5 % des entreprises, soit 17 535 entreprises ;
- Les ETI représentent 4,8 % des entreprises, soit 1 095 entreprises ;
- Les grandes entreprises représentent 0,1 % des entreprises, soit 19 entreprises ;
- 1 424 entreprises ont des effectifs inconnus, soit 6,2 % du total. Leur part dans le chiffre d'affaires (4,9 %, soit sensiblement moins que dans le nombre d'entreprises total) laisse à penser qu'elles sont un peu plus petites que la moyenne.

9 – Répartition du chiffre d'affaires par tailles d'entreprises					
	Taille	**Nombre d'entreprises**	**Part dans le nombre total d'entreprises** (en %)	**CA** (en Mds)	**Part dans le CA total de l'échantillon** (en %)
Microentreprises	1 à 9	2 844	12,4	30,6	5,4
Petites et moyennes entreprises	10 à 249	17 535	76,5	300,1	52,6
Entreprises de taille intermédiaire	250 à 4 999	1 095	4,8	186,1	32,6
Grande entreprises	5 000 et plus	19	0,1	25,3	4,4
NULL	NC	1 424	6,2	28,0	4,9
Total		**22 917**	**100,0**	**570,1**	**100**

S'agissant des ETI, la structure de groupe domine nettement. En 2007, celle-ci concernait 90 % d'entre elles (Hecquet, 2010)[15]. Seules 10 % étaient constituées d'une seule unité juridique.

2. Une faible croissance de la valeur ajoutée et des besoins en capitaux peu marqués

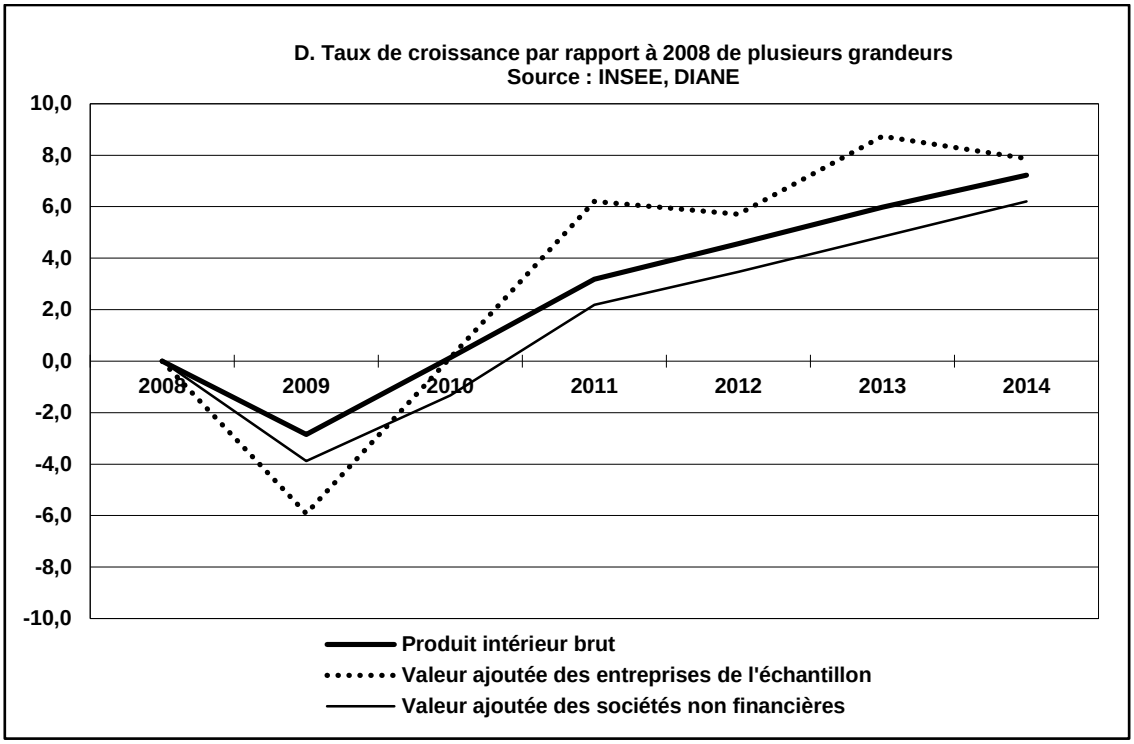
Sur la période 2008-2014, notre échantillon fait apparaître une hausse modeste de la valeur ajoutée des entreprises. Celle-ci s'est accrue de 9,3 Mds €, soit une hausse de 7,9 % (en valeur).

Globalement, cette évolution est plus dynamique que celle de la valeur ajoutée des sociétés non financières (+ 6,2 %). Elle est plus proche de celle du PIB qui a progressé de + 7,2 % en France au cours de la période (+ 2,4 % en volume). Par rapport aux données de la Comptabilité nationale, l'évolution de la valeur ajoutée de l'échantillon apparaît tout à fait cohérente.

Dans le détail, les fluctuations économiques apparaissent plus marquées pour notre échantillon que pour la VA des SNF et le PIB. L'évolution de la VA de notre échantillon révèle ainsi une crise économique en deux temps :

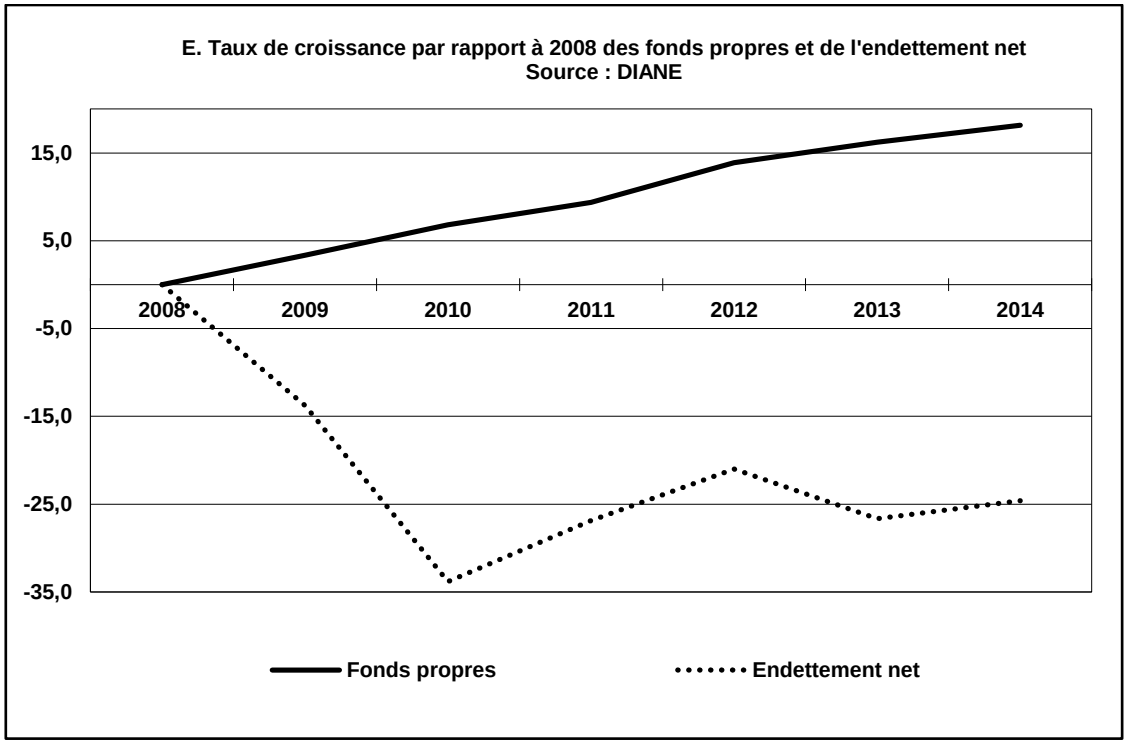
- Sur la période 2008-2010, la VA progresse de 6,2 %, contre 3 % pour le PIB. Elle subit d'abord une plus forte chute en 2008 (- 6 % contre - 2,4 % pour le PIB), mais connaît ensuite un rebond plus marqué en 2009 et 2010 (+ 12 % contre + 5,4 % pour le PIB) ;
- Sur la période 2011-2014, la VA de l'échantillon progresse faiblement (+ 1,6 %). Sa croissance est ralentie par deux années de baisse, en 2011 et 2013 (- 0,5 % et - 0,8 %). Le PIB progresse plus lentement mais de façon continue, de telle sorte que sa hausse s'établit à 2 % sur la période.

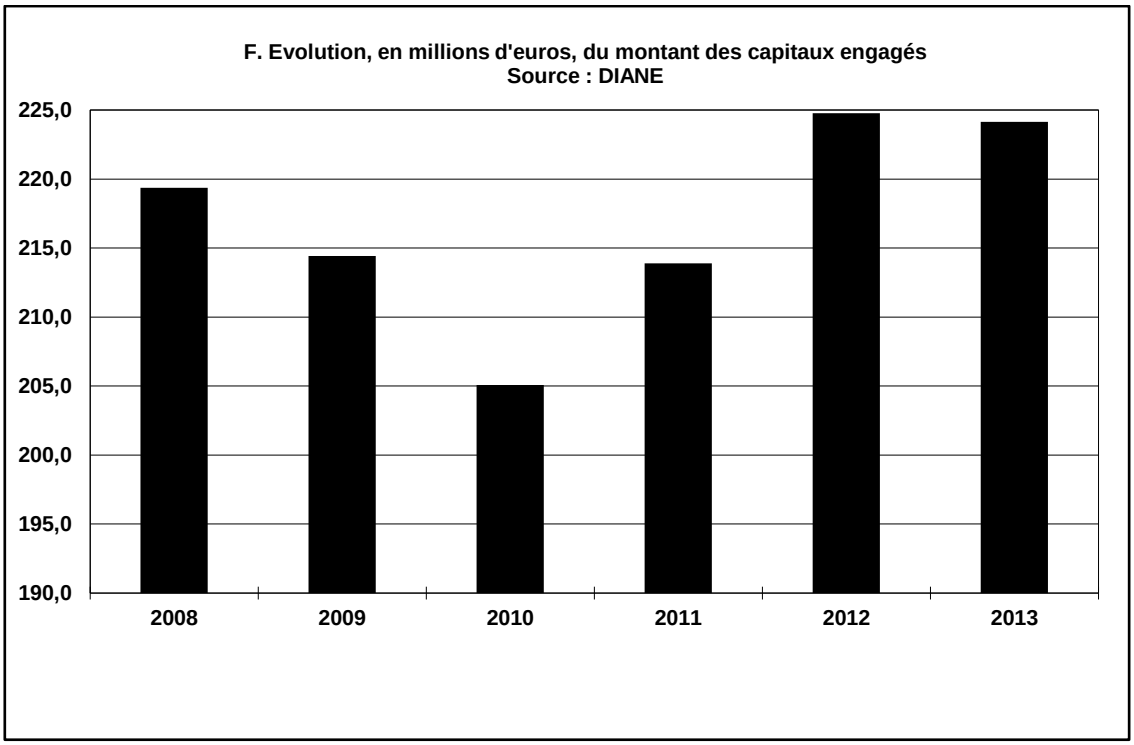
[15] En 2013, la structure de groupe concernait 93 % des ETI (INSEE, 2016).



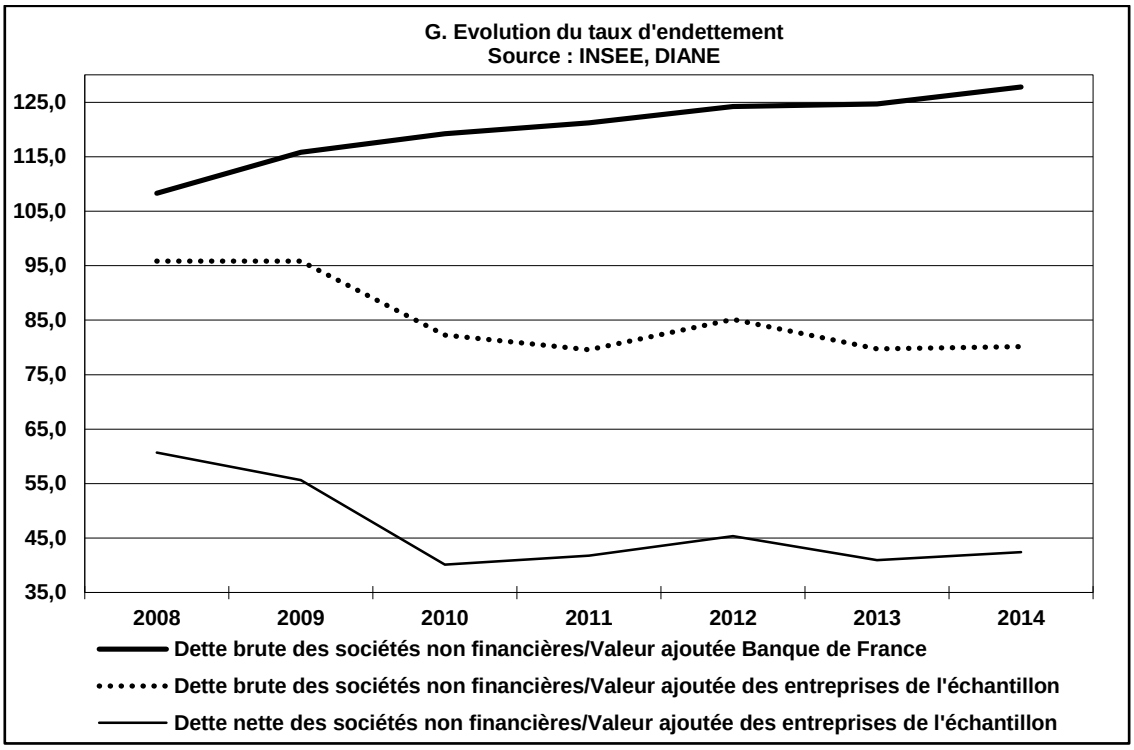
Ce profil plus heurté de la valeur ajoutée peut s'expliquer par la plus forte part de PME et d'ETI dans notre échantillon, celles-ci étant plus sensibles aux fluctuations économiques que les grandes entreprises car opérant sur un marché plus restreint.

Les entreprises de notre échantillon ont eu recours de façon contrastée aux deux principaux modes de financement. D'un côté, elles se sont davantage financées par fonds propres : croissance continue et forte des fonds propres de + 18,2 % (10 points de plus que la VA). De l'autre, elles ont eu nettement recours à l'endettement puisque celui-ci a diminué de - 24,6 %. Au total, les capitaux engagés (fonds propres + endettement) ne se sont accrus que de 4,1 % sur la période, ce qui témoigne d'un faible besoin en capitaux.





Sur la période 2008-2014, l'évolution de l'endettement des entreprises de notre échantillon diverge de celle de l'endettement des sociétés non financières de l'économie nationale. Dans les données Banque de France, l'endettement des SNF a progressé. Cette divergence entre notre échantillon et les données nationales se retrouve dans le rapport de l'endettement sur la valeur ajoutée (échantillon) et de l'endettement sur le produit intérieur brut (Comptabilité nationale).



La divergence entre l'endettement brut[16] des SNF de l'économie nationale (données Banque de France) et celui des SNF de l'échantillon s'explique par le fait que ce dernier exclut les destructions et les créations d'entreprises sur la période, et par conséquent, les entreprises les plus endettées, ce qui n'est pas le cas des données Banque de France. Le graphique fait également apparaître l'évolution de la dette nette en part de la valeur ajoutée. Elle est obtenue en retranchant les disponibilités de la dette brute.

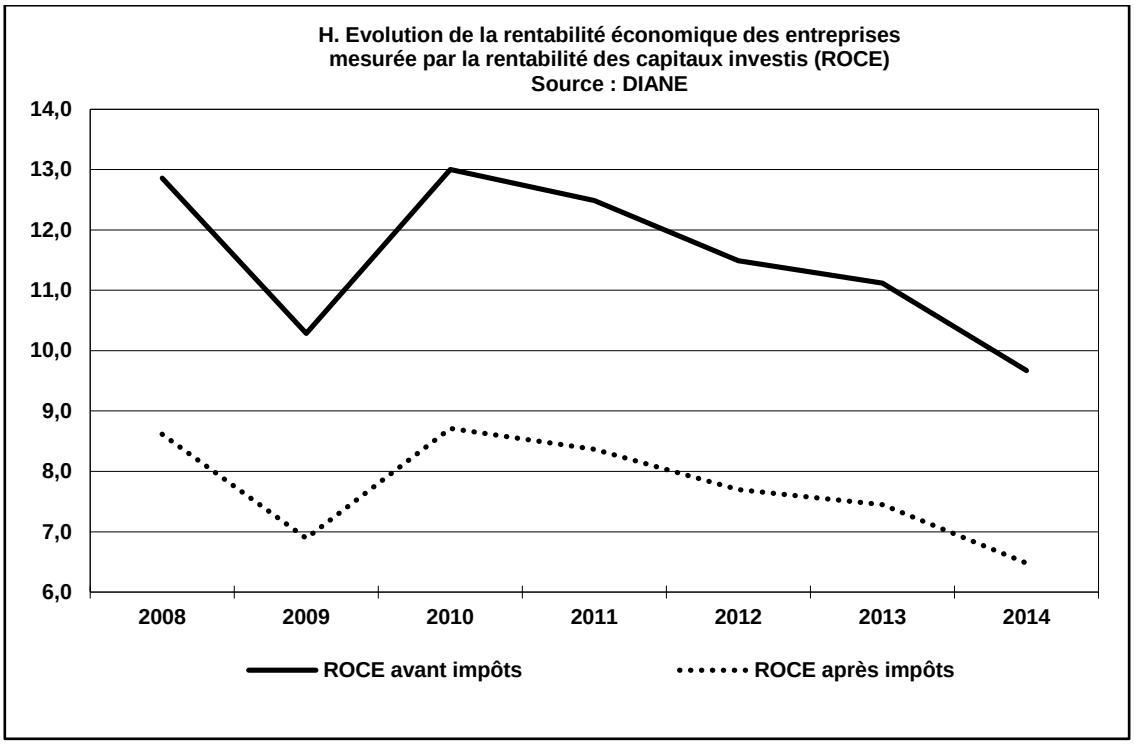
[16] La dette des SNF est une dette brute. Elle se compose des crédits obtenus auprès des intermédiaires financiers français et étrangers et des titres de créance (principalement des obligations) émis sur les marchés financiers. Elle ne comprend pas les opérations de prêts/emprunts entre entreprises appartenant à un même groupe. Elle est comptabilisée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement des fonds empruntés. Pour les emprunts en devises, l'encours nominal en devise est converti en euros en appliquant le taux de change de la date d'arrêté considérée. Le montant de la dette est donc affecté par les variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des devises de libellé des emprunts et émissions de titres de créance considérés.

3. Une baisse de la rentabilité économique et financière des entreprises

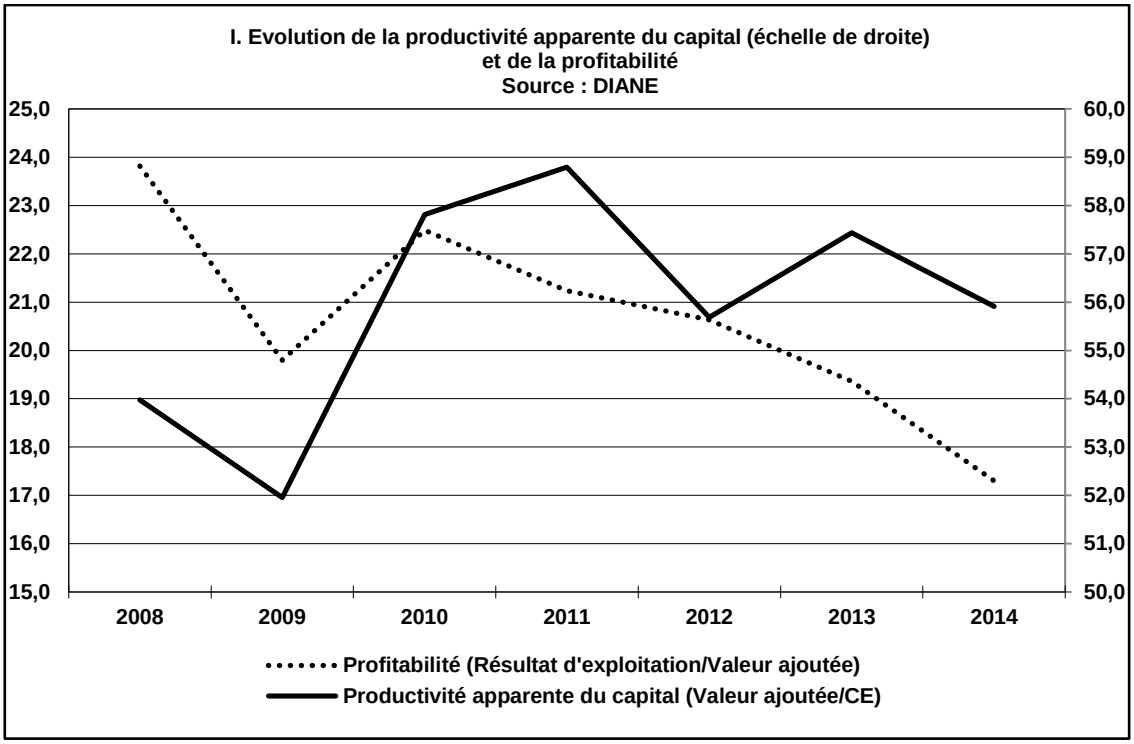
Au cours de la période, la rentabilité économique des entreprises s'est dégradée.

Le ROCE (*return on capital employed*) détermine la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Il correspond à la marge brute de l'entreprise divisée par les capitaux employés. Les capitaux employés correspondent à la somme des capitaux propres et de l'endettement financier net. Le ROCE est ainsi passé de 13 % en 2010 à moins de 10 % en 2014.

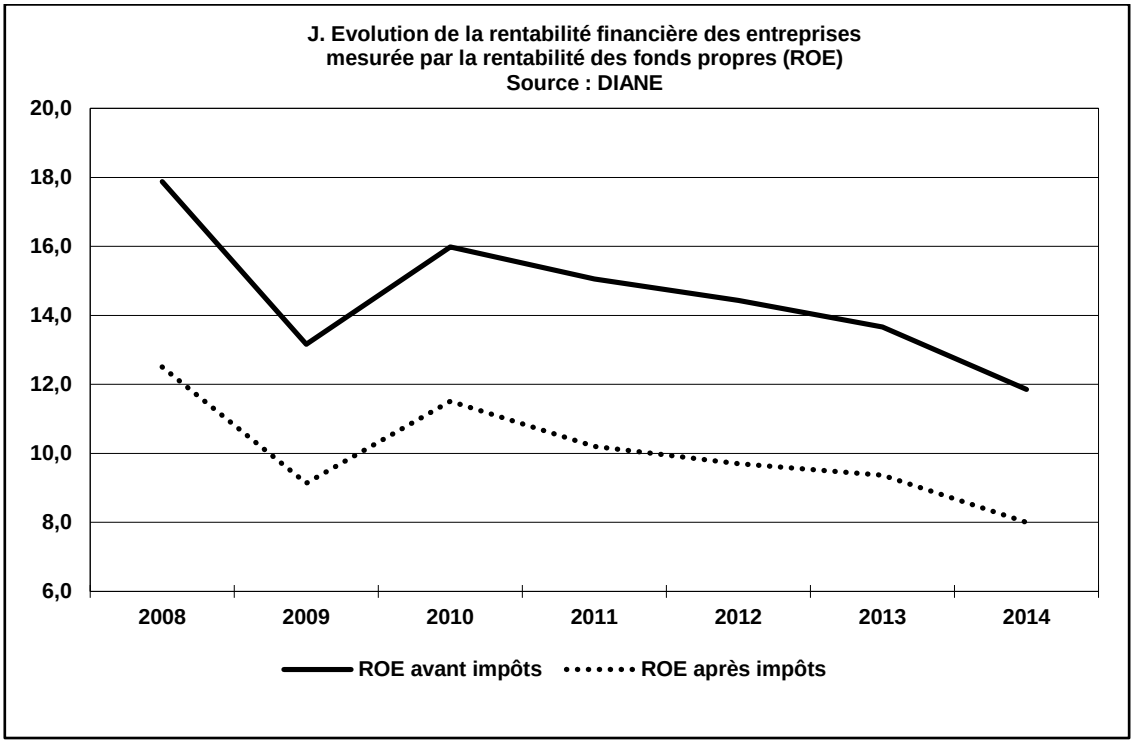
La rentabilité après impôts est la différence entre le ROCE et l'impôt sur les sociétés versé par les entreprises de l'échantillon.



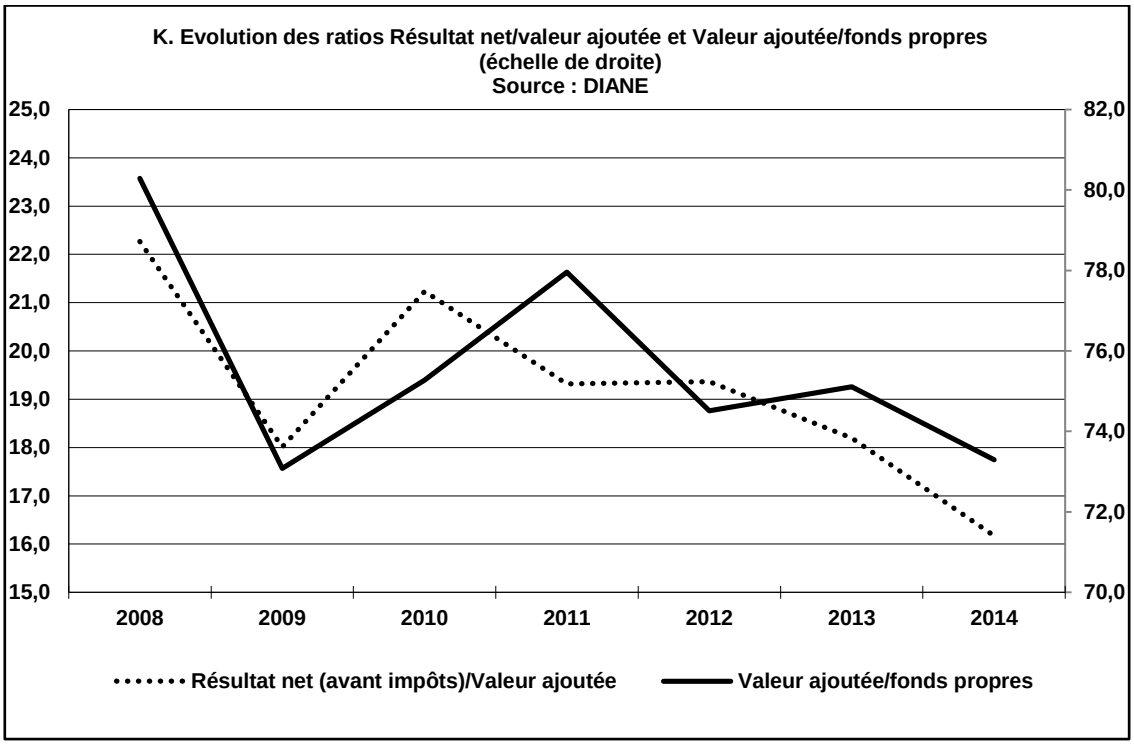
La rentabilité économique est le résultat de la productivité apparente du capital (valeur ajoutée/capitaux engagés) multipliée par la profitabilité de l'entreprise (résultat d'exploitation/valeur ajoutée). La baisse de la rentabilité économique s'explique par une diminution de la profitabilité. Entre 2008 et 2014, celle-ci est passée de près de 24 % à 17,3 %. La productivité apparente du capital, bien qu'elle ait évolué de façon irrégulière, a été supérieure à son niveau de 2008 sur l'ensemble de la période. Elle était ainsi de 56 % en 2014, contre 54 % en 2008.



La baisse de la profitabilité s'est répercutée sur la rentabilité financière, laquelle s'est également détériorée. Elle est mesurée par le ROE (*return on equity*), défini par le résultat net rapporté aux fonds propres. Le résultat net correspond au résultat d'exploitation moins les frais financiers nets (paiement des intérêts). Entre 2008 et 2014, le ROE est ainsi passé de près de 18 % à moins de 12 %.



La baisse de la rentabilité financière s'explique à la fois par une diminution du ratio Résultat net/valeur ajoutée (induite par la baisse de la profitabilité) et par une baisse du ratio Valeur ajoutée/fonds propres qui traduit un recul de la productivité apparente des fonds propres.

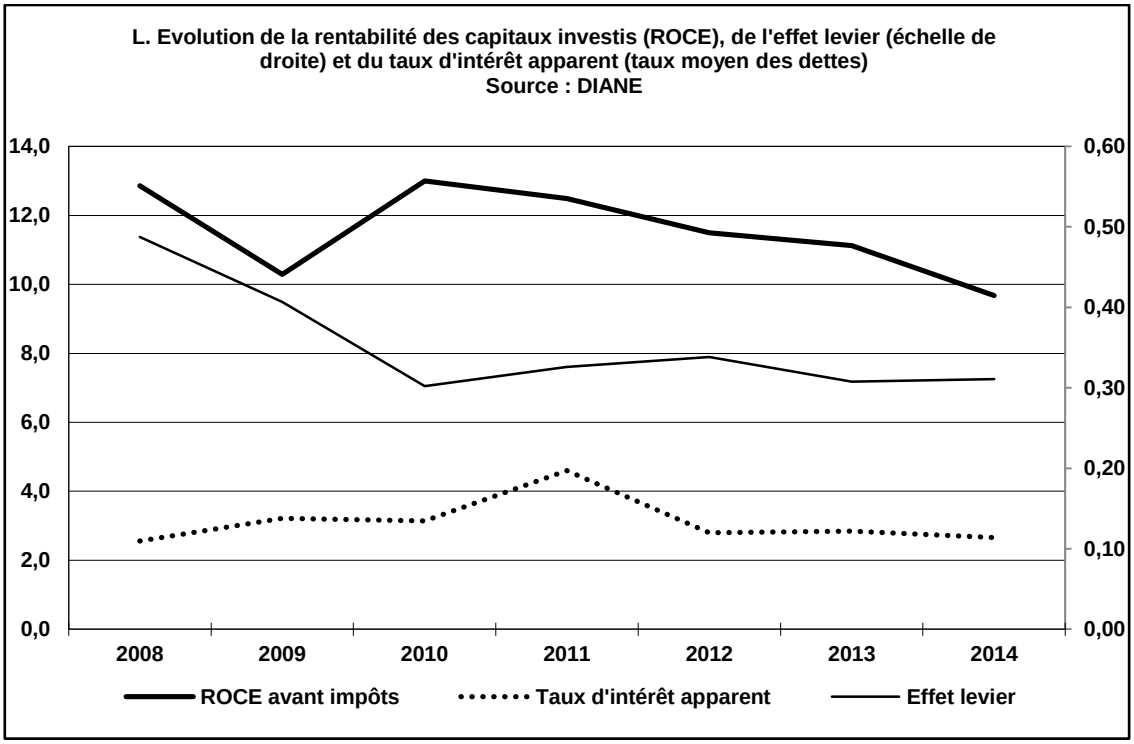


La rentabilité financière est égale à la somme de la rentabilité économique et de l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt implicite inhérent aux dettes financières de l'entreprise[17] multiplié par le levier d'endettement de l'entreprise, soit :

$$ROE = ROCE + (ROCE - i)\ EN\ /FP$$

L'évolution opposée de l'endettement et des fonds propres des entreprises de notre échantillon conduit à une forte baisse de l'effet de levier (endettement/fonds propres) : de 0,49 en 2008, il passe à 0,31 en 2014 (- 37 %). Cette baisse s'explique par la contraction de la rentabilité des entreprises qui réduit l'écart avec le taux d'intérêt apparent. Celui-ci a augmenté jusqu'en 2011, puis il a diminué pour retrouver en 2014 son niveau de 2008 (2,7 %). En début de période (de 2008 à 2010), la baisse de la rentabilité financière s'est produite d'abord sous l'effet d'une baisse du levier résultant d'une baisse de l'endettement consécutive à l'apurement des bilans des entreprises dans un contexte de crise économique.

[17] Le taux d'intérêt apparent est calculé en rapportant le total des intérêts versés par les entreprises de l'échantillon au total de leurs dettes.



La dégradation de la rentabilité financière pèse sur les entreprises car elle aggrave le coût de financement du fait d'une prime de risque forte (*cf. infra*). La prime de risque est définie, rappelons-le, comme la différence entre le rendement des actifs risqués et le rendement des actifs sans risque, soit ici la différence entre le ratio Dividendes/fonds propres et le ratio Intérêts/endettement.

4. Un maintien du coût du capital

La rémunération du capital a subi un double mouvement. Globalement, les dividendes versés par les entreprises de l'échantillon ont légèrement diminué sur la période (- 1,5 point). Cette baisse résulte de trois reculs, en 2009, 2012 et 2014, avec un point haut en 2013, très au-dessus des deux années initiales (2008 et 2009).

Cette légère diminution des dividendes versés par les entreprises de notre échantillon contraste avec la baisse beaucoup plus marquée des dividendes payés par les SNF dans l'ensemble de l'économie. De 2008 à 2014, la part des dividendes dans la valeur ajoutée a ainsi reculé de 5,6 points, avec une diminution permanente depuis 2010. Elle se situe à son niveau le plus bas depuis 2008, légèrement supérieure à son niveau de 2003. Au contraire, dans les données de la

Banque de France, la part des actionnaires dans le revenu global a progressé chaque année depuis 2010, excepté en 2013. Sur l'ensemble de la période, elle progresse alors de 1,2 point.

Au niveau macro-économique, il n'y a donc pas de vision incontestable de l'évolution des dividendes versés sur la période 2010-2014 et les explications en la matière restent partielles (encadré).

Des incertitudes sur l'évolution des dividendes des SNF

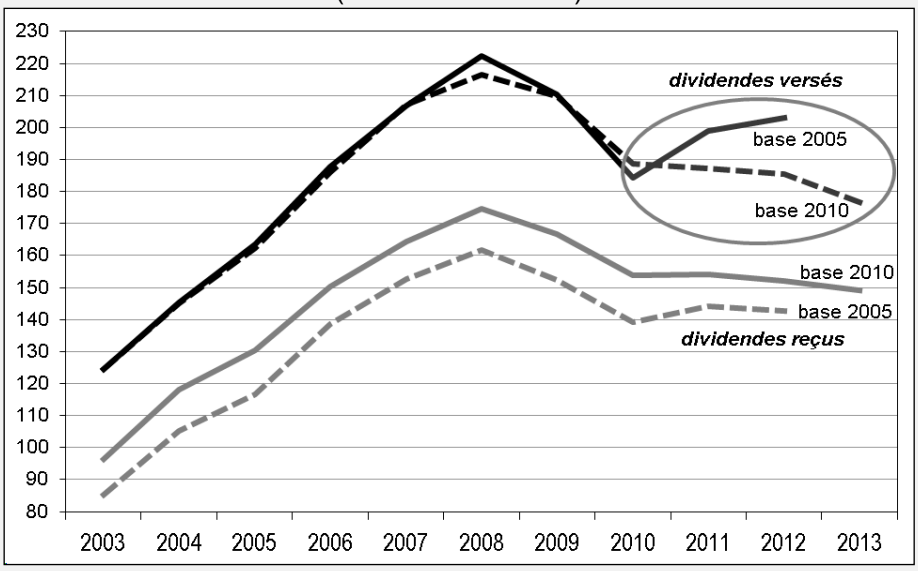
Le profil de l'évolution des dividendes est différent selon la base des comptes nationaux de l'INSEE (2005 et 2010) et les sources statistiques (INSEE et Banque de France).

1. Un profil différent sur données INSEE entre base 2005 et base 2010

Les écarts d'évolution des dividendes entre la base 2005 et 2010 ne concernent que les dividendes versés (Bournay *et alii*, 2015). Les dividendes reçus sont légèrement revus à la hausse dans la base 2010, mais leur courbe suit la même évolution que dans la base 2005. En revanche, pour les dividendes versés, les courbes des bases 2005 et 2010 divergent à partir de 2011. En 2011 et 2012, les dividendes versés augmentent dans la base 2005, alors qu'ils diminuent légèrement dans la base 2010. Cet écart a deux explications :

- En 2011 et 2012, la série des dividendes versés dans la base 2005 repose sur des données temporaires. Elles ont été obtenues à partir de premières estimations ;
- La base 2010 repose sur une méthode affinée, à travers la mobilisation de la base ESANE (données individuelles d'entreprises).

Dividendes reçus et versés par les sociétés non financières
(en milliards d'euros)

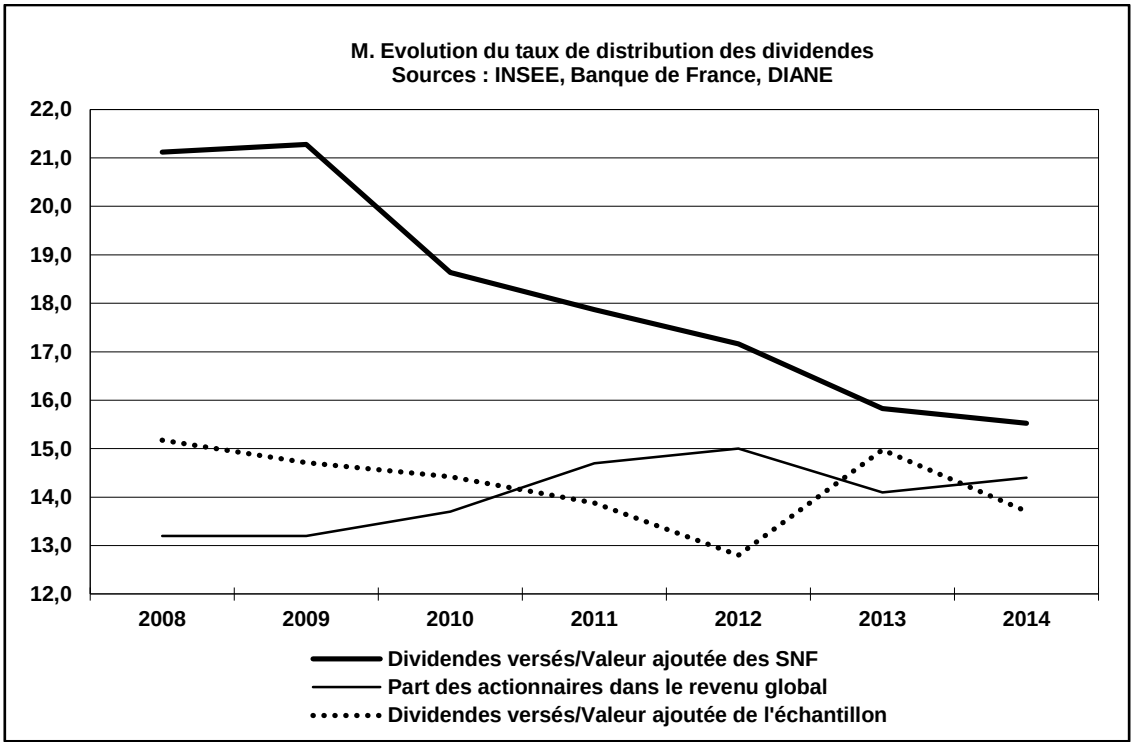


Source : INSEE

2. Un profil différent entre les données INSEE et Banque de France

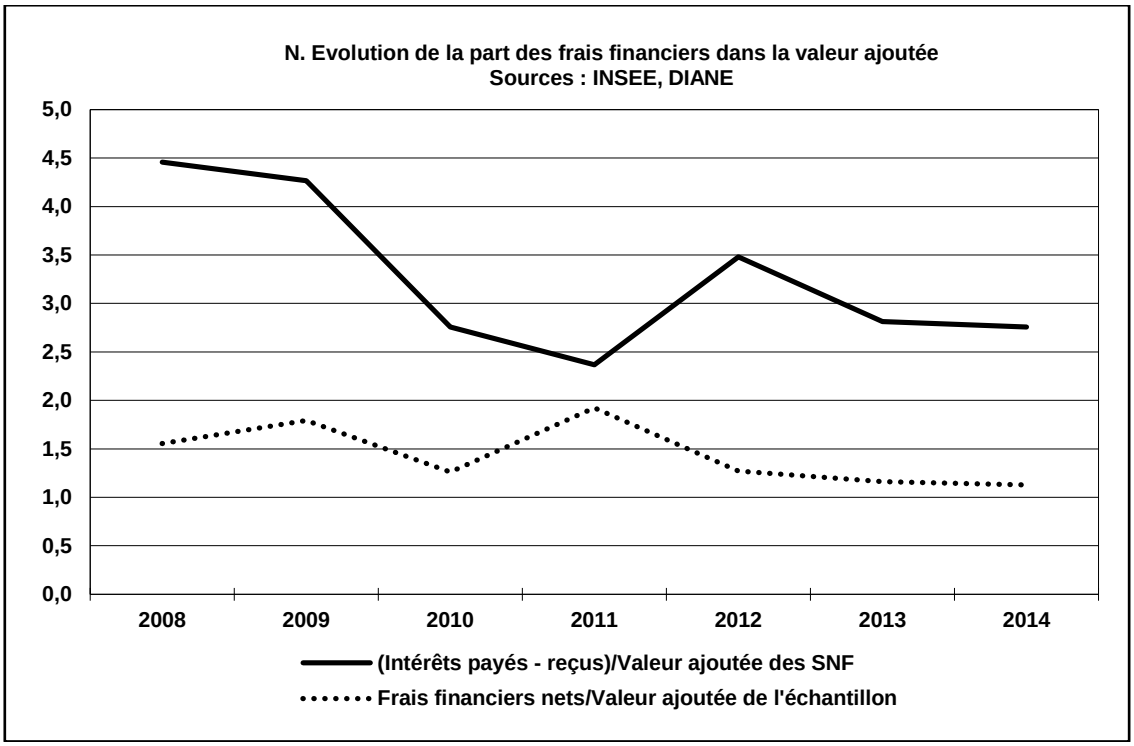
L'évolution des dividendes versés présente également un écart entre les données INSEE et Banque de France. Les deux séries divergent à partir de 2010 (voir CNIS, 2015, p. 85, figure IV.1). Au total, entre 2006 et 2013, les dividendes versés par les SNF ont augmenté de 32 % selon la Banque de France, tandis qu'ils ont baissé de 5 % selon l'INSEE. Cet écart peut s'expliquer par une différence de champ dans la mesure où la Banque de France exclut les petites entreprises. Les données FIBEN portent sur les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 750 000 euros et intègrent des entreprises multinationales pouvant verser beaucoup de dividendes, mais qui ne sont pas forcément liées à des unités légales françaises. Pour autant, le rapport du CNIS (2015) ne parvient pas complètement à expliquer l'écart entre les données INSEE et Banque de France, si bien qu'une partie de celui-ci reste inexpliquée (Husson, 2015).

L'évolution de la part des dividendes dans la valeur ajoutée dans notre échantillon présente un profil plus proche de celui de la Banque de France. Il montre l'importance des effets de périmètre. Par rapport à la Comptabilité nationale, notre échantillon sous-estime les microentreprises (la Banque de France les exclut) et les grandes entreprises. Or lorsque l'on décompose notre échantillon par tailles d'entreprise, on constate que le ratio Dividendes/fonds propres a diminué plus fortement dans les entreprises de plus de 5 000 salariés alors que la croissance des fonds propres y a été moins forte. Il s'agit d'un point important qui fait apparaître une différence avec les entreprises du CAC40 qui ont versé des dividendes croissants entre 2008 et 2014.



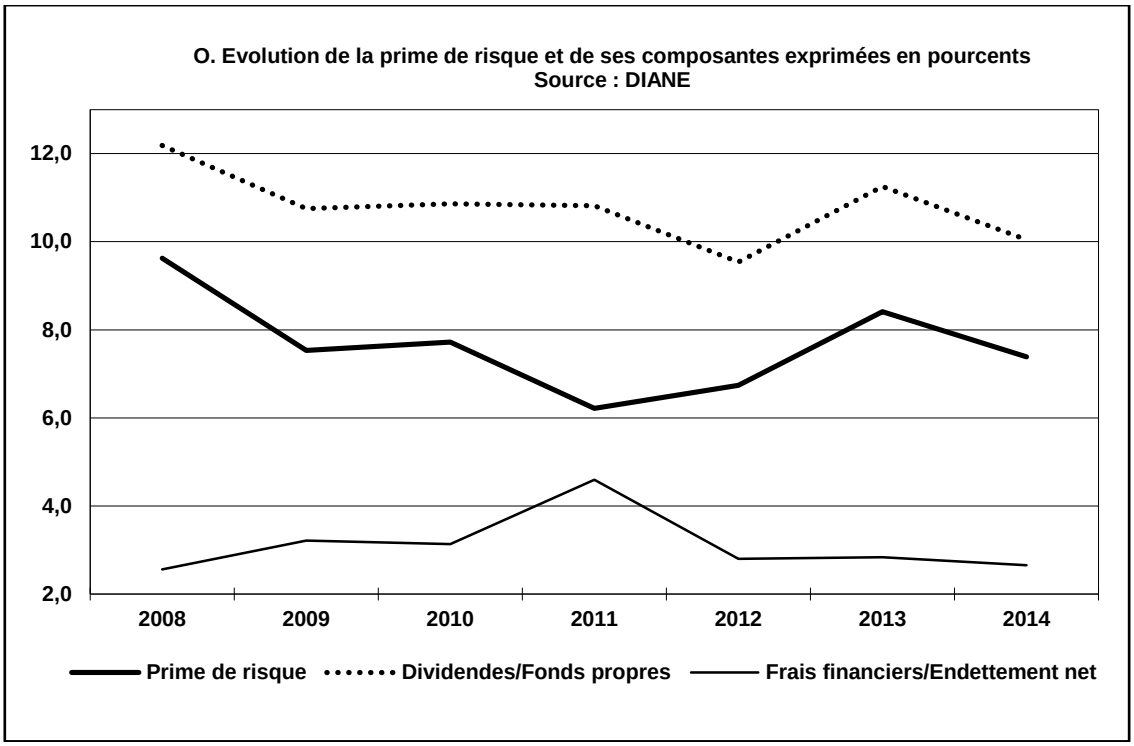
Tout comme les dividendes, les frais financiers nets se sont réduits sur la période 2008-2014, leur part dans la valeur ajoutée passant de 1,6 % à 1,1 %. Ce mouvement englobe deux hausses de taux : la première en 2009, conséquence de la crise de 2008 ; la seconde en 2011, liée à la crise des dettes souveraines.

L'ampleur de la baisse est plus prononcée sur les données issues de la Comptabilité nationale. La part des intérêts payés nets des intérêts reçus dans la valeur ajoutée est passée de 4,5 % à 2,8 % sur la période. L'écart s'explique notamment par un effet de périmètre. Les grandes entreprises sont moins présentes dans notre échantillon que dans le reste de l'économie. Elles se financent se financent moins par des emprunts bancaires que par des emprunts obligataires, dont les taux peuvent être supérieurs selon les périodes et les montants empruntés.



De ce double mouvement de baisse des dividendes et des frais financiers, il résulte que la part du coût du capital dans la valeur ajoutée a très légèrement reculé : elle est passée de 16,5 % en 2008 à 14,8 % en 2014. Cette faible diminution peut paraître surprenante dans la mesure où la profitabilité des entreprises de l'échantillon a fortement reculé, de près de 6 points de valeur ajoutée, passant de 23,8 % en 2008 à 17,3 % en 2014 (*cf. supra*). A ce niveau d'analyse, on peut supposer que ces deux mouvements auront entraîné une baisse du taux d'investissement.

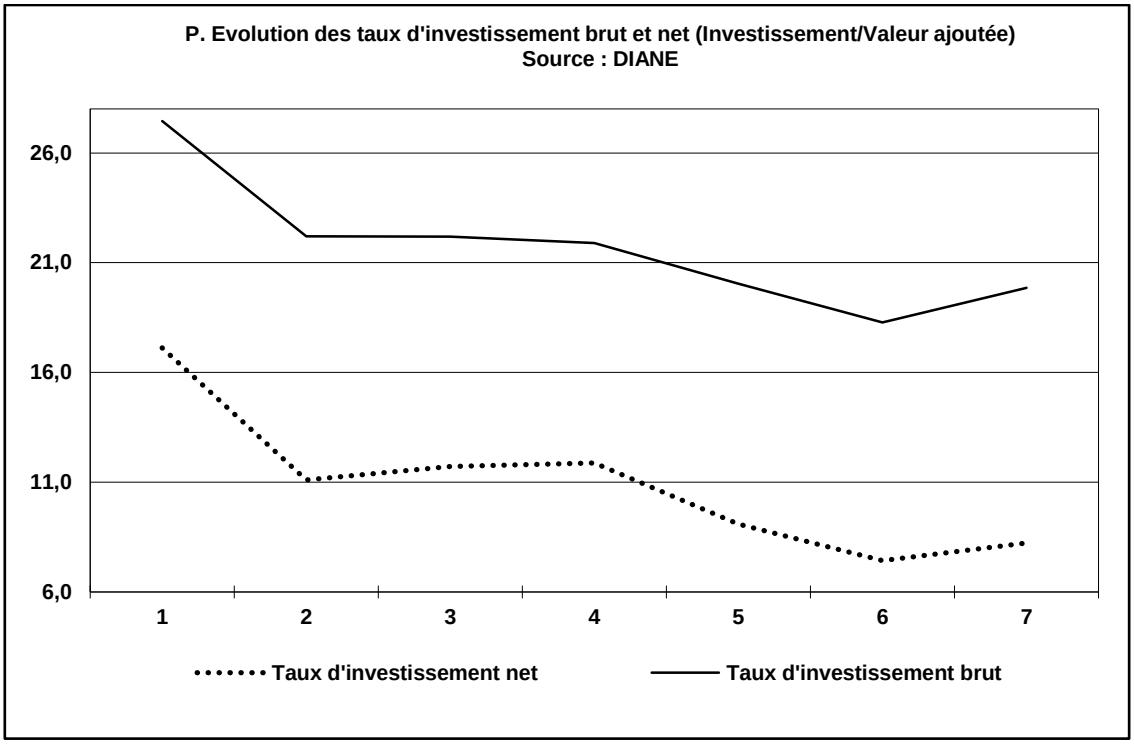
Le ratio Dividendes/fonds propres ressort en légère baisse, passant de 12,2 % en 2008 à 10,0 % en 2014, mais il demeure à un niveau élevé, son point bas se situant à 9,5 % en 2012. Le coût de financement apparent (frais financiers nets/endettement net) apparaît stabilisé : 2,6 % en 2008, 2,7 % en 2014, après une bosse en 2011 liée à la hausse des taux résultant de la crise des dettes souveraines (4,6 %). Il en résulte une légère baisse de la prime de risque apparente, mais celle-ci se maintient à un niveau élevé : 9,6 % en 2008, 7,3 % en 2014.

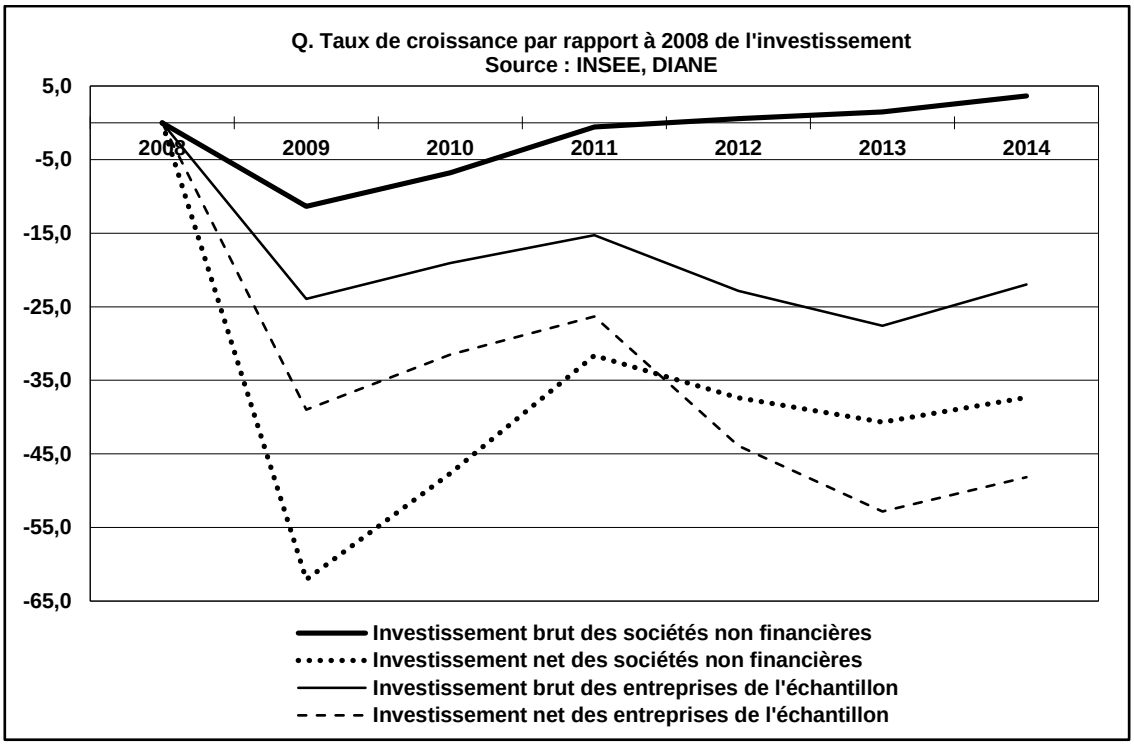


5. Un effondrement de l'investissement

Sur la période 2008-2014, dans un contexte d'augmentation de la valeur ajoutée de 8 %, l'investissement brut des entreprises de l'échantillon a reculé de 22 %. Il en a résulté un fort recul du taux d'investissement brut (investissement brut/valeur ajoutée) de 27,4 % à 20 %. Cette baisse provient d'un recul de l'investissement net[18] (- 48 % en 2014 par rapport à 2008), entraînant une diminution du taux d'investissement net de 17,1 % en 2008, à 8,2 % en 2014. Au contraire, l'amortissement a progressé (+ 21 %). Par conséquent, la part de l'investissement net dans l'investissement total s'est réduite. Elle est passée de 62 à 41 % de 2008 à 2014.

[18] L'investissement net correspond à l'accroissement du capital utilisable pour la production, après déduction de sa dépréciation.





Au niveau de l'ensemble des SNF, l'investissement brut, après avoir chuté en 2009, est reparti à la hausse. En 2014, il est supérieur de 3,6 % à son niveau de 2008. Le taux d'investissement brut s'est ainsi globalement maintenu, passant de 23,3 % en 2008 à 22,8 % en 2014. Mais l'investissement net est en déclin. En 2014, il était inférieur de 37 % à son niveau de 2008. Le

taux d'investissement net s'est replié (de 4,7 % à 2,8 %) depuis 2008, année qui correspondait à un point haut inédit depuis le début des années 1990, voire la fin des années 1970.

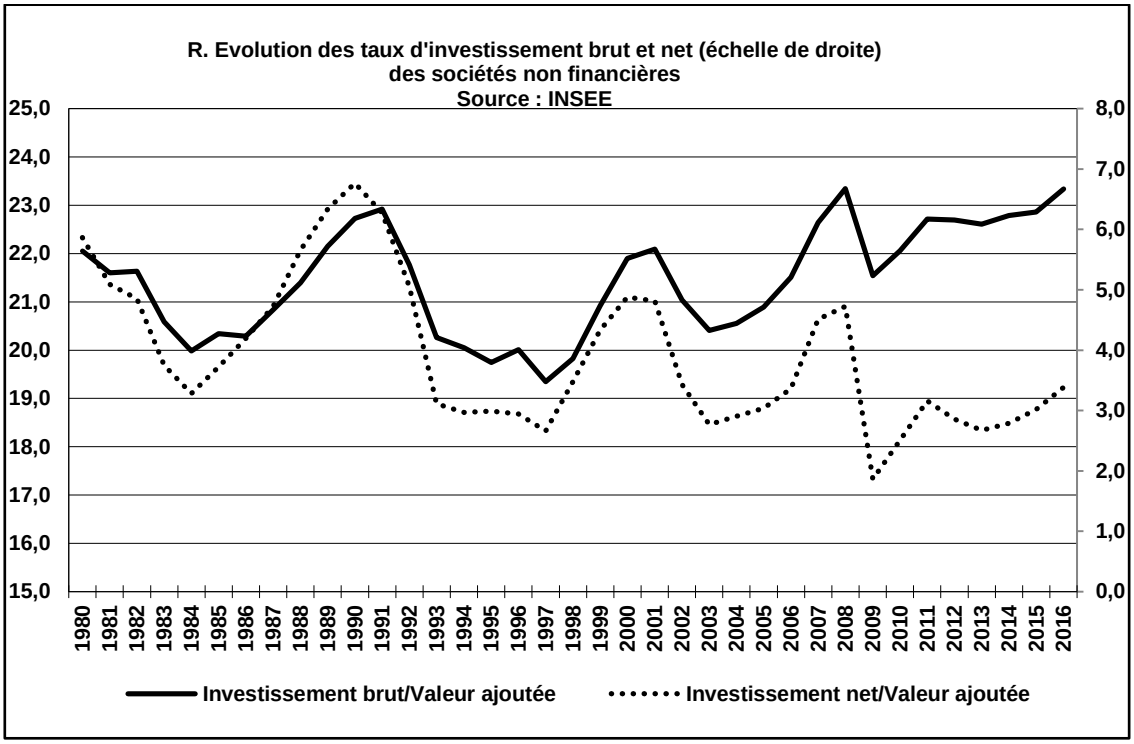
S'agissant du taux d'investissement brut, les écarts entre nos données et celles de la Comptabilité nationale s'expliquent par les caractéristiques de notre échantillon. Premièrement, l'investissement est moindre dans les entreprises présentes tout au long de la période et donc déjà installées sur leur marché. Deuxièmement, les grandes entreprises, qui y sont relativement moins représentées, ont un taux d'investissement plus important que les PME qui y sont surreprésentées (Guillou *et alii*, 2018).

Concernant le taux d'investissement net, jusqu'à 2011, il régresse plus rapidement dans l'ensemble des SNF que dans celles de notre échantillon. Les premières subissent davantage les effets de la crise que les secondes : certaines entreprises disparaissent alors que notre échantillon est composé d'entreprises vivantes tout au long de la période, donc plus résistantes. La crise est donc plus visible pour l'ensemble des SNF. A partir de 2011, le déclin du taux d'investissement de notre échantillon est beaucoup plus marqué. Inférieur de 26,3 % à son niveau de 2008, il tombe à 52,8 % en 2013, avant de remonter à 48 % de ce niveau.

Au niveau macro-économique, l'analyse des composantes de l'investissement permet de mettre en évidence l'évolution de sa structure et de mieux comprendre sa dynamique (Sicsic, 2018).

Jusqu'à 2008, l'investissement en machines et équipements était la première composante de la FBCF. La part de ce type d'investissement a baissé de 10 points de 2000 à 2014, pour atteindre 34 % en fin de période, son niveau le plus bas depuis 1980. Inversement, la part de l'investissement en construction a connu une progression de 10 points de 2000 à 2011, jusqu'à représenter 36 % de l'investissement, devenant ainsi sa première composante, avant de reculer à 33 % en 2015. Ces investissements en construction sont recherchés comme une classe d'actifs s'auto-valorisant dans les bilans des entreprises. Ils leur servent ainsi de collatéral pour obtenir de nouveaux crédits à des conditions avantageuses. Enfin, la part de l'investissement en droits de propriété intellectuelle a augmenté sur l'ensemble de la période, pour s'établir à 34 % en 2015. Or ce type d'investissement, composé notamment de recherche & développement, logiciels et bases de données, se déprécie plus vite que les biens d'équipement (30 % contre 15-16 %), et de façon croissante, alors que la dépréciation des biens d'équipement reste stable dans le temps. Il en résulte une hausse de la consommation de capital fixe des SNF, laquelle induit,

à partir de 2000, un décrochage entre le taux d'investissement brut et le taux d'investissement net (graphique) (Rémond, Rustique, 2018). L'investissement supplémentaire de l'ensemble des SNF n'a alors pas été un investissement de modernisation, de création de valeur ajoutée et de montée en gamme, mais plutôt un investissement de remplacement du capital existant.



L'écart moins important dans notre échantillon que dans l'ensemble de l'économie entre le taux d'investissement brut et le taux d'investissement net des SNF ainsi que l'absence de décrochage entre ces deux indicateurs dans notre échantillon peuvent s'expliquer notamment par des types d'investissement différents, notamment une part plus grande de l'investissement en droits de propriété intellectuelle dans les grandes sociétés.

Afin de mettre en perspective les évolutions du coût du capital et de l'investissement, nous les situons dans le temps. On considère que l'investissement constitue la préparation de l'avenir et que le coût du capital peut être assimilé à la rémunération du passé. Nous proposons d'appeler flux temporel la somme du coût du capital et de l'investissement. Notre analyse met alors en évidence que la part de la valeur ajoutée consacrée au futur a fortement baissé : le taux d'investissement s'est replié de 17,1 à 8,2 %, soit - 8,9 points de VA. Cette baisse est sans commune mesure par rapport au reflux de la part consacrée à la rémunération du passé : la part du coût du capital dans la valeur ajoutée est passée de 16,7 à 14,8 %, soit - 1,9 point de VA. Ce sont donc près de 10,1 points de valeur ajoutée qui ont été soustraits au flux temporel.

L'évolution des fonds propres aurait dû en souffrir. Or ils progressent régulièrement sur la période. Cet accroissement représente 22 % du flux cumulé de dividendes (un peu plus de 3/4 de dividendes pour un peu moins d'1/4 d'accumulation).

Ce constat nous conduit à formuler deux hypothèses :

- Ces sommes (20 milliards d'euros) seraient allées en fonds propres, dans **une stratégie de rétention des profits** ;
- **L'investissement se ferait de moins en moins sous forme d'immobilisations corporelles**, et de plus en plus sous forme de dépenses comptabilisées en charges (dépenses de R & D et d'innovation sous forme de salaires, achats et coûts de fonctionnement ; locations au lieu de constructions immobilières ; etc.), ou sous forme d'investissements dans d'autres entreprises (rachats d'entreprises ; création de filiales dédiées ; délocalisation des activités requérant de forts investissements corporels).

On peut donc se demander si ces sommes n'ont pas été consacrées à des rachats d'actions et des investissements financiers qui n'apparaîtraient pas dans l'analyse simple des comptes. Leur repérage exige en effet des retraitements.

6. Comment articuler l'analyse des comptes sociaux et celle des comptes consolidés

Pour compléter l'analyse, nous effectuons un examen des tableaux de flux de trésorerie. Ceci permet d'intégrer les investissements financiers et les rachats d'actions. Nous les présentons sous la même forme que Du Tertre et Guy (2015) afin de mener une comparaison avec leur échantillon de groupes sur la période 2009-2013. Ceci nous permet de montrer les apports d'une analyse sur les comptes consolidés, et de comprendre l'importance des notions de découpage de l'entreprise et de prix de transfert, sur lesquelles nous reviendrons dans la partie 3.

Les tableaux de trésorerie permettent de mettre en évidence 4 soldes (voir p. 25 pour plus de détails) :

- **Autofinancement brut** = résultat net + plus-values réalisées sur les cessions nettes d'actifs – dotations aux amortissements et des provisions pour pertes prévisibles – variation du besoin en fonds de roulement de l'entreprise (BFR) ;
- **Investissement net total** = investissement productif + investissement financier.

  Les investissements financiers sont calculés à partir du tableau des immobilisations. Ils comprennent les investissements sur titres, les créances rattachées, les titres immobilisés et autres immobilisations financières (correspondant aux prêts et dépôts de garantie).

  Les opérations de fusion-acquisition sont prises en compte dans les investissements financiers dès lors que l'entreprise a acquis des titres en vue d'une annulation pour fusion. Ce n'est pas le cas si l'entreprise ne détenait pas de titres et qu'elle ne les rachète pas. Le rachat d'une entreprise entraîne un investissement financier. En d'autres termes, les produits financiers intègrent les fusions-acquisitions, mais sans consolidation des comptes, on ne peut les isoler de façon à les faire apparaître distinctement ;
- ***Free cash-flow*** = autofinancement brut – investissement net ;
- **Capacité/besoin de financement** = *free cash-flow* – dividendes.

L'autofinancement brut des SNF de notre échantillon augmente de près de 20 % sur la période 2008-2014. Cet accroissement résulte d'une augmentation des dotations aux amortissements nettes de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR), tandis que la somme du résultat net et des plus-values sur actifs diminue. Cette augmentation découle à la fois d'une progression de l'amortissement (*cf. supra*) et d'une baisse du BFR, laquelle indique une amélioration de la trésorerie.

S'agissant des opérations d'investissement, l'effondrement de la hausse de l'investissement productif (net) (- 54 %) s'est accompagné d'un recul de même ampleur de l'investissement financier (- 50 %). Par conséquent, la baisse de l'investissement productif n'a pas été compensée par une hausse de l'investissement externe, comme cela a pu être le cas récemment dans les grands groupes (Charasson-Jasson, 2017). Il en a résulté une hausse du *free cash-flow*.

Dans le même temps, les dividendes ont stagné ; les rachats d'actions, qui étaient quasi-nuls en 2008, sont devenus légèrement négatifs puis légèrement positifs, mais ils restent marginaux. Dès lors, les entreprises de l'échantillon sont passées d'un besoin de financement à une capacité de financement, c'est-à-dire qu'à l'issue des opérations d'exploitation, d'investissement et de financement, les entreprises de l'échantillon dégagent une épargne positive.

10 – Principaux ratios par type de comptes (moyenne des flux cumulés en millions d'euros)							
	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Opérations d'exploitation							
Résultat net + Plus-value sur actifs	21 954	19 386	22 059	21 242	22 631	20 171	18 639
Amortissement – Variation BFR	10 017	28 715	28 894	22 446	4 275	20 638	19 585
Autofinancement brut	**31 971**	**48 101**	**50 952**	**43 688**	**26 905**	**40 810**	**38 224**
Opérations d'investissement							
Investissement productif	22 022	14 427	16 080	16 704	10 512	10 685	11 885
Investissement financier	13 735	10 639	8 687	11 837	6 909	7 919	6 786
Investissement total	**35 575**	**25 066**	**24 767**	**28 542**	**17 421**	**18 604**	**18 671**
Free cash-flow	**- 3 786**	**23 035**	**26 185**	**15 146**	**9 485**	**22 206**	**19 553**
Opération de financement							
Dividendes	17 968	16 387	17 101	17 451	16 023	19 283	17 506
(+) Rachat d'actions (-) Emissions d'actions	- 2	- 22	- 36	69	- 15	- 592	392
(+) Désendettement (-) Endettement	- 21 752	6 670	9 120	- 2 374	- 6 523	3 515	1 655
(+) Capacité de financement **(-) Besoin de financement**	**- 21 753**	**6 648**	**9 084**	**- 2 306**	**- 6 538**	**2 923**	**2 047**

Source : DIANE

11 – Principaux ratios par type de comptes (moyenne des flux cumulés en pourcentage de l'autofinancement brut)							
	2008	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Opérations d'exploitation							
Résultat net + Plus-value sur actifs	68,7	40,3	43,3	48,6	84,1	49,4	48,8
Amortissement – Variation BFR	31,3	59,7	56,7	51,4	15,9	50,6	51,2
Autofinancement brut	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Opérations d'investissement							
Investissement productif	68,9	30,0	31,6	38,2	39,1	26,2	31,1
Investissement financier	43,0	22,1	17,0	27,1	25,7	19,4	17,8
Investissement total	**111,8**	**52,1**	**48,6**	**65,3**	**64,7**	**45,6**	**48,8**
Free cash-flow	**-11,8**	**47,9**	**51,4**	**34,7**	**35,3**	**54,4**	**51,2**
Opérations de financement							
Dividendes	56,2	34,1	33,6	39,9	59,6	47,3	45,8
(+) Rachat d'actions (-) Emissions d'actions	0,0	0,0	- 0,1	0,2	- 0,1	- 1,5	1,0
(+) Désendettement (-) Endettement	- 68,0	13,9	17,9	- 5,4	- 24,2	8,6	4,3
(+) Capacité de financement **(-) Besoin de financement**	**- 68,0**	**13,8**	**17,8**	**- 5,3**	**- 24,3**	**7,2**	**5,4**

Source : DIANE

Dans un souci de comparaison, ces données sont exprimées en pourcentage pour faire apparaître les évolutions respectives de la répartition de l'autofinancement brut dans les SNF de notre échantillon et dans les 106 groupes du CAC All Trade.

Si l'on calcule la moyenne de ces indicateurs sur la période 2009-2013, nous pouvons ensuite comparer les tableaux de trésorerie issus de notre échantillon et ceux portant sur un échantillon de 106 groupes du CAC All Trade (Du Tertre, Guy, 2015) (*cf.* 1re partie).

12 – Comparaison de la valeur moyenne de différents indicateurs calculée sur la période 2009-2013		
	Echantillon (comptes sociaux)	**CAC All Trade** (comptes consolidés de la société-mère)
Opérations d'exploitation		
Résultat net + Plus-value sur actifs	50,1	37,7
Amortissement – Variation BFR	49,9	62,3
Autofinancement brut	**100,0**	**100,0**
Opérations d'investissement		
Investissement productif	32,5	63,4
Investissement financier	21,9	13,8
Investissement total	**54,4**	**77,2**
Free cash-flow	**45,6**	**22,8**
Opération de financement		
Dividendes	41,0	23,1
(+) Rachat d'actions (-) Emissions d'actions	- 0,3	- 2,0
(+) Désendettement (-) Endettement	4,9	1,7
(+) Capacité de financement **(-) Besoin de financement**	**4,7**	**- 0,3**

Dans l'autofinancement brut, la part du résultat net et des plus-values sur actifs occupe une place plus importante dans les SNF de notre échantillon que dans celui des groupes du CAC All

Trade (50,1 % contre 37,7 %). Dans ces derniers, la hausse de l'autofinancement brut, sur la période 2009-2013, est due exclusivement à l'augmentation de l'amortissement net de la variation du BFR – dont la part est passée à 62,3 % de l'autofinancement brut (contre 47,6 % sur la période 2004-2008) – la somme du résultat net et des plus-values sur actifs ayant diminué pour se situer en 2013 en dessous de son niveau de 2009 (après deux hausses en 2010 et 2011).

Pour les 77 groupes suivis par la Banque de France, le résultat net diminue dès 2011 (Carlino *et alii*, 2014). La baisse du résultat net et des plus-values sur actifs a donc été plus marquée pour les grands groupes à partir de 2011-2012. Outre l'effet taille visible également sur notre échantillon (voir 7.), il peut y avoir un effet de périmètre : le résultat des grands groupes est issu de leur activité en France, mais aussi, le cas échéant, à l'international[19].

Les écarts dans la répartition de l'autofinancement brut peuvent également s'expliquer par un amortissement plus élevé dans les grandes entreprises (*cf. infra*), et par une trésorerie également plus importante dans les grands groupes. Sur la période 2009-2013, la trésorerie globale des 77 groupes suivis par la Banque de France a augmenté de 21 % (Carlino *et alii*, 2014). De 2010 à 2018, les encours d'actifs liquides de l'ensemble des SNF (dépôts, SICAV monétaires, CAT, SCPI, etc.) ont bondi de 103 % alors que les actifs totaux ont augmenté de 86 %. Leur part dans les actifs totaux est passée de 5,8 % à 7,4 % en 7 ans. Cette accumulation de liquidités est corrélée à la hausse de l'endettement, particulièrement dans les grandes entreprises (Rémond, Rustique, 2018).

S'agissant de l'investissement total, dans notre échantillon, il est en recul sur la période 2009-2013, sous l'effet de la baisse de l'investissement productif et de l'investissement financier. Au contraire, pour l'échantillon de groupes du CAC All Trade, il s'est à peu près maintenu : il a fortement diminué en 2010, puis il est reparti à la hausse et, en 2013, atteint peu ou prou son niveau de 2009. Cette évolution est imputable à la baisse de l'investissement financier (- 16 points d'autofinancement par rapport à 2004-2008) tandis que l'investissement productif a augmenté. Concernant l'investissement total, les écarts entre les comptes consolidés et les comptes sociaux sont particulièrement flagrants.

[19] Rappelons que d'un point de vue statique, ce qui n'est pas notre propos ici, la consolidation aboutit à un résultat du groupe moins élevé que la somme de ceux de la société-mère et des filiales.

De 2009 à 2013, l'investissement productif des groupes du CAC All Trade augmente en pourcentage de l'autofinancement brut, mais aussi en valeur absolue (Du Tertre, Guy, 2015), tandis qu'il diminue tout au long de la période dans notre échantillon. Cet écart s'explique essentiellement par le fait que les comptes consolidés prennent en compte les investissements réalisés à l'étranger[20]. Or, plusieurs travaux ont montré que l'investissement des grands groupes se fait surtout à l'étranger (Milberg, 2013 ; Durand, 2014), ce qui permet d'expliquer le phénomène de « *profit sans accumulation* » (Cordonnier, 2006) observé au niveau national.

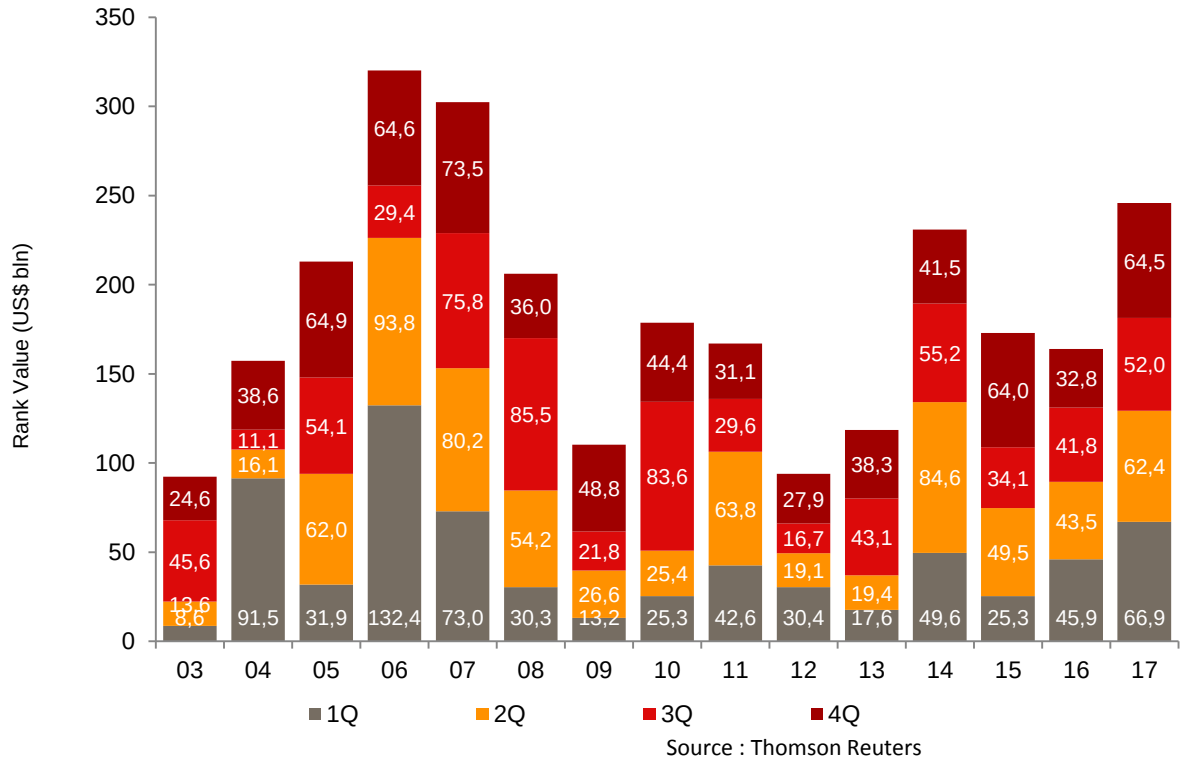
Emlinger *et alii* (2019) ont montré que l'investissement à l'étranger était davantage marqué pour les entreprises françaises que pour leurs homologues européennes. Cette présence à l'étranger n'a pas uniquement pour objectif de produire au plus près de la demande, de servir les marchés étrangers, car elle sert aussi à approvisionner le marché français[21]. Les choix de ces entreprises ne seraient pas principalement liés à un motif de compétitivité, mais s'expliqueraient davantage par la stratégie et par des éléments de compétitivité hors prix qui seraient encore mal identifiés.

Pour l'investissement financier, son évolution suit celle des fusions & acquisitions. Sur la période 2009-2013, celles-ci sont en net recul après la crise financière de 2008.

[20] L'effet de composition de notre échantillon, où les ETI sont surreprésentées, ne joue pas, dans la mesure où le taux d'investissement des grandes entreprises a davantage baissé sur la période 2008-2014 que celui des PME et ETI (- 74,4 %, contre - 26,2 % et - 47,8 %).

[21] Les auteurs citent le cas du secteur automobile : dans la production des marques françaises destinée à servir le marché domestique, la part localisée dans des pays à revenu moyen inférieur à celui de la France est passée de moins de 10 % au début des années 2000 à près de 50 % en 2016. Le contraste est très net avec les autres pays européens, notamment l'Allemagne, où cette part n'a augmenté que de 15 % à 25 % pour les marques allemandes.

S. Engagements français dans les volumes de fusions et acquisitions



Cette baisse des fusions-acquisitions se retrouve au niveau de l'investissement financier. Celui-ci diminue dans notre échantillon au cours de la période ainsi que dans les groupes du CAC All Trade par rapport à la période précédente (2004-2008).

La chute des cours boursiers fait apparaître que les prix d'acquisition de certaines filiales ont été largement surévalués, ce qui se traduit par une dépréciation des goodwills[22], et entraîne une dépréciation des capitaux propres des groupes. Les cessions d'actifs constituent alors un moyen déterminant pour aider les entreprises à redresser leurs bilans face à une situation de surendettement révélée à la suite d'une chute des cours boursiers (CGP, 2002 ; Du Tertre, Guy, 2008).

[22] Il s'agit d'écarts d'acquisition qui reflètent la différence entre la valeur comptable de l'entreprise acquise, telle qu'elle ressort de ses capitaux propres, et sa valeur marchande. Ces écarts sont liés notamment à la difficulté de traduire comptablement certains éléments, comme le capital humain, l'image de marque ou le pouvoir de négociation d'une entreprise. Les périodes de hausse des cours boursiers produisent une augmentation des goodwills (le prix payé lors des fusions-acquisitions est supérieur à leur valeur comptable des entreprises acquises). Celle-ci fait peser des risques sur la qualité des bilans. En effet, en cas de retournement boursier, à partir du moment où les prix d'acquisition de certaines filiales ont été largement surévalués, les groupes subissent une dépréciation de leurs capitaux propres. Une évolution boursière défavorable susciterait alors un risque non négligeable de contraction du résultat par imputation de provisions pour dépréciation.

La plus grande part de l'investissement financier dans les SNF de notre échantillon que dans l'échantillon des groupes du CAC All Trade s'explique par des différences dans leur composition : le nôtre compte une majorité d'ETI, alors que celui des groupes du CAC All Trade est constitué davantage de grandes entreprises. Or l'investissement financier est surtout le fait des grandes entreprises. En période de croissance (2004-2008), il est donc monté plus haut dans les grandes entreprises. Avec le retournement boursier de 2008, c'est l'inverse qui se produit au cours de la période 2009-2013, selon le mécanisme décrit précédemment. L'ajustement est donc plus fort dans l'échantillon des groupes du CAC All Trade.

L'écart provient également du recours aux comptes sociaux dans notre échantillon, et aux comptes consolidés pour les 106 groupes du CAC All Trade. Dans les comptes sociaux, les fusions-acquisitions apparaissent dans les investissements sur titres. La consolidation des comptes réduit leurs montants : la consolidation globale (acquisition totale) et la consolidation proportionnelle conduisent à la disparition des titres de participation dans les comptes consolidés. Seule la mise en équivalence aboutit à une augmentation des investissements sur titres, les titres mis en équivalence dans les comptes consolidés étant généralement supérieurs aux titres de participation dans les comptes de la société-mère.

L'analyse des fusions & acquisitions est essentielle car la concentration des entreprises affaiblit la concurrence et permet à certaines d'entre elles de parvenir à une position dominante sur leurs secteurs, ce qui se traduit par une baisse de l'investissement, comme cela a pu être observé aux États-Unis (Guttiérez, Philippon, 2016).

Les trois méthodes de consolidation des comptes

La consolidation globale s'applique lorsque la société-mère exerce un contrôle exclusif sur une entreprise. Elle consiste à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante les éléments des comptes des entreprises consolidées, après retraitements éventuels ; à répartir les capitaux propres et le résultat entre les intérêts de l'entreprise consolidante et les intérêts des autres associés ou autres actionnaires dits « intérêts minoritaires » ; et à éliminer les opérations et comptes les concernant réciproquement.

Lorsque la société-mère exerce un contrôle conjointement avec d'autres actionnaires, les comptes sont consolidés par intégration proportionnelle. La consolidation proportionnelle vise à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante la fraction représentative de ses intérêts dans les comptes de l'entreprise consolidée, après retraitements éventuels ; et à éliminer les opérations et comptes entre l'entreprise intégrée proportionnellement et les autres entreprises consolidées.

La mise en équivalence s'applique lorsque la société-mère détient une influence notable sur les politiques financières et opérationnelles d'une société sans en détenir le contrôle. La consolidation par mise en équivalence consiste à remplacer la valeur comptable des titres détenus par le poste « titres mis en équivalence » correspondant à la quote-part de la société consolidante dans les capitaux propres ; et à éliminer les opérations et comptes réciproques entre l'entreprise mise en équivalence et les autres entreprises consolidées.

Les évolutions respectives de l'investissement total dans notre échantillon et dans celui des groupes du CAC All Trade conduisent à des écarts importants de *free cash-flow*.

La baisse de l'investissement total, plus marquée dans notre échantillon, se traduit par un *free cash-flow* (autofinancement brut – investissement total) bien plus élevé dans les entreprises de notre échantillon que dans celui des groupes du CAC All Trade, de 13,5 % sur la période 2004-2008 à 22,8 % de l'autofinancement sur la période 2009-2013.

Plus généralement, les écarts de *free cash-flow* dans les grands groupes entre périodes de forte croissance et périodes post crise boursière sont le résultat des fluctuations de l'investissement financier en lien avec les investissements externes (Du Tertre, Guy, 2008).

Malgré la baisse du *free cash-flow*, les dividendes ont continué à progresser dans les grands groupes (23,1 % sur la période 2009-2013, contre 21,5 % sur la période 2004-2008). Les entreprises se sont légèrement désendettées après une période d'endettement entre 2004 et

2008. Ainsi, sur la période 2009-2013, sur 100 euros d'autofinancement brut, 77 ont été investis (63 d'investissement productif et 14 d'investissement financier), 23 ont été distribués en dividendes et 1,7 ont servi à réduire la dette, contre respectivement 86,5 d'investissement total, 21,5 de dividendes et un accroissement de la dette de 10 sur la période 2004-2008.

Dans notre échantillon, l'année 2008 reste marquée par un fort endettement. Nos données ne portent pas sur la période 2004-2008. Si l'on compare les années 2009 et 2013, qui constituent le début et la fin de la période :

- En 2013, sur 100 euros d'autofinancement brut, 46 ont été investis (26 d'investissement productif et 19 d'investissement financier), 47 ont été distribués en dividendes et 8,6 ont servi à réduire la dette ;
- En 2009, 100 euros d'autofinancement brut étaient répartis en 52 d'investissement total, 34 de dividendes et une réduction de la dette de 13,9 sur la période 2004-2008.

Le fait que les dividendes soient plus élevés résulte des écarts précédemment évoqués entre comptes sociaux et comptes consolidés. Les dividendes sont également traités de façon différente selon ces deux niveaux de comptabilité. Le fait que la part des dividendes dans l'autofinancement brut soit moins élevée dans les groupes du CAC All Trade provient du fait que les comptes consolidés éliminent les dividendes versés par les filiales à la société-mère. Cela découle également de la composition de notre échantillon. Dans les entreprises de plus de 5 000 salariés, sous-représentées dans notre échantillon, le ratio Dividendes/fonds propres a diminué plus fortement dans alors que la croissance des fonds propres a été moins forte dans les entreprises de taille inférieure (*cf. infra*).

7. Analyse de l'échantillon par taille d'entreprise et par secteurs

Analyse par taille d'entreprises

Dans les TPE de l'échantillon, la croissance reste forte (+ 18,3 %) et permet une suraccumulation du capital : les fonds propres augmentent de 31,8 %. La diminution de l'investissement est marquée (- 50 %) mais l'endettement recule de façon marginale. Cette légère baisse combinée à la forte hausse des fonds propres entraîne une correction du (fort) effet de levier, de 0,85 à 0,63. Le coût du capital se maintient, reflet du taux de distribution

(dividendes/fonds propres) stable (à un niveau modéré : 7,7 %). La productivité des capitaux reste très faible (16 %), maintenant le coût du capital à un niveau élevé, voire pénalisant (32 % de la VA). Le ratio Coût du capital/investissement, proche de l'équilibre en 2008, se dégrade d'un point, passant de 0,93 à 1,84. La profitabilité baisse de 5 points : le ratio Résultat d'exploitation/valeur ajoutée passe de 44,2 % en 2008 à 39 % en 2014. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique de 3 points (9,7 % en 2014).

Dans les entreprises de 10 à 249 salariés, la croissance et l'accumulation du capital sont comparables à celles du total de l'échantillon (hausse de la VA de 7 % et des fonds propres de 21 %). La chute de l'investissement (- 48 %) s'accompagne de celle de l'endettement (- 42 %), laquelle, conjuguée à la croissance des fonds propres, conduit à un effondrement de l'effet de levier, de 0,65 à 0,31. Le coût du capital augmente du fait d'un taux de distribution quasi stable à un niveau élevé (11,9 %). La productivité du capital, déjà élevée, augmente fortement : + 6,2 points, à 61,3 %. Le ratio Coût du capital/investissement se dégrade : de 1,42, il passe à 2,08. La profitabilité baisse de 4 points. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique d'un point (6,4 % en 2014).

Dans les entreprises de 250 à 5 000 salariés, la croissance et l'accumulation du capital sont comparables à celles de l'échantillon (+ 8 % et + 15 %), tout comme le fort désinvestissement (- 48 %). L'endettement net progresse de 16 % et l'effet de levier se maintient donc, mais à un niveau très bas. La productivité du capital reste très élevée, à 71,2 %, bien qu'en légère érosion. Le coût du capital recule à un niveau restant élevé (13,4 %), du fait d'un haut taux de distribution : 10,5 % (en légère baisse). Le ratio Coût du capital/investissement, équilibré à l'origine, se dégrade nettement, passant de 1,01 à 1,79. La profitabilité baisse de 7,5 points, à 16,5 %. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique de 6,5 points (11,7 % en 2014), mais celle-ci était élevée en début de période. La baisse de profitabilité apparaît strictement corrélée à la taille des entreprises.

Dans les entreprises de plus de 5 000 salariés, le dynamisme de la croissance (+ 11 %) n'empêche pas un désinvestissement extrême (chute des trois quarts). L'investissement partait d'un niveau très élevé toutefois : de 50 % de la VA en 2008, il revient à 11,5 % en 2014. L'accumulation du capital et le désendettement sont moindres que dans le total de l'échantillon (respectivement + 9 % et - 18 %). L'effet de levier recule, de 0,70 à 0,53. La distribution baisse nettement, et se limite à 6,1 %. Ainsi, le coût du capital diminue, mais reste élevé, à 16,2 % de

la VA. Il reflète une productivité apparente des capitaux faible bien qu'en net progrès, à 33,5 %. Le ratio Coût du capital/investissement, très avantageux à l'origine, se dégrade d'un point, passant de 0,44 à 1,4. La profitabilité s'effondre de 15 points, à 8 % en 2014. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique de 4 points, qui atteint un niveau extrêmement bas (2,8 % en 2014).

13 – Indicateurs par taille d'entreprise (valeurs en millions d'euros et variations en pourcentage)												
	VA		**REX**		**INV**		**FP**		**EN**		**CC**	
	Valeur	*VAR*	Valeur	*VAR*	Valeur	*VAR*	Valeur	*VAR*	Valeur	*VAR*	Valeur	*VAR*
Echantillon global	**9 314**	***7,9***	**- 6 107**	***- 21,7***	**- 9 759**	***- 48,2***	**26 774**	***18,2***	**- 17 696**	***- 24,6***	**- 861**	***- 4,3***
< 10 p.**	312	*18,3*	32,5	*4,3*	- 348	*- 49,8*	1 821	*31,8*	- 130	*- 2,6*	- 4	*- 0,6*
10-249 p.	3 738	*6,7*	- 1627	*- 12,6*	- 1 560	*- 26,2*	12 776	*20,9*	- 16 825	*- 42,4*	704	*8,4*
250-5 000 p.	3 977	*8,4*	- 2930	*- 25,7*	- 3 543	*- 47,8*	7 778	*14,7*	1 529	*15,6*	- 543	*- 7,3*
> 2 000 p.	1 212	*11,1*	- 1533	*- 60,0*	- 4 039	*- 74,4*	1 880	*8,6*	- 2 737	*- 18,0*	- 422	*- 17,7*

***** EN<0 ; ****** REX en hausse : + 32 M€, + 4,3 %

14 – Indicateurs par taille d'entreprise (valeurs en pourcentage et variations en points)												
	I/VA			**CC/VA**			**DIV/FP**			**EN/FP**		
	2008	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***
Echantillon global	**17,1**	**8,2**	***- 8,9***	**16,7**	**14,8**	***- 1,9***	**12,2**	**10,0**	***- 2,2***	**48,7**	**31,1**	***- 17,6***
< 10 p.	40,9	17,3	*- 23,6*	38,0	31,9	*- 6,1*	8,2	7,7	*- 0,5*	85,1	62,8	*- 22,3*
10-249 p.	10,7	7,4	*- 3,3*	15,2	15,4	*0,2*	12,8	11,9	*- 0,9*	65,0	30,9	*- 34,1*
250-5 000 p.	15,6	7,5	*- 8,1*	15,7	13,4	*- 2,3*	13,1	10,5	*- 2,6*	18,5	18,6	*0,1*
> 2 000 p.	49,7	11,5	*- 38,2*	21,9	16,2	*- 5,7*	85,0	6,1	*- 78,9*	69,7	52,6	*- 17,1*

15 – Indicateurs par taille d'entreprise (valeurs en pourcentage et variations en points)												
	CC/I			**VA/CE**			**REX/VA**			**REX/CE**		
	2008	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***
Echantillon global	**0,977**	**1,805**	***0,828***	**53,9**	**55,9**	***2,0***	**23,8**	**17,3**	***- 6,5***	**12,8**	**9,7**	***- 3,2***
< 10 p.	0,929	1,844	*0,915*	16,2	16,5	*0,3*	44,2	39	*- 5,2*	7,2	6,4	*- 0,7*
10-249 p.	1,420	2,081	*0,661*	55,1	61,3	*6,2*	23,2	19	*- 4,2*	12,8	11,6	*- 1,1*
250-5 000 p.	1,006	1,787	*0,781*	75,4	71,2	*- 4,2*	24	16,5	*- 7,5*	18,1	11,7	*- 6,3*
> 2 000 p.	0,441	1,409	*0,968*	29,5	33,5	*4,0*	23,4	8,4	*- 15*	6,9	2,8	*- 4,1*

Analyse par secteurs

Dans l'industrie, la croissance sur la période 2008-2014 est nulle. L'accumulation du capital est très ralentie (+ 4,5 %). L'investissement s'effondre (- 47 % contre - 48 % pour l'échantillon) et entraîne un désendettement encore plus marqué que pour l'échantillon global (- 36,4 % contre - 24,6 %) et ce alors que l'effet de levier était déjà très faible : 0,20 (contre 0,49 pour l'échantillon global). La baisse du coût du capital provient d'une réelle modération des dividendes, en baisse d'un tiers, à 6,5 %. La productivité du capital s'inscrit en légère amélioration (+ 1,3 %), mais par érosion des capitaux engagés. Le ratio Coût du capital/investissement, équilibré à l'origine, chute de 34 %. L'industrie explique plus de la moitié de la baisse de profitabilité. La sienne chute de plus de la moitié.

Dans la construction, le léger recul de la VA (- 0,6 %) n'empêche pas une forte accumulation de capital (+ 14,7 %). L'endettement augmente de 9 %, ce qui n'est le cas que dans ce secteur, alors que l'investissement décline fortement, quoique légèrement moins que dans l'échantillon (- 39,3 % contre - 48,2 %). Le coût du capital progresse de près de 2 %. Ce dernier reflète le taux très élevé de distribution des dividendes (bien qu'en baisse, de 2,8 points), appliqué sur une base en hausse. Le ratio Coût du capital/investissement, déséquilibré dès l'origine, se dégrade d'un point, passant de 1,62 à 2,68. La (très haute) productivité des capitaux se réduit. La profitabilité diminue de 6 points. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique de 13,7 points. Celle-ci reste toutefois à un niveau élevé (17,7 % en 2014).

Dans le tertiaire, la croissance reste solide sur la période (+ 13 %) et alimente une forte accumulation du capital (+ 25,4 %). L'effondrement de l'investissement (- 50 %) s'accompagne d'un fort désendettement (- 24 %). Ce double mouvement corrige fortement l'effet de levier : élevé initialement, à 0,74, il reflue d'un tiers, à 0,45. La hausse du coût du capital reflète le quasi maintien du taux de distribution des dividendes à un niveau élevé : 12,2 %. Le ratio Coût du capital/investissement, équilibré à l'origine, se dégrade d'un point, passant de 0,92 à 2,05. L'amélioration de la productivité des capitaux est marquée : + 4,2 points. La profitabilité diminue de 5,3 points. Il en résulte une diminution de la rentabilité économique d'environ deux points (11 % en 2014).

.

16 – Indicateurs par secteurs (valeurs en millions d'euros et variations en pourcentage)												
	VA		**REX**		**INV.**		**FP**		**EN**		**CC**	
	Valeur	***VAR***	**Valeur**	***VAR***	**Valeur**	***VAR***	**Valeur**	***VAR***	**Valeur**	***VAR***	**Valeur**	***VAR***
Echantillon global	**9 314**	***7,9***	**- 6 107**	***- 21,7***	**- 9 759**	***- 48,2***	**26 774**	***18,2***	**- 17 696**	***- 24,6***	**- 861**	***- 4,3***
Industrie	36	*0,1*	- 3 438	*- 46,0*	- 2 610	*- 46,9*	2 342	*4,5*	- 3 811	*- 36,4*	- 1 587	*- 28,8*
Construction	- 63	*- 0,6*	- 642	*- 32,9*	- 300	*- 39,3*	1 082	*14,7*	104*	*9,0**	23	*1,9*
Tertiaire	9 281	*13,0*	- 1 925	*- 10,7*	- 6 562	*- 50,2*	20 579	*25,4*	- 14 509	*- 24,2*	1 319	*10,9*

17 – Indicateurs par secteurs (valeurs en pourcentage et variations en points)												
	I/VA			**CC/VA**			**DIV/FP**			**EN/FP**		
	2008	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***
Echantillon global	**17,1**	**8,2**	***- 8,9***	**16,7**	**14,8**	***- 1,9***	**12,2**	**10,0**	***- 2,2***	**48,7**	**31,1**	***- 17,6***
Industrie	16,8	8,9	*- 7,9*	16,6	11,8	*- 4,8*	9,8	6,5	*- 3,3*	20,0	12,2	*- 7,8*
Construction	7,1	4,4	*- 2,7*	11,5	11,8	*0,3*	17,4	14,6	*- 2,8*	- 15,7	- 12,5	*3,2*
Tertiaire	18,4	8,1	*- 10,3*	16,9	16,6	*- 0,3*	13,1	12,2	*- 0,9*	74,1	44,8	*- 29,3*

18 – Indicateurs par secteurs (valeurs en pourcentage et variations en points)												
	CC/I			**VA/CE**			**REX/VA**			**REX/CE**		
	2008	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***	**2008**	**2014**	***VAR***
Echantillon global	**0,977**	**1,805**	***0,828***	**53,9**	**55,9**	***2,0***	**23,8**	**17,3**	***- 6,5***	**12,8**	**9,7**	***- 3,2***
Industrie	0,988	1,326	*0,338*	52,8	54,1	*1,3*	22,5	12,2	*- 10,3*	11,9	6,6	*- 5,3*
Construction	1,620	2,682	*1,062*	172,9	144,3	*- 28,6*	18,2	12,3	*- 5,9*	31,5	17,7	*- 13,7*
Tertiaire	0,918	2,049	*1,131*	50,5	54,7	*4,2*	25,2	19,9	*- 5,3*	12,7	10,9	*- 1,8*

8. Les apports de notre observation

Notre analyse établit, sur la période de crise 2008-2014, un certain nombre d'observations troublantes sur le comportement du capital dans les entreprises considérées.

Tout d'abord, en dépit d'une faible croissance de la valeur ajoutée (+ 9,3Mds €, soit + 7,9 %), on constate une forte accumulation de capital : les fonds propres augmentent de 26,8 Mds €, soit + 18,2 %. Cette accumulation de capitaux n'est pas justifiée par un plus fort besoin en capitaux : la productivité du capital s'est améliorée sur la période, passant de 54 à 56 %. De ce fait, les capitaux engagés ont à peine progressé : + 9,1 Mds €, soit + 4,1 %.

Ce point est important car il vient relativiser la décrue du Flux temporel composé du flux consacré au prélèvement du passé (le coût du capital) et à la préparation de l'avenir (l'investissement) : d'une valeur initiale de 33,8 % de la valeur ajoutée, il tombe ensuite à un premier palier de 27,5 % de la valeur ajoutée de 2009 à 2011, puis régresse encore pour se fixer à 23 % de la valeur ajoutée de 2012 à 2014. En valeur, ces grandeurs correspondant à un point de départ de 40 Mds € en 2008, une chute à 30,7 Mds € en 2009, une remontée en deux temps jusqu'à 34,8 Mds € en 2011, puis une rechute autour de 29-30 Mds € sur les années 2012-2014 (29,0 Mds € en 2012, 30,3 Mds € en 2013 et 39,5 Mds € en 2014).

Par conséquent, d'un côté, le Flux temporel a été amputé de 53,6 Mds €, en cumul 2008-2014, par rapport à la référence d'un maintien au niveau initial de 2008 (soit - 19,1 %). De l'autre, 26,8 Mds € ont été thésaurisés, étant donné qu'ils n'ont pas été investis, alors qu'ils étaient disponibles pour le maintenir au besoin, le cas échéant. Si l'on retrouve bien la trace de la crise, dans ce manque d'excédent à ré-imputer, celui-ci se limite donc à 53,6 – 26,8 = 26,8 Mds €, soit - 9,5 % sur la période, par rapport à la référence d'un maintien au niveau initial de 2008. C'est à l'aune de cette décrue qu'il conviendra d'apprécier les trajectoires respectives du coût du capital et de l'investissement, les deux composantes du Flux temporel.

Le coût du capital a simplement stagné. En référence à un montant initial de 19,8 Mds € en 2008, il fluctue entre 17,6 Mds € (point bas de 2012) et 20,8 Mds € (rattrapage de 2013). En moyenne, il s'établit à 19,14 Mds €.

Cette stagnation du coût du capital entraîne mécaniquement un affaiblissement de son poids relatif dans la valeur ajoutée : de fait, il passe de 16,7 % en 2008 à 14,8 % en 2014 (point bas à 14,1 % en 2012). De même, les dividendes rémunèrent les fonds propres accumulés dans une proportion un peu moindre : 10 % en 2014 contre 12,2 % en 2008 (point bas à 9,5 % en 2012). A leur propos, on soulignera qu'ils représentent l'essentiel du coût du capital, soit 90 %. Ceci s'explique à la fois par la faiblesse des taux d'intérêt, qui tasse la rémunération du crédit bancaire, et par l'accumulation de fonds propres, qui a réduit l'effet de levier sur la période : le ratio Dettes/fonds propres recule fortement, de 0,49 à 0,31. Les dividendes passent ainsi de 90,7 à 92,4 % du coût du capital. Il faut également souligner l'importance des taux de rémunération constatés : les dividendes oscillent entre 12 et 10 % des fonds propres sur la période et dégagent une « prime de risque » – en fait : une sur-rémunération par rapport aux crédits bancaires – variant de 9,6 à 6,2 % (7,4 % en fin de période). Que les deux ratios soient en baisse sur la période – de crise, rappelons-le – ne doit pas occulter la hauteur des grandeurs observées.

Si l'on poursuit le raisonnement, un maintien du taux d'endettement et donc de l'effet de levier eût apporté 33 Mds € de ressources supplémentaires aux entreprises. C'est plus que le déficit d'excédent relevé plus haut, qui s'établit sur la période à 26,8 Mds €. Incontestablement, les entreprises de l'échantillon ont fait le choix de la thésaurisation et du désendettement, plutôt que du maintien du Flux temporel, alors qu'elles en avaient les moyens.

Or, et c'est là que le bât blesse, dans la même période, l'investissement corporel s'est effondré. Partant de 20,3 Mds € en 2008, soit 17,1 % de la valeur ajoutée, il s'est affaissé par paliers pour s'établir à 10,5 Mds € en 2014, soit 8,2 % de la valeur ajoutée (point bas à 9,6 Mds € en 2013, soit 7,4 % de la valeur ajoutée). La part de l'investissement dans le Flux temporel s'est donc considérablement amenuisée : de 50 % en 2008, elle passe à 36 % en 2014. Corrélativement, le rapport Coût du Capital/investissement, équilibré en 2008 (0,98), ressort en totale hypertrophie en 2014, à 1,80. En d'autres termes, au sein d'un Flux temporel que les entreprises ont choisi de diminuer, le coût du capital s'est maintenu, tandis que l'investissement se raréfiait.

Dans l'hypothèse d'un maintien du rapport Coût du Capital/investissement à son niveau 2008, c'est 20,5 Mds € en cumul qui auraient pu et dû être investis dans l'échantillon sur la période, soit un déficit d'investissement de 22 % par rapport aux sommes réellement constatées. Dès lors, le choix fait par les entreprises de réduire l'investissement interpelle : pourquoi n'ont-elles pas réagi à la crise en amorçant un nouveau cycle d'investissement productif ? Cette baisse de

l'investissement aurait même été plus forte si la part des grandes entreprises par rapport à l'ensemble des SNF n'avait pas été sous-estimée dans notre échantillon. En effet, l'analyse par tailles d'entreprise a fait ressortir une baisse de l'investissement plus forte pour les grandes entreprises que pour les PME et ETI.

Plus globalement, à l'issue de notre analyse, la fonction Capital n'a pas joué son rôle :

- Elle n'a pas réduit son prélèvement sur l'économie, comme le montrent le coût prélevé *via* les dividendes (en stagnation, il est vrai), et le surplus thésaurisé (en forte hausse). Le capital n'a donc pas amorti la crise par une baisse ou modération de son prélèvement global. Ce dernier s'établit à 134 Mds € (coût du capital cumulé) + 26,8 Mds € (accumulation du capital). Sur la période 2008-2014, ces 160 Mds € représentent 1,25 année de la valeur ajoutée moyenne de notre échantillon. Par ailleurs, le capital n'a pas fait jouer l'effet de levier, qui aurait pu amoindrir relativement le coût du capital ;
- Le capital n'a pas relancé l'investissement pour chercher une meilleure efficacité ou de nouveaux positionnements de marché en réponse à la crise. Au contraire, un déficit d'investissement de plus de 20 Mds € et 22 % du montant souhaitable est constaté.

A ce stade, on peut s'interroger sur deux éléments : la faiblesse de l'investissement en lui-même, d'une part ; la divergence entre notre échantillon et celui des entreprises cotées.

Sur le premier point, la question peut effectivement se poser d'une migration accélérée vers d'autres types d'investissement que le seul investissement corporel. Dans notre raisonnement, tout investissement en charges – R & D, dépenses d'innovation courante, salaires des porteurs de nouveaux projets innovants, préférence pour la location sur l'acquisition, etc. – réduit le Flux temporel, et n'apparaît pas dans l'investissement. Et nous ne pouvons pas approcher ce biais. Toutefois, le désinvestissement est aussi marqué dans le tertiaire que dans l'industrie, signe d'un comportement frileux généralisé. Sur la période, le tertiaire affiche pourtant, comparativement, une bien meilleure croissance (+ 13 % contre + 0 % pour l'industrie) et réalise l'essentiel de l'accumulation de capital observée (25 % de croissance des fonds propres). Le faible investissement dans l'économie des services est une particularité sur laquelle il pourrait être intéressant de s'interroger. Une autre voie pourrait être de considérer 2008 comme un pic historique, mais, dans ce cas, l'obsolescence inévitable du capital nécessiterait un nouvel

investissement qui aurait déjà pu se concrétiser en 2014, 6 ans après (l'amortissement des investissements est souvent compris entre 3 et 7 ans, hors immobilier).

Sur le second point, la divergence paraît effectivement très forte : les entreprises cotées maintiennent leur investissement, sollicitent l'endettement, et rémunèrent moins le capital, du moins sous la forme immédiate des dividendes. Nous y voyons le signe d'une économie effectivement investisseuse, mais en logique d'extraversion de l'investissement : acquisitions d'autres entreprises ; développements à l'étranger ; développement dans de nouvelles entreprises, voire de nouveaux secteurs. L'investissement des entreprises les plus performantes ne se fait pas dans le périmètre des entreprises françaises existantes, mais selon ces trois logiques d'extraversion : croissance externe ; investissements à l'étranger ; investissements dans des entreprises nouvelles.

3E PARTIE : LA PRISE EN COMPTE DU COUT DU CAPITAL DANS LA BDES, UN OUTIL POUR LES REPRESENTANTS DU PERSONNEL

Les deux parties précédentes ont établi des éléments consistants pour une approche du coût du capital qui puisse s'appréhender au niveau des entreprises de l'économie réelle, celles où travaillent les salariés, et qui constituent le lieu où s'opère le partage de la valeur ajoutée, et donc le prélèvement du coût du capital, ainsi que les décisions d'investissement.

Cette partie vise à capitaliser sur ces éléments précédents, et à fournir aux représentants des salariés et à leurs experts un (ou des) outil(s) pour leur permettre d'intégrer cette notion de coût du capital dans leurs raisonnements.

Plus généralement, l'intervention dans la gestion de leur entreprise suppose une identification du flux temporel disponible, et une mise en discussion de son usage, entre rémunération du passé (le coût du capital) et préparation de l'avenir (l'investissement).

1. La BDES, un outil précieux pour apprécier les problématiques d'investissement et de prélèvements du capital

Créée par la loi n° 2013-504 du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi (LES) à l'attention des comités d'entreprise et de groupe, la BDES (base de données économiques et sociales) a été confirmée à l'occasion de la création des CSE (conseils économiques et sociaux) par les ordonnances Macron de septembre 2017.

Cette obligation de l'employeur est alors décrite comme suit :

« L'employeur est tenu de mettre à la disposition du CSE (Comité social économique) une BDES (Base de données économiques et sociales) lui permettant de disposer des informations nécessaires aux 3 consultations obligatoires prévues par le Code du Travail :

- *les orientations stratégiques de l'entreprise ;*
- *situation économique et financière de l'entreprise ;*
- *politique sociale de l'entreprise, les conditions de travail et l'emploi.*

Sauf accord particulier, les informations contenues dans cette BDES courent sur l'année en cours et les deux à venir. L'employeur n'est tenu de la fournir sur un support informatique et papier que dans les entreprises de plus de 300 salariés. En deçà, le support informatique suffit.

Un accord de groupe peut prévoir la constitution d'une BDES accessible au CSE central et aux CSE d'établissements de toutes les entités du groupe.

Dans les entreprises de moins de 300 salariés, en l'absence d'accord spécifique sur le contenu de la BDES, celle-ci doit obligatoirement recenser les informations relatives :

- *À l'investissement social (évolution des emplois, des effectifs, nombre de CDD et de CDI présents dans l'entreprise, stagiaires, politique handicap, investissements relatifs au plan de formation, recensement du travail à temps partiel et à temps complet, mesures de prévention des risques) ;*
- *à l'investissement matériel et immatériel (évolution des actifs de l'entreprise, dépenses de R & D, mesures envisagées relatives à l'amélioration, au renouvellement ou à la transformation des méthodes de production et d'exploitation ; et incidences de ces mesures sur les conditions de travail et l'emploi) ;*
- *à l'égalité professionnelle hommes-femmes (données chiffrées qualitatives et quantitatives sur l'emploi, la formation et les conditions de travail en fonction des sexes ; plans d'action pour améliorer cette égalité professionnelle) ;*
- *aux fonds propres, à l'investissement et aux impôts (capitaux propres, emprunts, etc.) ;*
- *à l'évolution des rémunérations salariales (grilles de salaires, épargne salariale, participation, etc.) ;*
- *aux activités sociales et culturelles ;*
- *à la rémunération des financeurs (actionnaires, etc.) ;*
- *aux informations sur les flux financiers de l'entreprise (aides publiques, réductions et exonérations fiscales, mécénat, crédits d'impôt, mécénat) ;*
- *aux partenariats de l'entreprise ;*
- *aux transferts commerciaux et financiers entre les entités d'un même groupe ;*
- *aux cessions, fusions, acquisitions réalisées.*

Dans les entreprises de plus de 300 salariés, la BDES comprend tous ces items, mais compte en plus des informations relatives :

- *à l'impact environnemental des activités de l'entreprise (dans le cadre d'entreprises présentes sur les marchés réglementés) ;*
- *aux données relatives aux conditions de travail et à la santé-sécurité au travail (exposition aux risques professionnels, pénibilité, accidents et arrêts de travail, etc.) ; avec recensement des risques professionnels en fonction du sexe des salariés ;*
- *aux indicateurs relatifs à l'articulation entre la vie professionnelle et la vie familiale (congés paternité ou maternité, organisation du temps de travail en fonction de la vie personnelle, services de proximité liés à la petite enfance, dépenses éligibles au crédit d'impôt famille…) ;*
- *à la rémunération des dirigeants (grilles de salaires, primes, intéressement, etc.).* »

La BDES est un outil, concrétisant un droit non seulement à l'information, mais aussi à la consultation sur les champs économiques, financiers et sociaux. En cela, elle est directement complémentaire des droits à expertise du CSE :

- sur base annuelle : analyse de la situation économique et financière ; analyse de la stratégie ; analyse de la politique sociale ; analyse des comptes consolidés (en cas d'appartenance à un groupe) ; analyse du calcul de la réserve spéciale de participation ;
- ou sur occurrence spécifique : exercice du droit d'alerte économique (entreprises de plus de 300 personnes) ; expertise en cas de plan de sauvegarde de l'emploi.

Elle complète également le droit du CSE à représentation auprès du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, dans les entreprises de plus de 300 personnes.

En quoi la BDES est-elle un outil opportun dans l'identification du coût du capital et dans sa confrontation avec l'effort d'investissement de l'entreprise ? Dans son principe, elle est à la fois fondée sur les données du passé et tournée vers l'avenir avec un horizon de court terme (deux années à venir en sus de l'année en cours). Cet horizon correspond bien à l'horizon de projection des entreprises. Il est supérieur à celui des fluctuations économiques des marchés, comme à celui des événements imprévisibles comme les crises financières, boursières ou diplomatique. Pour autant, aucun outil de gestion ou d'analyse ne saurait intégrer cette imprévisibilité

structurelle des marchés, inhérente à la vie économique. Inversement, cet horizon est inférieur à l'horizon opérationnel et stratégique de certaines activités à cycle long (grands chantiers d'équipement ou d'infrastructures, cycles de R & D pharmaceutique, etc.). Néanmoins, celui-ci correspond à un champ et une période de décisions opérationnelles marquant l'ajustement de la stratégie de long terme aux enjeux de court terme.

Parmi les données de la BDES figurent explicitement :

- l'investissement, sous ses trois formes : investissement dans les individus et les compétences, les investissements matériel et immatériel, les acquisitions d'entreprises ;
- les flux financiers de l'entreprise : accumulation de fonds propres, rémunération des financeurs (quels qu'ils soient), mais aussi flux financiers intra-groupe, et cessions d'activités ou de filiales.

Incontestablement, la BDES est donc un outil mobilisable pour apprécier notre problématique de coût du capital, d'investissement d'avenir, et d'équilibre entre ces deux utilisations possibles du flux temporel. Toutefois, cette problématique n'est pas lisible en lecture directe. Cela résulte de multiples raisons qui renvoient à un ensemble de causes : des causes formelles, liées à l'application des principes comptables, et des causes de fond, qui reflètent l'organisation juridique du capitalisme contemporain. Il en découle *un besoin de méthodologie* qui fera l'objet des sous-parties suivantes.

2. Les failles à combler pour une lecture du coût du capital au niveau de l'entreprise

Un premier ensemble de causes formelles reflète les choix d'organisation comptables qui s'imposent aux entreprises :

- Le coût du capital est un agrégat non reconnu par la structure de la comptabilité, qui ne s'appuie pas sur des phénomènes ou des rôles et fonctions économiques, mais sur une distinction juridique : les frais financiers sont des charges, passant par le compte de résultat ; les dividendes sont des flux de financement, n'apparaissant ni au bilan, ni au compte de résultat, mais au tableau de financement (document annexe). Il en serait de même des rachats d'actions ;

- L'investissement brut apparaît explicitement en cas d'acquisition d'immobilisations matérielles, ou d'inscription d'immobilisations immatérielles, et dans ce cas toujours au tableau de financement. Lorsqu'elle est judicieuse, la notion d'investissement net doit être reconstituée (en faisant intervenir les déclassements d'immobilisations, ou les cessions d'immobilisations) ;
- Les financements par location ou leasing (location-vente) apparaissent sous une autre forme, en charges au compte de résultat, agrégeant amortissement et coût de financement, et non en flux de financement et immobilisations ;
- De même, les investissements en charges ne sont pas rapprochés, fût-ce en annexe, des investissements immobilisés ;
- Quand bien même elles auraient fait l'objet d'une reconstitution précise, à aucun moment la confrontation de ces deux notions de coût du capital et d'investissement n'est opérée et n'apparaît explicitement.

Au-delà de ces causes formelles, liées à l'organisation comptable par nature de charges ou de flux, et par rattachement juridique plutôt que par fonction économique, l'approche du coût du capital et de l'investissement est fortement influencée par le découpage juridique de l'entreprise. Dans les PME, celui-ci résulte de la dissociation fréquente des actifs, par externalisation de l'immobilier (SCI propriétaires, par exemple) ou par la séparation d'activités économiquement dépendantes ou complémentaires, par isolement dans des filiales commerciales, par exemple, ou par filialisation d'activités relevant de différents référentiels sociaux, fiscaux, règlementaires, etc. (par exemple : isolement d'activités de formation, pour les exercer hors TVA).

Dans les filiales de groupe, le découpage juridique de l'entreprise provient également des marques et brevets, sièges sociaux, centres de services partagés, etc. ; des prix de cession (entre filiales de production et de commercialisation, d'une part, et entre filiales opérationnelles et sociétés de services intragroupe, d'autre part) ; au plan bilantiel, des dissociations des droits de propriété sur certains actifs distincts ; des centralisations financières (pool de trésorerie ; centralisation de l'endettement ; remontée codifiée de dividendes) ; et des recherches d'optimisation fiscale (délocalisations d'actifs ou de flux).

Ces dissociations qui démantèlent l'activité économique en un certain nombre d'entités distinctes ont pour effet de brouiller potentiellement la lecture des besoins de capitaux, pour une activité, la mesure du coût spécifique des capitaux mobilisés à son effet, la lecture de l'investissement réel, éclaté dans plusieurs structures juridiques. Ces brouillages s'exercent au niveau du bilan, du tableau de financement et du compte de résultat.

Par conséquent, préalablement à la collecte et à la confrontation des deux grandeurs chiffrées que sont le coût du capital, et l'investissement, l'utilisation de la BDES va nécessiter tout un raisonnement amont sur le découpage juridique de l'entreprise, les finalités qui lui sont assignées, les modes de financement qui lui ont été imposés, les périmètres d'investissement qui lui sont alloués, le modèle de génération de revenus et plus généralement le modèle d'équilibre économique auxquels elle est astreinte.

Dans un deuxième temps, il faudra effectuer un décryptage des incidences comptables de ces choix : retraitement des modes de financement atypiques (location, crédit-bail), appréciation de l'incidence des prix de transfert sur la génération de surplus, impacts des règles de centralisation financière sur les politiques de dividendes, identification éventuelle d'investissements comptabilisés en charges.

Du fait de sa technicité, ce travail ne pourra généralement être fait qu'en lien avec l'exercice des droits à expertise du CSE. Idéalement, cette expertise permet d'introduire une lecture en longue période, une dimension prospective et un éclairage sectoriel. En effet, la distribution de dividendes comme l'investissement se prêtent à des à-coups qui ne les rendent parfois lisibles que dans la durée.

De même, le raisonnement en coût du capital suppose une dimension prospective, en complément de l'éclairage des équilibres ou déséquilibres passés : du fait de la cyclicité potentielle de l'investissement, un déséquilibre entre coût du capital et investissement ne peut en effet être apprécié qu'en lien avec les projets connus de réinvestissement ou, au contraire, avec l'absence de telles perspectives.

Enfin, l'appréciation de la profondeur de champ de ces deux dimensions, passée et future, dépend notablement des caractéristiques sectorielles de l'entreprise.

3. Vadémécum pour une analyse du coût du capital et de l'investissement au niveau de l'entreprise

L'analyse comparée du coût du capital et de l'investissement est au cœur de la réappropriation par les représentants des salariés des conditions de la formation et de la réaffectation des surplus dans leur entreprise ; de l'intervention dans la stratégie et la gestion de leur entreprise ; et *in fine* de la préparation et de la préservation de leur avenir professionnel.

Nous devons décomposer cette analyse en quatre temps :

- L'analyse brute du coût du capital et de l'investissement productif ;
- Les conditions de formation de la valeur ajoutée ;
- Les modes de prélèvement du coût du capital ;
- Les formes de l'investissement.

Nous détaillons ces quatre points, et quelques éclairages optionnels, dans le vadémécum suivant.

Analyse comparée du coût du capital et de l'investissement : valeurs brutes

A ce stade, nous développons l'analyse sans retraitement, comme si les données étaient pures et donc représentatives de l'accumulation réelle du capital, de la réalité du coût du capital et de celle de l'investissement. Les retraitements et questionnements adjacents seront développés dans les étapes suivantes de ce vadémécum.

En rouge, nous signalerons **les éléments prioritaires**, les autres venant pour l'essentiel éclairer l'analyse principale. **En vert**, **les cas particuliers**.

Analyse comparée du coût du capital et de l'investissement en valeurs brutes		
Notions	**Calculs**	**Remarques**
Coût du capital	**Dividendes nets** **+** **Frais financiers nets**	• Nets de dividendes perçus • Nets de produits financiers
	Cas particuliers :	• Ajouter les **rachats d'actions**
Investissements	**Investissements bruts**	• **Acquisitions d'immobilisations non financières**
	Cas particuliers : **crédit-Bail**	• Retraitement intégral = rajouter la valeur d'acquisition à l'investissement de l'année initiale ; les années ultérieures, rajouter les frais de financement au coût du capital • Retraitement simplifié : ajout de l'échéance annuelle à l'investissement immobilisé
Flux temporel	**Coût du capital** **+** **Investissement**	
Accumulation brute de capital	**Variation des fonds propres**	
	Cas particuliers :	• Ajouter les **rachats d'actions** • Retrancher les **augmentations de capital** (autres que par incorporation de réserves)
Disponible avant allocation au capital	**Flux temporel** **+** **Variation des fonds propres**	
Besoins en capitaux	**Capitaux engagés** **=** **- Actif immobilisé + Besoin en fonds de roulement** **- Fonds propres + Endettement net**	• Leur croissance induit un besoin de financement • Qui s'opère par endettement ou fonds propres (accumulation du capital ou ressource externe)

Ratios descriptifs		
Surcoût du capital	**(Coût du capital/Investissement) – 1/1**	• Evolution au fil du temps + analyse en cumul • Au point d'équilibre, Coût du capital/Investissement = 1 (surcoût = 0)
Taux de prélèvement financier	**Coût du capital/Valeur ajoutée**	• Evolution au fil du temps + analyse en cumul • **Comparaisons sectorielles**
Taux d'investissement	**Investissement/Valeur ajoutée**	• Evolution au fil du temps + analyse en cumul • **Comparaisons sectorielles**
FT/VA	**Flux temporel/Valeur ajoutée**	• Evolution au fil du temps + analyse en cumul • **Comparaisons sectorielles**
ABC/VA	**Accumulation brute de capital/Valeur ajoutée**	• Evolution au fil du temps + analyse en cumul • **Comparaisons sectorielles**
Ratios analytiques		
Productivité apparente du capital	**Valeur ajoutée/Capitaux engagés**	• **Variante : Valeur ajoutée/Fonds propres** • **Son évolution est un indicateur d'efficacité économique**
Composition du coût du Capital		• **Dividendes/Coût du capital** • **Frais financiers/Coût du capital**
Coût immédiat de financement	**Coût du capital/Capitaux engagés**	• **Capitaux engagés = Fonds propres + Endettement net**
Taux de rémunération du capital	**Dividendes/Fonds propres**	• **A comparer aux taux d'intérêt usuels**
Coût du financement externe	**Frais financiers/Endettement net**	• **A comparer aux taux d'intérêt usuels**
Prime de risque en %	**Dividendes/Fonds propres – Frais financiers/Endettement net**	
Taux de renouvellement	**Investissement/Immobilisations**	**> 1/durée d'amortissement**
	Investissement/Amortissements	**> 1**

Les éléments listés ci-dessus suffisent à retracer :

- la hauteur de l'accumulation brute de capital ;
- l'évolution du flux temporel en son sein (par opposition à l'accumulation de fonds propres) ;
- l'évolution respective, au sein du flux temporel, des investissements et du coût du capital ;
- et le rapport instantané entre ces deux notions : le flux orienté vers le passé et celui orienté vers le futur (dont la déformation est au cœur de notre analyse).

De même, ils permettent d'analyser les composantes de ces notions, soit de :

- Mesurer les besoins en capitaux engagés ;
- Mesurer l'effet de levier sollicité par l'entreprise ;
- Comparer le coût respectif des capitaux mobilisés (fonds propres et endettement) ;
- Estimer la « prime de risque » apparente (sur-rémunération des fonds propres) ;
- Voir évoluer la productivité apparente des capitaux ;
- Apprécier la juste hauteur des taux d'investissement et de renouvellement.

A l'issue d'une telle analyse, on peut déterminer le caractère plus ou moins investisseur d'une stratégie, son mode de financement préférentiel, la hauteur du flux temporel et de l'accumulation de capital.

La plupart de ces notions supposent une appréciation sectorielle, les niveaux d'investissement notamment renvoyant à différents rythmes d'obsolescence. Surtout, par l'analyse et la décomposition du flux temporel, on peut déterminer si le capital prélève un surcoût prédateur (flux temporel déséquilibré au bénéfice du passé) ou, au contraire, si l'investissement dans l'avenir de l'entreprise prime sur le coût du capital (flux temporel orienté vers l'avenir).

Mais encore faut-il que ces notions soient représentatives d'une réalité économique, et pas seulement d'une exactitude ou d'une conformité exclusivement juridique. C'est l'objet des trois parties suivantes de notre vadémécum.

Analyse des conditions de formation de la valeur ajoutée

La formation de la valeur ajoutée renvoie à trois éléments essentiels, les deux premiers d'ordre technique, le troisième d'ordre plus stratégique :

- le découpage juridique de l'entreprise, en regard de ses actifs et de ses activités ;
- les prix de transfert des biens et prestations produits, et achetés ;
- plus fondamentalement, le modèle économique de l'entreprise et les finalités qui lui sont assignées.

Analyse du découpage de l'entreprise

L'analyse de l'entreprise doit d'abord préciser les contours juridiques de la société, en les rapportant aux activités qu'elle assure et aux actifs qu'elle exploite. Ce découpage juridique peut être pur : alors l'ensemble des opérations qui concourent à l'exploitation de l'entreprise, de même que l'ensemble des actifs qu'elle sollicite, se trouvent regroupés dans la même société. Mais souvent, il n'en est pas ainsi.

Le tableau suivant dresse la nomenclature des découpages les plus fréquents.

Découpages de l'entreprise
Production : • La production est-elle partiellement assurée par des sociétés sœurs/filiales/société-mère ?
Approvisionnements : • La société s'approvisionne-t-elle auprès de sociétés sœurs/filiales/société-mère ?
Commercialisation : • Une part des ventes est-elle assurée par des sociétés sœurs/filiales/société-mère ? • Une part des productions est-elle consommée par des sociétés sœur/filiales/société-mère ?
Services connexes : • Des services connexes aux produits (financement, après-vente, entretien et maintenance, leasing, exploitation d'infrastructures, fournitures de consommables, études et conseil amont, etc.) sont-ils assurés aux clients par des sociétés sœur/filiales/société-mère ?
Immobilier : • La société est-elle propriétaire ou locataire direct de son immobilier ? • ou le loue-t-elle à une société ou SCI propriété de ses actionnaires ?
Immobilisations corporelles : • La société est-elle propriétaire ou locataire direct de ses actifs corporels ? • ou le loue-t-elle à une société propriété de ses actionnaires ?
Marques, brevets, licences, autres actifs immatériels : • La société enregistre-t-elle et détient-elle les fruits de sa recherche & développement ? • ou exploite-t-elle des marques, brevets ou licences, détenus par d'autres sociétés appartenant à ses actionnaires ?
Services : • Certaines tâches administratives ou fonctions support sont-elles fournies par des sociétés sœur/filiales/société-mère ?
Financement : • Certains financements sont-ils fournis par des sociétés sœur/filiales/société-mère ? • Les flux financiers sont-ils centralisés par une société du groupe ?
Stratégie : • Une holding perçoit-elle des revenus en contrepartie de son rôle animateur de la stratégie et de la gestion de l'entreprise ?

L'ensemble de ce questionnement vise à repérer les distorsions qu'un découpage juridique va imprimer aux performances comme aux besoins de financement de l'entreprise. Ces distorsions se répercutent sur :

- les conditions d'accumulation du capital par l'entreprise et donc le flux temporel qu'elle pourra dégager ;
- le champ sur lequel elle est priée d'investir et donc le besoin en investissement ;
- la nature et le coût de ses financements ;
- la part de rendement du capital qu'elle doit assurer, selon qu'une part de ce rendement provient également et concomitamment de filiales ou de sociétés-sœurs ou d'une société-mère.

Les effets de ce découpage juridique renvoient, dans leur intensité, à l'existence ou non de prix de transfert justifiés, ou non.

Analyse des prix de transfert

Les marges de transfert sont-elles normées ou objectivées par un prix de marché ?
Les prix de transfert sont-ils influencés par une différence de fiscalité entre les pays concernés ?
Les durations des loyers sont-elles alignées sur les durées d'amortissement des biens loués ?
Des activités connexes affichent-elles des différences majeures de profitabilité et de rentabilité au sein du groupe ?
Certains transferts constituent-ils une rémunération du passé (royalties, licences de brevets ou de marques) ?
Certains transferts sont-ils indépendants de services effectifs rendus (*management fees*, redevances stratégiques pour frais de groupe, etc.) ?
Certaines activités de la société s'opèrent-elles au service du groupe, et pour quelle rémunération ?
La société est-elle commissionnée pour la réalisation de certaines de ses activités, et pour quelle rémunération ?

L'inventaire des relations entre une entreprise et des sociétés liées, à elle-même ou à ses actionnaires, apporte un éclairage utile sur la représentativité de son compte de résultat comme de son bilan. Il permet de relativiser certaines données brutes. Dès lors, les comptes consolidés retracent mieux la réalité économique de l'entreprise que les comptes sociaux. Mais ils présentent l'inconvénient d'éloigner le périmètre analysé de la réalité du travail concret vécu dans les entreprises par les salariés[23]. De plus, l'éclatement des chaînes de valeur tend à brouiller ou rendre instable le lieu d'enregistrement de la création de valeur.

Un des meilleurs moyens d'approcher la distorsion que les prix de transfert introduisent consiste à rapporter la performance d'une entreprise à la performance consolidée (du groupe d'appartenance ou de la division d'appartenance au sein de ce groupe) à laquelle elle contribue. Un écart majeur témoigne d'une présomption de prix de transfert déséquilibrés, le plus souvent pour des raisons essentiellement fiscales ou sociales.

Analyse du modèle économique et des finalités de l'entreprise

Le questionnement sur le modèle économique de l'entreprise, et donc sur les finalités qui lui sont assignées par ses propriétaires et dirigeants, renvoie aux ambitions qu'elle se donne, et aux priorités qu'elle donne à sa recherche de création de valeur. Ces priorités ont un impact évident sur le devenir et la qualité de l'emploi. Elles éclairent également les besoins en investissement, et encadrent donc l'accumulation de capital visée par l'entreprise. Se contenter d'une analyse en partage de la valeur ajoutée serait de ce point de vue contreproductif : les conditions de formation de la valeur ajoutée préexistent à son partage, et le prédéterminent.

Nous esquissons ci-dessous, sous forme de questionnement itératif, une typologie utile à l'analyse de ces priorités. Les stratégies des entreprises cherchent fréquemment à mixer plusieurs des dimensions que notre analyse décompose isolément. L'examen concret des stratégies doit alors permettre d'identifier leur articulation, et leurs éventuelles contradictions.

[23] Ils peuvent ainsi additionner des entreprises de pays différents, par exemple.

Modèle économique et finalités de l'entreprise
Quelle est la stratégie de création de valeur de l'entreprise ? • Stratégie extensive : reposant sur la croissance des productions et des ventes ? • Stratégie intensive : visant la maximisation de la valeur à production constante ? • Stratégie « rétensive » : visant la minimisation des coûts à production constante ?
Quels sont les moyens mobilisés pour traduire la stratégie de l'entreprise ? • Positionnement marketing • Niveaux de gamme • Politique de prix • Politique d'innovation • Investissement productif • Besoins en compétences spécifiques • Productivité • Pratiques d'achat et d'approvisionnement • Potentiel d'internationalisation
Quels sont les leviers de croissance de la valeur ajoutée ? • **Croissance en volume** : - Extension géographique des marchés ? - Intensification des marchés (taux d'équipement et de pénétration des marchés) ? - Gains relatifs de parts de marchés ? • **Croissance en valeur :** - Montée en prix relatif ? - Montée en valeur ajoutée des produits ou services ? - Enrichissement en services connexes ou additionnels ? • **Croissance en différentiel de marge :** - Exploitation des écarts d'inflation entre cours d'approvisionnement et prix finaux au consommateur ? - Exploitation des biais monétaires ? - Amélioration des taux de rendement ? - Effets d'échelle sur les coûts des achats ? - Valorisation des sous-produits ? - Délocalisation des approvisionnements ?

Quels sont les indicateurs-clés de la stratégie de valeur suivie par l'entreprise ?

- Taux de croissance ?
- Parts de marché en volume ?
- Taux de pénétration ?
- Taux d'équipement ?
- % CA export ?
- Prix unitaires ?
- Part du CA services ?
- Parts de marché en valeur ?
- Taux de marge ?
- Taux de valeur ajoutée ?
- Taux de rendement ?

Conséquences de la stratégie sur les investissements ?

- de capacité ?
- de rendement matière ?
- de qualité ?
- de productivité ?
- de substitution (nouveaux procédés) ?

Conséquences de la stratégie sur les politiques commerciales ?

- de conquête en volume ?
- de rehaussement de prix ?
- de satisfaction client ?
- d'extension de valeur ?

Mixité des stratégies ?

- Segments matures ?
- Segments de conquête ?

Sans rentrer dans la diversité des modèles économiques, il importe que l'analyse stratégique de l'entreprise nous renseigne sur leur impact dans le temps. Est-on en phase d'investissement visant un certain degré de pénétration, voire d'hégémonie sur un marché ? Est-on en présence d'un marché à revenus différés (exemples : économie de consommables, abonnements, concession de services publics, etc.) ? Est-on en phase de désinvestissement et de banalisation du produit et de sa production ?

Parallèlement, l'analyse stratégique de l'entreprise doit nous renseigner sur l'impact de ces modèles dans l'espace. Les marchés se déplacent-ils ? Les technologies sont-elles exclusives de l'outil actuel de production ou se prêtent-elles à reproduction ? L'investissement est-il sujet à délocalisation ? L'emploi l'est-il de même ?

Enfin, l'analyse stratégique peut situer l'entreprise dans la chaîne de valeur caractéristique de sa filière. L'entreprise peut en effet se situer sur les maillons les mieux, ou les moins bien valorisés de cette chaîne de valeur. Les entreprises dominées n'ont généralement que peu de latitude stratégique et subissent les rapports de forces internes à la filière. C'est notamment le cas des sous-traitants de rang 2 dans les filières d'assemblage (automobile, aéronautique, BTP). Toutes ces interrogations orientent le comportement du capital, dans sa gestion du flux temporel, au profit relatif du coût du capital (rendement du passé) ou de l'investissement (préparation du futur).

Par ailleurs, le capitalisme contemporain a multiplié les modèles de création de valeur, ne passant pas par la valeur ajoutée. L'entreprise a alors quatre valeurs possibles :

- une valeur de flux : celle-ci repose sur les excédents d'exploitation, donc sur le couple Valeur ajoutée/productivité. Ses conditions sont retracées dans l'analyse précédente ;
- une valeur de stock : celle-ci y ajoute les excédents historiquement accumulés et les plus-values potentielles sur les actifs détenus ;
- une valeur stratégique, ou d'opportunité : celle-ci repose sur les actifs immatériels spécifiques de l'entreprise (et sur le coût de constitution de tels actifs) ;
- une valeur d'anticipation : celle-ci mesure l'appétence d'autres investisseurs à acquérir l'entreprise (en anticipation de ses bénéfices futurs), sur la base de son plan stratégique, donc des perspectives de ses marchés et de ses avantages concurrentiels.

Modèles de création de valeur, au-delà de la valeur ajoutée
La valeur de stock : les plus-values potentielles • Plus-value potentielle sur les **actifs d'exploitation** (rare ; rendue possible par l'écart entre durée d'amortissement et durée réelle d'exploitation) • Plus-value potentielle sur les **actifs financiers** (fréquente, sauf mauvais investissement ; découlant de la règle de prudence comptable, qui fait qu'une société vaut toujours plus que son bilan, en bonne gestion comptable) • Plus-value potentielle sur les **actifs immobiliers** (quasi systématique) • *NB : les valeurs de stock ne se matérialisent qu'à la vente de ces actifs, sous forme de produits exceptionnels* • *NB' : les comptes consolidés intègrent ces revalorisations*
La valeur stratégique : les actifs immatériels • Fonds de commerce (clientèles spécifiques) • Savoir-faire et compétences distinctifs • Capacités organisationnelles spécifiques • Portefeuilles de marques, réputation, image, labels de qualité, certifications • Potentiel d'innovation (brevets, pipe-line, etc.) • Partenariats stratégiques exclusifs
La valeur d'anticipation : • Valeur boursière (entreprises cotées) • Valeur d'opportunité (en cas de concentration du secteur : valeurs d'OPA > cours boursier) • Multiplicateurs d'EBITDA • Flux actualisés

De l'existence de ces trois autres valeurs, peuvent découler des stratégies partiellement déliées de la création de valeur courante, issue de l'activité et des résultats d'exploitation. Une entreprise peut viser une patiente accumulation de plus-values (modèles de l'investissement en infrastructures concédées, stratégies commerciales à support immobilier, etc.). Elle peut vouloir constituer des actifs immatériels irremplaçables (construction et fidélisation d'un fonds de commerce, déploiement d'une marque et enrichissement d'image, conception et maîtrise d'une technologie innovante, partenariats stratégiques exclusifs, etc.).

Elle peut aussi s'insérer dans des spéculations boursières, en orientant sa gestion pour une revente ultérieure, ou en vue d'une entrée en Bourse, ou en maximisation instantanée du cours de Bourse. Cette maximisation peut solliciter des choix bilantiels (rachats d'actions, dépeçage d'une entreprise en entités mieux valorisées séparément qu'ensemble).

Mais paradoxalement, l'existence de ces trois autres sortes de création de valeur pour l'actionnaire renvoie aux indicateurs que les salariés et leurs représentants peuvent suivre au quotidien, et qui mesurent l'efficacité de leur travail sur les marchés de l'entreprise. Ce retour à la valeur travail, dans ce qu'elle a de plus concret, est aussi un des enjeux de la BDES et de son juste usage par les représentants du personnel.

Indicateurs de valeur non financiers :

- Portefeuille de clients, gains de nouveaux clients
- Taux de fidélisation, taux de satisfaction clients
- Portefeuille de produits : services, largeur et profondeur de gamme
- Rythme d'innovation, *track record* des innovations mises sur le marché
- E-réputation, mesures de notoriété et d'image
- Labellisations, certifications
- Taux de qualité, taux d'incidents, tenue des délais
- Capacité organisationnelle, réactivité, agilité, *time to market*
- Turn over, ancienneté, taux de promotion

En conclusion partielle, l'analyse du modèle économique de l'entreprise, de ses priorités stratégiques et des voies de création de valeur poursuivies par les actionnaires, apportent un éclairage essentiel sur la performance de l'entreprise comme sur la balance entre l'investissement, et les rétributions du capital en son sein. Le dégagement d'un flux temporel suffisant en est affecté autant que l'orientation de son usage vers le passé (prélèvement d'un surcoût du capital) ou vers le futur (réinvestissement résolu).

Cette analyse permet de débusquer les distorsions induites par le découpage juridique de l'entreprise autant que par l'application de prix de transfert potentiellement arbitraires tout au long de l'éclatement de la chaîne de valeur (caractéristique de la mondialisation récente).

Dans le même temps, l'examen au quotidien des indicateurs de performance opérationnelle de l'entreprise constitue un intéressant contrepoint aux soldes et indicateurs financiers, tels qu'affichés en première lecture.

Analyse des modes de prélèvement du coût du capital

Jusqu'ici, nous avons pratiqué comme s'il existait un seul mode de prélèvement du coût du capital et une seule forme d'investissement. Il convient maintenant d'examiner les cas d'espèce qui élargissent ces deux notions.

Concernant le coût du capital, on peut identifier plusieurs modalités de rémunération, additionnelles aux dividendes : sur-rémunération salariale, loyers de SCI (ou de tout autre actif dissocié de l'entreprise : marque, brevet, droit de propriété intellectuelle, etc.), prix de transfert (*cf.* plus haut). L'ensemble de ces choix juridiques aboutissent à une minoration du résultat de l'entreprise. Le flux temporel en est réduit d'autant, et l'équilibre optimal entre coût du capital et investissement s'en trouve faussé.

Dans le cas des rachats d'actions, le flux temporel n'est pas altéré, mais un autre coût du capital s'y additionne au tableau de financement Cette pratique suppose retraitement, par addition de ces rachats aux dividendes, auxquels ils s'assimilent non pas juridiquement, mais économiquement.

On peut également souligner les effets des centralisations financières, au sein d'un groupe. Celles-ci reposent généralement sur :

- une remontée intégrale des résultats sous forme de dividendes, au bénéfice d'une holding assurant cette fonction de centralisation financière ;
- un financement des filiales assuré par comptes courants depuis cette holding ;
- une allocation de financements, en fonds propres ou en crédits, à chaque occasion en créant le besoin : réinvestissement, financement de la croissance (besoin en fonds de roulement), couverture de pertes éventuelles ;
- le tout, généralement, dans un contexte de concurrence intragroupe pour l'affectation des projets de développement.

Dans ce cas de figure, la lecture du couple Coût du capital/investissement est obérée. En effet, le flux temporel accapare toute l'accumulation brute de capital. A l'instant T, le coût du capital est maximal et généralement supérieur à l'investissement. *A contrario*, il n'est pas demandé à l'entreprise d'assumer ses grosses phases d'investissement. Lors de gros programmes d'investissement, la balance peut se déséquilibrer fortement dans l'autre sens, sans dommage pour l'entreprise.

Ces pratiques, tout comme celle des rachats d'actions, matérialisent une évolution du capitalisme anglo-saxon amorcée à la fin des années 1970, qui stipule que les excédents d'une entreprise ne doivent pas être laissés à disposition de ses dirigeants, le marché étant censément mieux placé pour arbitrer leur réemploi. On notera qu'en prélevant systématiquement lesdits excédents, on prive l'entreprise de tout élément stabilisateur en cas de crise. Si la première fonction économique du capitalisme (permettre l'investissement) n'en est pas affectée, la seconde (amortir les difficultés) est férocement déniée et volontairement empêchée par cette pratique…

Analyse des formes alternatives d'investissement

Concernant l'investissement, une difficulté apparaît. L'investissement appréhendé par l'immobilisation d'actifs corporels ne pose pas de difficulté, y compris, on l'a vu, lorsqu'il se prête à un mode de financement détourné comme le crédit-bail (*cf.* plus haut les deux méthodes de retraitement, complet ou simplifié). Toutefois, l'investissement opérationnel emprunte d'autres formes, et ce dans une proportion vraisemblablement croissante.

La première en est **l'investissement dans des filiales**. Dans ce cas, l'investissement corporel que réalisera la filiale (quelle que soit son activité : commerciale, ou de production, ou de recherche développement, etc.) ne sera pas lisible dans les comptes de l'entreprise.

Dans un modèle vertueux, les dividendes versés par la filiale venant en déduction des dividendes versés par la maison-mère, amoindrissent le coût du capital, à due proportion : ainsi le rapport Coût du Capital/investissement n'en sera pas nécessairement faussé. En l'absence de dividendes perçus de cette filiale, on peut de même considérer que le coût du capital a été amoindri du montant de l'investissement en capital dans la filiale, celui-ci n'étant de ce fait pas distribuable.

Mais ceci reste grandement aléatoire. Et un autre raisonnement alternatif est possible : cet investissement a été déduit de la capacité à investir dans le périmètre de l'entreprise… Seule une appréciation au cas par cas permet de trancher quant à l'intérêt stratégique ou à la nocivité d'un tel investissement, au vu des intérêts des salariés de l'entreprise considérée. Ainsi, un investissement dans une filiale étrangère ouvrant un nouveau débouché aux exportations de l'entreprise se verra reconnu comme effectué dans l'intérêt des salariés, là où un investissement de production à l'étranger peut s'avérer substitutif aux productions exportées, voire aux productions destinées au marché domestique, de l'entreprise.

Une autre forme concurrente de l'investissement est **l'acquisition d'entreprises** porteuses d'actifs intéressant l'entreprise. Cette croissance externe, qu'il s'agisse d'acquisition de start-up technologiques ou de concurrents apportant une capacité de production, un accès à un marché ou un portefeuille de marques et technologies attractif, se substitue pour partie à l'investissement corporel. Le ratio Coût du Capital/investissement s'en trouve déséquilibré, sauf remontée correspondante de dividendes, comme on l'a vu plus haut.

Enfin, dans l'économie contemporaine, l'investissement prend de plus en plus la forme de **charges, non immobilisables**, lesquelles pèsent *ex ante* sur la profitabilité et amenuisent facialement le flux temporel. On peut penser aux dépenses de R & D, et aux programmes d'innovation au sens large ; aux plans de formation, et autres renforcements de compétences (par recrutement ou auto-développement) ; aux programmes d'élévation de la qualité et de labellisation/certification ; à certaines dépenses de marketing liées à l'ouverture d'un marché ou d'un segment de marché, à la constitution ou au repositionnement (*upgrading*) d'une marque, etc. Dans tous ces cas, seule une observation au cas par cas permet d'identifier ce que les comptes ne distinguent pas par nature.

Plus que des retraitements, par nature hasardeux, cette appréhension fine du réel, réalisée avec les salariés, et au plus près de leur connaissance quotidienne de l'entreprise et de ses performances, permet d'approfondir la lecture des données brutes, pour approcher la réalité de l'investissement extracomptable, et plus généralement identifier une « fonction progrès » dans l'entreprise, orientée vers la préparation de l'avenir et donc directement opposable aux prétentions de rémunération du capital, telle qu'observée dans les parties précédentes…

4. Conclusion

Du point de vue de la prise en compte du coût du capital, la BDES, et plus généralement les droits à information et à expertise des instances de représentation des salariés dans l'entreprise, présente plusieurs intérêts. Premièrement, elle permet une lecture directe des grandeurs économiques et financières que sont l'accumulation brute de capital, le flux temporel, le coût du capital et l'investissement : leur confrontation met en évidence des équilibres ou déséquilibres, dynamiques ou prédateurs, qui éclairent sur l'ambition et la finalité mêmes de l'entreprise. Deuxièmement, elle offre la possibilité d'un questionnement serré du découpage juridique de l'entreprise et des prix de transfert (potentiellement déséquilibrés, voire fallacieux) qu'ils introduisent dans ces raisonnements. Troisièmement, elle permet un questionnement stratégique sur les modes et objectifs de création de valeur de l'entreprise (valeur de flux, valeur de stocks, valeurs stratégique, valeur d'anticipation ou de marché) en lien avec l'observation, au plus près du travail, des conditions d'efficacité réelle et concrète de la production de biens et services, de la constitution et de la satisfaction d'un fonds de commerce, de l'atteinte ou de l'élévation des normes de qualité, de l'accumulation d'un stock de compétences.

Ainsi, un lien sera fait et maintenu entre la vie collective au travail, et l'atteinte d'une dynamique vertueuse au sein de l'entreprise, entre juste rémunération du passé et exigence de préparation de l'avenir.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

AUVRAY T., DALLERY T., RIGOT S. (2016), *L'entreprise liquidée*, Michalon, Paris.

BANCEL (2014), *Le coût du capital : théories, mesures et pratiques, Revue Banque*.

BANCEL, LATHUILLE Q., LHUISSIER A. (2014), « De la difficulté de mesurer le coût du capital », *Revue Française de Gestion*, n° 242, 2014/5, p. 103-118.

BANQUE DE FRANCE (2018), *Évaluation des risques du système financier français*, rapport, juin 2018.

BATSCH L. (2006), « 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués », *Option Finance*, n° 885.

BIGOT J.-F., FESSEAU M. (2017), « 123 000 groupes implantés en France en 2015, dont seuls 220 ont 5 000 salariés ou plus », *INSEE Première*, n° 1679.

BOCCARA F. (2015), « Coût du capital et rentabilité : évaluation et recherches d'une autre régulation économique », colloque international Recherche & Régulation 2015 : « La théorie à l'épreuve des crises ».

BOURNAY J., CHAGNY O., HUSSON M. (2015), « Le difficile comptage des dividendes », *Analyses et documents économiques*, n° 120, mars, p. 35-42.

CAMPBELL J. Y., SHILLER R. J. (1988), « Stock Prices, Earnings and Expected Dividends », *Journal of finance*, 43 (3), p. 661-676.

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.

CHARASSON-JASSON H. (2017), « L'endettement des grands groupes français : comment évolue-t-il ? Que finance-t-il ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 214, novembre-décembre 2017, p. 73-83.

CNIS (2015), *Coût du capital*, rapport du groupe de travail présidé par Olivier Garnier, Ronan Mahieu, Jean-Pierre Villetelle, juillet.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du groupe de travail présidé par Dominique Plihon, La Documentation française.

CORDONNIER L., DALLERY T., DUWICQUET V., MELMIES J., VANDEVELDE F. (2013), *Le coût du capital et son surcoût. Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques*, janvier, Université Lille 1 – Sciences et Technologies/CLERSE – UMR 8019, RRS-Cgt.

CORDONNIER L. (2006), « Le capitalisme financier : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations*, 2006/1, n° 23, p. 79-108.

DAMODARAN A. (2016) « Equity risk premium (ERP) : determinants, estimation and implications – The edition 2016 ».

DAURÉ N., FESSEAU M. (2017), « Les firmes multinationales françaises en 2015 : 5,5 millions de salariés employés hors de France », *INSEE Focus*, décembre.

DU TERTRE R., GUY Y. (2018), « Stratégie de valorisation actionnariale et gouvernance des grands groupes cotés », *in* AGLIETTA M. (dir.), *Transformer le régime de croissance*, rapport pour l'Institut CDC pour la recherche, p. 197-296.

DU TERTRE R., GUY Y. (2015), « Le prix du capital : la nécessité de mobiliser un faisceau d'indices », Colloque international Recherche & Régulation, 10-12 juin, Paris.

DU TERTRE R., GUY Y. (2008), « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des entreprises cotées en France », La documentation française « horizons stratégiques », 2008/1 n° 7, p. 30-51.

DURAND C. (2014), *Le capital fictif*, Les prairies ordinaires, Paris.

DURAND C., GUEUDER M. (2018), « The Investment-Profit nexus in Era of Financialisation and Globalisation. A Profit-centred Perspective », *Review of Political Economy*, forthcoming.

EMLINGER C., JEAN S., VICARD V. (2019), « L'étonnante atonie des exportations françaises », *Lettre du CEPII*, n° 395, janvier.

FULLER R. J., HSIA C. (1984), « A Simplified Common Stock Valuation Model », *Financial Analysts Journal*, vol. 40, p. 49-56.

GUILLOU S., MINI C., LALLEMENT R. (2018), « L'investissement des entreprises françaises est-il efficace ? », *Les Notes de la Fabrique*, La Fabrique de l'industrie et France Stratégie.

GUTIÉRREZ G., PHILIPPON T. (2016), *Investment-less growth: An empirical investigation*, mimeo, december.

HAUT CONSEIL DE STABILITE FINANCIÈRE (2017), *État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers*, rapport, décembre.

HECQUET V. (2010), « Quatre nouvelles catégories d'entreprise », *INSEE Première*, n° 1321, novembre.

HUSSON M. (2015), « Sur la mesure des dividendes », *note hussonet*, n° 88, 16 juillet.

INSEE (2016), *Les entreprises en France - Edition 2016*, INSEE Références.

JEAN S. (2015), « Le ralentissement du commerce mondial annonce un changement de tendance », *Lettre du CEPII*, n° 356, septembre.

LAZONICK W. (2014), « Profits Without Prosperity », *Harvard business Review*, september.

LAZONICK W. (2008), « The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy », *Recherches économiques de Louvain*, 2008/4, vol. 74, p. 479-540.

LEFRANCQ S., ALBERTINI É., KOHLER H. (2018), *Consolidation en normes IFRS*, Vuibert, Paris.

MAIRESSE J., MULKAY B., HALL B. H. (2001), « Investissement des entreprises et contraintes financières en France et aux États-Unis », *Économie & Statistique*, n° 341-342, p. 67-84.

MAZET-SONILHAC C., MÉSONNIER J.-S. (2016), « Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières en zone euro : une évaluation sur la dernière décennie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 207, septembre-octobre, p. 33-45

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2016), *Diminushing returns : why investors may need to lower their expectations*, McKinsey & Company, May.

MILBERG W. (2013), *Outsourcing Economics : Global Value Chains in Capitalist Development*, Cambridge University Press.

OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR LE MARCHÉ (2016), rapport annuel 2015.

PLIHON D. (2004), « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », *in* CHESNAIS F., *La finance mondialisée*, La Découverte, p. 125-145.

PLIHON D., COUPPEY-SOUBEYRAN J., SAIDANE D. (2006), *Les banques, acteurs de la globalisation financière*, Documentation Française, avril.

OCDE (2015), « Corporate investment and the stagnation puzzle », *Business and finance outlook*, OCDE, Paris.

RÉMOND A., RUSTIQUE A. (2018), « Endettement des entreprises : quels risques ? », *Lettre du CEP*, n° 33, mai.

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

SICSIC (2018), « Une vision après dépréciation du compte des sociétés non financières », blog Banque de France, 11 avril.

SICSIC (2018), « Le taux d'investissement net est plus bas qu'à la fin des années 80 », blog Banque de France, 7 mai.

SHILLER R. (1981), « Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends ? », *American Economic Review*, vol. 71, issue 3, p. 421-436.

STOCKHAMMER E. (2008), « Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime », *Competition & Change*, vol. 12, n° 2, p. 184-202.