Remerciements

de

Dominique Plihon

Ce rapport est issu d'un travail collectif qui s'inscrit dans un programme de travail sur le financement de l'économie coordonné par Michèle Debonneuil. Les échanges entre les différents groupes techniques constitués dans ce cadre ont fortement stimulé et enrichi l'analyse présentée ici. Que Michèle Debonneuil soit chaleureusement remerciée pour les collaborations qu'elle a su impulser et pour son implication personnelle dans la réflexion.

Chacun des membres du groupe de travail « rentabilité et risque » doit être vivement remercié pour le temps et l'attention qu'il a bien voulu consacrer à ce travail collectif.

Je souhaiterais adresser plus particulièrement mes remerciements aux membres du groupe qui ont effectué une contribution orale ou écrite : Michel Aglietta, Mireille Bardos, Daniel Beaumont, Jean Borjeix, Anton Brender, Raoul Depoutot, Michel Fried, Christophe Le Cornec, Bernard Paranque, Claude Picart et Jean-Pierre Ponssard.

J'aimerais également exprimer toute ma reconnaissance à Michel Fried pour son soutien inconditionnel et précieux dans la conception et la rédaction de ce rapport.

Je tiens aussi à souligner que ce rapport est grandement redevable des contributions statistiques et méthodologiques de Mireille Bardos et de Raoul Depoutot. Leurs apports ont par maints aspects orienté et conforté l'investigation empirique menée dans ce rapport. Je les en remercie profondément.

Ce rapport a bénéficié d'une relecture attentive d'Anton Brender, Daniel Beaumont, Raoul Depoutot et Bernard Paranque. Que chacun trouve ici mes remerciements pour leurs suggestions constructives.

Enfin, chacun aura compris que la qualité de ce travail doit beaucoup aux apports des rapporteurs dont j'ai apprécié la compétence et l'ouverture intellectuelle. L'assistance technique efficace et dévouée de Bénédicte Maître a constitué pour eux une aide précieuse. Je les remercie tous bien amicalement.

Sommaire

Avant-propos 7

Introduction
La finance de marché au centre du nouveau régime
de croissance 9

Première partie
Création de valeur actionnariale et valorisation boursière
Objectifs financiers et risque de marché 17

1. Création de valeur actionnariale et nouvelles normes de gestion 19
1.1. La théorie financière standard revisitée 19
1.2. Objectifs financiers et méthodes de gestion 31
1.3. Les incertitudes de mesure et les normes de rendement 38

2. Valorisation boursière et risque de marché 47
2.1. Création de valeur actionnariale et envolée des cours boursiers 48
2.2. Les facteurs de hausse des cours boursiers 57
2.3. Les risques de surévaluation des actions par le marché 65

Conclusion de la première partie 76

Deuxième partie
Rentabilité économique et rentabilité financière des entreprises
Structure et qualité des bilans 79

1. La rentabilité des entreprises et la qualité des bilans au regard de la comptabilité privée 82
1.1. La rentabilité des entreprises aux États-Unis 84
1.2. La rentabilité des entreprises en France 97

2. La rentabilité des entreprises au regard de la comptabilité nationale 105
2.1. Rentabilité et risque des sociétés non financières aux États-Unis 105
2.2. Rentabilité et risque des sociétés non financières en France 118
Conclusion de la deuxième partie 129

Troisième partie
Efficacité des facteurs et accumulation du capital
Soutenabilité du régime de croissance 131

1. Nouveau régime de croissance et performances économiques 133

2. Productivité et accumulation du capital aux États-Unis 138
2.1. Productivité des facteurs, partage de la valeur ajoutée et rentabilité économique 138
2.2. La dynamique de l'accumulation du capital 153

3. Productivité et accumulation du capital en France 159
3.1. Productivité des facteurs, partage de la valeur ajoutée et rentabilité économique 159
3.2. La dynamique de l'accumulation du capital 165
Conclusion de la troisième partie 169

Bibliographie 173

Composition du groupe 179

Annexe 1 : Ingénierie financière, rentabilité et risque d'entreprise 185
Annexe 2 : L'entreprise : un actif financier ? 193
Annexe 3 : La représentativité des indices boursiers : opposition France / États-Unis 199
Annexe 4 : Les biais d'évaluation de la rentabilité liés aux comptes sociaux d'entreprise 203

Avant-propos

par

Jean-Michel Charpin
Commissaire au Plan

Depuis plusieurs années, la finance est au cœur des évolutions économiques et sociales. Elle a connu des mutations structurelles fondamentales, liées à l'apparition de nouveaux produits, la globalisation des marchés et la priorité accordée aux critères de rentabilité dans les décisions d'investissement et de gestion des entreprises. Une vague de fusions et acquisitions, alimentée par les perspectives des nouvelles technologies, a bouleversé les conditions de production et de concurrence dans plusieurs secteurs. Elle a en même temps modifié quantitativement et qualitativement les bilans de nombreuses entreprises, notamment en raison des survaleurs qui y ont été incorporées. Les ménages ont participé à ce mouvement, directement ou à travers les instruments de gestion collective, et sont devenus attentifs aux évolutions boursières. Après une période d'exubérance qu'Alan Greenspan avait qualifiée d'« irrationnelle » avant de s'en accommoder, une phase de correction à la baisse des cours boursiers s'est engagée au cours de l'année 2000. Elle s'est accélérée à la mi-2002, notamment en raison des incertitudes sur la validité, voire la sincérité, des comptes des entreprises cotées. Les investisseurs ont redécouvert que les actions sont un instrument risqué et, en retour, le rétablissement des primes de risque a pesé sur les cours. Plus profondément, des interrogations s'expriment dans l'ensemble du monde sur les dispositifs de régulation des marchés et de surveillance des entreprises, particulièrement dans leurs relations avec les marchés.

Dans le cadre de son programme de travail défini par le Premier ministre, le Commissariat général du Plan a lancé en 2001 une réflexion sur le financement de l'économie française. L'objectif était principalement de s'interroger sur la place prise, en France et dans les principaux pays industrialisés, par le financement par actions. Cinq groupes de travail ont été mis en place sous la responsabilité de Michèle Debonneuil, portant sur les principales questions statistiques et économiques soulevées par le rôle croissant de la finance de marché. Un premier groupe, qui a travaillé sur l'estimation de la valeur des sociétés non cotées, a débouché sur un diagnostic de surestimation de celle-ci, ainsi que de la part détenue par les ménages, dans les comptes nationaux. Son

rapport a été diffusé en septembre 2002. Le présent rapport présente les conclusions du deuxième groupe, présidé par Dominique Plihon, que je remercie vivement ainsi que ses rapporteurs pour l'ampleur et la qualité du travail accompli. Les trois autres groupes achèveront leurs travaux au cours du 4ème trimestre 2002, et le Commissariat général du Plan établira une synthèse des conclusions des cinq groupes.

Au cours des dernières années, la recherche de la rentabilité financière a souvent pris appui sur l'indicateur très imparfait de la rentabilité sur fonds propres, le fameux ROE, qui était supposé devoir être proche de 15 %. Le rapport confronte plusieurs indicateurs de rentabilité économique ou financière. Il en retrace les évolutions en France et aux États-Unis, en utilisant à la fois la comptabilité nationale et la comptabilité des entreprises. Il tente d'élucider les causes de ces évolutions, en faisant la part de la baisse des taux d'intérêt, des inflexions de productivité et des tensions sur le partage du revenu. Il intègre l'ensemble de ces constats empiriques dans une vision théorique de transition vers un nouveau régime de croissance, fondé sur un ensemble d'institutions et d'arrangements permettant de recréer une cohérence entre les nouvelles formes de la technique, de la concurrence et de la finance. Les convulsions actuelles des marchés boursiers s'interprètent alors comme des effets de la reconstitution des primes de risque dans un contexte de stabilité approximative des taux d'intérêt : elles devraient déboucher à terme sur de nouvelles références boursières, qui se substitueront à la convention du 15 %.

Mais la finance n'est pas une planète à part. Elle interagit fortement avec l'ensemble des évolutions économiques et sociales. La nouvelle configuration de rentabilité et de risque qui va progressivement s'établir n'est pas importante seulement pour les détenteurs de portefeuilles boursiers. La croissance, l'emploi, les revenus en dépendent aussi.

Les excès de la période récente créent une situation propice à un équilibre plus satisfaisant entre les différentes parties prenantes au développement des entreprises. Les actionnaires en font partie, mais leur pouvoir doit être mieux encadré et contrebalancé par celui d'autres acteurs, par nature plus attentifs aux perspectives à long terme, notamment les salariés, le management et les créanciers. Le nouveau régime de croissance appellera de nouvelles régulations.

Introduction

La finance de marché au centre du nouveau régime de croissance

De profondes transformations ont affecté la plupart des pays industrialisés depuis les années quatre-vingt. Celles-ci sont de trois ordres. Il s'agit, tout d'abord, du mouvement de désinflation et de baisse concomitante des taux d'intérêt. C'est ensuite l'ensemble des réformes structurelles mises en œuvre par les gouvernements, et notamment le processus général de libéralisation de la sphère productive, des échanges et de la finance. C'est, en troisième lieu, la diffusion d'innovations technologiques, particulièrement dans les domaines du traitement et de la circulation de l'information.

Ces transformations se sont manifestées différemment selon les pays. Celles-ci ont été spectaculaires aux États-Unis pendant la période de « la nouvelle économie » de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. L'Europe semble décalée par rapport aux États-Unis, mais les mutations y sont également profondes.

On peut considérer que se met progressivement en place un nouveau « régime de croissance » caractérisé par le rôle prépondérant joué par les marchés financiers dans les choix d'investissement des entreprises, dans la constitution de la richesse des ménages et, par suite, dans la détermination des équilibres macro-économiques. Dans ce rapport, la notion de nouveau « régime de croissance » correspond à l'idée d'un changement qualitatif qui ne se résume pas à un choc de productivité, ou à une modification des performances économiques et financières. Sans prétendre désigner une représentation complète et bouclée du fonctionnement de l'économie, le concept de nouveau « régime de croissance » vise surtout à mettre en lumière l'interaction qui s'est instaurée dans la période récente entre la globalisation financière et le progrès technique. Cette interaction se manifeste par deux phénomènes essentiels :

- un changement dans les variables directrices de l'activité économique, qui se traduit par le rôle primordial des taux de rendement des différentes catégories d'actifs en capital (actifs réels, actions et obligations) ;

- une intensification de la concurrence dans un contexte d'internationalisation accélérée des marchés, qui suscite une concentration accrue du capital et une différenciation sans cesse plus poussée des produits.

Le développement saisissant des marchés financiers représente à coup sûr l'un des traits majeurs de l'évolution récente des économies capitalistes développées. Il conduit à mettre l'accent sur les limites d'une approche de l'activité économique en termes de flux de revenus, et à privilégier en revanche une approche en termes d'accumulation de richesses. La détention d'actifs ne constitue pas seulement une mémoire du passé qui agit sur l'activité courante ; mais elle est elle-même conditionnée par le rendement escompté des actifs dans le futur. À ce titre, elle exerce une action déterminante sur la trajectoire de croissance de l'économie à long terme. En effet, les choix d'allocation d'actifs, réels et financiers, concernent tous les agents, les entreprises comme les ménages. Et, par essence, ils reposent sur un arbitrage entre rentabilité et risque qui devient l'une des variables stratégiques de l'activité économique.

Aussi le nouveau régime de croissance comporte-t-il une instabilité intrinsèque qui provient des difficultés rencontrées par les marchés financiers pour apprécier la valeur des entreprises à long terme, ce qui laisse augurer le retour à une activité cyclique difficile à maîtriser. Selon cette perspective, les corrections de cours boursiers, qu'elles soient brutales ou étalées dans le temps, ne constituent pas une mise en cause du régime de croissance en tant que tel, mais des épisodes délicats à franchir de réaménagement des « conventions de rendement » qui assurent la mise en cohérence des sphères financière et productive. Ces conventions sont entendues dans ce rapport au sens keynésien du terme, c'est-à-dire une croyance commune à l'ensemble du marché à un moment donné concernant le niveau du rendement attendu d'un actif réel ou financier. De telles conventions émergent en particulier dans les phases de forte incertitude quant à l'évolution à long terme des rendements et des prix des actifs.

Le présent rapport adopte une démarche empirique qui s'inscrit sur la longue période, et il se propose trois objectifs essentiels :

- Le premier objectif consiste à retracer les enchaînements qui relient le rendement financier des actions, la rentabilité économique des entreprises et l'efficacité des facteurs de production. Selon cette perspective, nous

étudierons les rythmes d'accumulation du capital et ses modalités de financement en France et aux États-Unis, afin d'évaluer les grandeurs qui caractérisent les variables clés du nouveau régime de croissance.

- Le second objectif vise à dégager les faits stylisés qui rendent compte des rendements des actifs en capital et qui permettent de réconcilier les signaux contradictoires issus de sources comptables différentes. Cette discordance se manifeste notamment dans l'incompatibilité apparente entre la norme de rentabilité financière à 15 % que les investisseurs fixent aux entreprises, et le niveau de rentabilité économique que celles-ci sont susceptibles d'atteindre dans une économie dont le sentier de croissance est proche de 2 à 3 % par an en termes réels. Pour comprendre la signification de cet écart, il est nécessaire de s'assurer que l'objectif défini par les opérateurs financiers a bien la même signification que celle que lui donnent les macro-économistes, lorsqu'ils utilisent leurs propres définitions de rendement. C'est à cette fin qu'a été conçu l'échange de vue au sein du groupe technique entre analystes financiers, opérateurs de marché, gestionnaires de fonds, comptables nationaux, macro-économistes, économistes de banque ou d'entreprise. L'essentiel des travaux du groupe a tourné autour des conventions propres à chaque niveau d'expertise, afin d'apprécier la portée et la cohérence des informations disponibles en matière d'évaluation de rendement et de risque.

- Le troisième objectif consiste à cerner les différentes dimensions du couple rendement et risque aux plans économique et financier. Dans cet esprit, le rapport s'intéresse successivement aux risques d'instabilité boursière et aux menaces qui pèsent sur la structure financière des entreprises, afin d'évaluer comment les risques d'illiquidité ou d'insolvabilité sont susceptibles de compromettre la croissance elle-même. En revanche les risques sociétaux et environnementaux imputables à la recherche de rendements performants ne font pas partie du champ de cette analyse.

Les principales conclusions du rapport sont les suivantes :

1. On a assisté, au cours des années quatre-vingt-dix, à la formation d'une convention boursière ancrée sur un taux de rentabilité financière (*ROE*) à 15 %. Dans un premier temps, cette convention a été validée dans les faits, par suite de circonstances exceptionnelles, en particulier un cycle de croissance de grande ampleur aux États-Unis et, surtout, une baisse considérable des taux d'intérêt, couplée au mouvement de désinflation et qui s'est étendue à tous les grands pays développés.

2. Les méthodes de gestion, du type *EVA-MVA* (*Economic Value Added – Market Value Added*) [1], semblent avoir imprimé leur marque sur les entreprises cotées. En incitant celles-ci à générer de la valeur actionnariale par la réalisation de surprofits, ces méthodes ont contribué à la hausse des cours boursiers. Les fortes valorisations boursières enregistrées à la fin des années quatre-vingt-dix reposaient sur le trinôme suivant : une croissance nominale des profits sur longue période de 8 à 9 %, un *ROE* à 15 %, une prime de risque aux environs de 4 %. Cette configuration, correspondant selon la convention boursière à celle de « l'entreprise-type », a pu sembler en ligne avec les réalisations de croissance des profits qui ont prévalu à la fin des années quatre-vingt et au cœur des années quatre-vingt-dix.

3. Pourtant, la diffusion de la culture *EVA-MVA* ne s'est pas traduite par une hausse importante de la rentabilité économique moyenne des sociétés non financières au cours des années quatre-vingt-dix aux États-Unis comme en France. Par ailleurs, le passage à une comptabilité en valeur de remplacement ramène la rentabilité économique sur des ordres de grandeur moins exorbitants que ne le suggère la comptabilité privée. Les thèmes de la non-soutenabilité des rendements exigés et de la sous-accumulation induite perdraient donc en acuité.

4. La hiérarchie des taux qui s'est dégagée au fil des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix a indéniablement constitué un vecteur de restauration de la valeur actionnariale. Mais l'écart qui se dégage entre les taux sans risque et la rentabilité économique calculée sur la base des coûts de remplacement ne semble pas créer l'espace pour une création de valeur aussi massive que celle qui est affichée par la progression des cours boursiers. Ce dernier constat renforce le sentiment d'une surévaluation générale de la Bourse au tournant des années quatre-vingt-dix et deux mille.

5. L'hypothèse d'une baisse structurelle des primes de risque sur le marché des actions a été avancée pour justifier la hausse des cours boursiers. Cette hypothèse peut être confortée par des arguments de poids en invoquant l'amélioration de l'organisation des marchés et l'accroissement de leur profondeur. Mais, cela n'exclut pas pour autant que cette baisse soit réversible, en partie tout au moins, pour des raisons qui peuvent être très diverses : excès de confiance dans les rendements futurs ou dans la disparition de l'inflation, sous-évaluation de la volatilité des cours et sous-estimation de l'ampleur des cycles, effet de la structure démographique...

---

(1) Voir encadré 3, p. 26.

6. Ainsi, la convention boursière à 15 %, qui a influencé de manière décisive les cours boursiers, ne semble pas correspondre à un régime permanent. Celle-ci risque d'être sérieusement bousculée par un retour de la croissance des firmes à des rythmes plus conformes à ceux qu'autorise un régime de faible inflation : fin du processus de décrue des charges d'intérêt qui avait joué à plein entre 1988 et 1995, contexte moins favorable concernant la réalisation de plus-values latentes qui avaient dopé la composante exceptionnelle des profits, nécessité de provisions accrues face à la dépréciation des actifs détenus par les entreprises... Beaucoup d'éléments incitent donc à penser que les marchés d'actions sont entrés dans une phase à haut risque, qui peut dépasser la correction qui a déjà eu lieu sur les valeurs technologiques à partir de l'été 2000, et qui s'est étendue aux valeurs traditionnelles en 2002. Un risque de marché important, lié à une surévaluation des cours boursiers, demeure donc en dépit des fortes corrections de l'été 2002. Et le raisonnement qui est conduit ici en termes de moyenne tous secteurs confondus place implicitement ce risque sur les valeurs traditionnelles.

7. Une configuration boursière dégradée de façon prolongée risque de peser lourd sur les résultats et les structures financières des entreprises. Le rapport relève que, contrairement à certaines analyses, les entreprises n'ont pas eu recours à des niveaux d'endettement alarmants. Mais les provisions (ou amortissements) qui pourraient s'avérer nécessaires pour réévaluer (ou reconstituer) les fonds propres dans un contexte de baisse prolongée de la valeur des titres pourraient s'avérer substantielles et entamer leur cash dans certains cas. En effet, les *goodwill*, dont la valorisation dépend en partie des plus-values liées aux opérations de fusion-acquisition, ont atteint des niveaux considérables (équivalents en moyenne à la valeur des fonds propres dans le cas des entreprises françaises cotées). Ces niveaux sont d'autant plus préoccupants qu'ils ont été amplifiés par des opérations de croissance externe effectuées dans un contexte de marché haussier. Un risque se présente donc pour la rentabilité des sociétés cotées qui pourrait se muer en crise de solvabilité dans des situations particulièrement défavorables.

8. Si la France (et les autres pays européens) ont connu des évolutions de la rentabilité comparables à celles enregistrées aux États-Unis au cours de la dernière décennie, il semble que des divergences significatives subsistent quant aux évolutions réelles sous-jacentes. En France, le redressement de la rentabilité économique à partir du milieu des années quatre-vingt est largement imputable à une modification du partage de la valeur ajoutée favorable au capital, en l'absence de gains de productivité significatifs. À l'inverse aux États-Unis, la progression sensible de la rentabilité économique depuis le début des années quatre-vingt peut être expliquée par des facteurs technologiques et par la baisse des prix relatifs des biens en capital. Toutefois la France semble connaître, avec

près de quinze ans de retard sur les États-Unis, un mouvement de redressement de la productivité du capital depuis la fin des années quatre-vingt-dix. On peut émettre l'hypothèse que l'abandon de la convention boursière à 15 %, dont le rapport montre qu'elle n'était pas soutenable, peut infléchir le rythme de croissance tendanciel sans remettre en cause le régime de croissance proprement dit. La période qui s'ouvre devrait se caractériser par la recherche de nouvelles références boursières plus conformes aux données fondamentales de l'économie, après une phase d'ajustement qui pourrait bien être tumultueuse sur les marchés et peser sur l'activité et l'emploi.

Le présent rapport se décompose en trois parties :

- *La première partie*, intitulée « Création de valeur actionnariale et valorisation boursière – Objectifs financiers et risque de marché » montre comment s'est construite la « convention d'une rentabilité financière à 15 % » qui s'est imposée dans les années quatre-vingt-dix aux États-Unis et en France. On commence par présenter le cadre théorique, en particulier la méthode *EVA-MVA*, qui a servi de modèle de référence aux différents acteurs (analystes, investisseurs, entreprises) pour rationaliser cette convention. Puis, dans une deuxième étape, le rapport cherche à déterminer dans quelle mesure la convention boursière et le modèle *EVA-MVA* ont été étayés par les performances boursières de la dernière décennie. À cet égard, l'analyse de l'évolution des *PER* et des « Price-to-Book » sur longue période soulève de sérieuses questions sur le niveau atteint par les cours boursiers à la fin des années quatre-vingt-dix.

- *La deuxième partie*, intitulée « Rentabilité économique et rentabilité financière des entreprises - Structure et qualité des bilans », poursuit l'analyse empirique en cherchant à dégager les principaux faits stylisés concernant la rentabilité économique et financière des entreprises aux États-Unis et en France. La démarche est fondée sur une confrontation d'indicateurs construits à partir des deux principales sources statistiques : d'une part, les comptes des entreprises cotées en bourse, qui constitue la référence de base des analystes financiers ; d'autre part, la comptabilité nationale, qui sert d'assise aux macro-économistes. Les analyses développées dans cette partie tentent de répondre à plusieurs séries de questions : comment ont évolué les différents taux de rendement, et notamment les indicateurs de rendement économique et financier ? Ceux-ci ont-ils présenté des spécificités pendant les années quatre-vingt-dix ? Les taux de rendement ont-ils connu des évolutions comparables aux États-Unis et en France ? Peut-on réconcilier les mesures de rentabilité en apparence

très différentes exhibées par la comptabilité d'entreprise et la comptabilité nationale ?

- *La troisième partie*, intitulée « Efficacité des facteurs et accumulation du capital – Soutenabilité du régime de croissance » cherche à identifier les risques de sous-accumulation ou à l'inverse de suraccumulation du capital productif, ainsi que les tensions éventuelles résultant du partage primaire et secondaire du revenu au cours de la dernière décennie. Le nouveau régime de croissance est-il caractérisé par des changements significatifs concernant le rythme des gains de productivité ? Les tendances récentes sont-elles soutenables si l'on confronte les évolutions respectives des sphères financière et productive ? Constate-t-on des différences entre les économies américaine et française sur ces sujets ? Telles sont les principales interrogations auxquelles s'adresse la dernière partie du rapport.

Première partie

Création de valeur actionnariale et valorisation boursière

Objectifs financiers et risque de marché

La première partie du rapport établit une mise en parallèle entre les stratégies des entreprises en matière de création de valeur actionnariale (*shareholder value*) et les performances boursières qui semblent leur faire écho dans les années quatre-vingt-dix en France comme aux États-Unis. De fait, le lien paraît bien ténu si l'on songe à une relation de causalité directe entre les comportements microéconomiques des agents – dirigeants d'entreprise et opérateurs financiers – et les équilibres macroéconomiques des marchés. Dans la pratique, le modèle *EVA-MVA* (*Economic Value Added – Market Value Added*) qui constitue la version la plus élaborée de la doctrine de la valeur actionnariale n'a jamais atteint le caractère opératoire auquel elle prétend au plan de la gestion. Et son application dans les entreprises est restée somme toute assez limitée. On comprendra que dans ces conditions les analystes financiers eux-mêmes, bien qu'ils soient les premiers concernés, marquent une certaine réserve face aux performances de ce modèle. Cependant, lorsqu'on se place au plan des représentations et des postures qui leur sont affiliées, son influence sur la stratégie des entreprises et le comportement des opérateurs financiers apparaît sous un jour entièrement différent. Le modèle de création de valeur actionnariale a joué un rôle déterminant tout au long de la décennie, parce qu'il dessine la figure emblématique de l'entreprise correspondant au régime de croissance dominé par la finance de marché, et parce qu'il constitue la référence centrale justifiant le bien-fondé de la convention boursière d'un *ROE* (*Return On Equity*) à 15 %. Selon cette interprétation, on conviendra que la mise en cause de cette convention à travers les corrections boursières de 2000 et de 2002 devraient aussi conduire à une révision des modèles de référence, tel que le modèle *EVA-MVA*, qui ont gouverné jusqu'à cette date les stratégies des

entreprises. C'est dire l'intérêt qu'il y a de s'intéresser aux représentations qui ont nourri cette convention et d'en jauger les implications pratiques.

Dans une première étape, on montrera comment l'objectif de créer de la valeur actionnariale, qui suppose que les directions d'entreprise recherchent des taux de rendement supérieurs aux coûts des capitaux qui leur sont confiés, a contribué à la formation d'une convention haussière sur les marchés financiers. Selon cette perspective, on examinera successivement les fondements et les objectifs du modèle *EVA-MVA* ; puis son influence à la fois diffuse et diversifiée sur la stratégie des entreprises et leurs normes de gestion ; et enfin les fortes incertitudes qui pèsent sur l'évaluation des risques financiers et qui incitent les opérateurs à se référer à une convention boursière. Les principaux enseignements de cette analyse soulignent que le modèle *EVA-MVA* véhicule avant toute chose une représentation des attentes des marchés financiers qui cherchent à tirer à la hausse le taux de rendement économique. La hausse des cours boursiers peut alors devenir paradoxalement un facteur de hausse du coût du capital. En effet, la tension qui la sous-tend a pour conséquence d'accentuer l'écart entre la rémunération des fonds propres et celle des dettes financières, ce qui aboutit en définitive à un renchérissement effectif du coût du capital pour les entreprises. Ce renchérissement sera aggravé par une majoration de la prime de risque sur leur dette si ces dernières se livrent à des comportement d'endettement excessif. En effet, la logique bancaire vise, quant à elle, à limiter l'effet de levier en se préoccupant du taux d'endettement des entreprises et, par suite, de la valeur des collatéraux. Néanmoins, la création de valeur reste essentiellement de nature anticipative, ce qui ne garantit pas *a posteriori*, loin s'en faut, une véritable amélioration du rendement économique.

Dans une seconde étape, l'analyse se propose de spécifier les principales variables financières de « l'entreprise-type » qui correspond à la convention d'une rentabilité financière à 15 %. Pour atteindre ce but, elle commencera par retracer l'évolution des cours boursiers sur longue période afin de cerner les principaux traits de leur envolée dans la période récente. Et elle s'interrogera sur les facteurs de hausse en envisageant tour à tour la baisse des taux d'intérêt dans un contexte de désinflation et la baisse des primes de risque. On en déduira qu'il existe un risque préoccupant de surévaluation boursière à la fin des années quatre-vingt-dix qui fait l'objet, comme on le sait, d'une rectification sévère et dont il convient d'apprécier l'ampleur en se reportant à des trends de longue période. À cet égard, les principaux enseignements de cette démarche montrent que, si l'on met de côté les phénomènes d'engouement et de désenchantement propres aux comportements mimétiques sur les marchés financiers, le facteur de précarité le plus important de la convention boursière d'une rentabilité à 15 % provient du niveau du taux de croissance à long terme des profits qui doit

atteindre près de 8 % en valeur nominale pour assurer la pérennité de cette convention dans un contexte d'une désinflation maintenue.

Ce fut le cas, comme le montrera la seconde partie, durant toutes les années quatre-vingt-dix aux États-Unis et dans la seconde moitié de la décennie en France, mais pour des raisons exceptionnelles qui interdisent d'associer le taux de croissance des profits de 8 % par an à un régime permanent. Cependant, avant de s'engager dans cette discussion, il convient de faire observer que la hausse des cours boursiers s'explique au premier chef par la décrue des taux d'intérêt qui ont atteint en fin de période un niveau vraisemblablement plancher, et qu'il existe parallèlement de sérieuses raisons de douter d'une réduction prolongée de la prime de risque. Rien ne garantit dans ce contexte, que la hausse des rendements économiques ait joué un rôle déterminant. Il appartiendra à la seconde partie d'en juger sur pièces en se fondant tour à tour sur la comptabilité d'entreprise et la comptabilité nationale.

1. Création de valeur actionnariale et nouvelles normes de gestion

Dans les années quatre-vingt-dix, on assiste à la diffusion de nouveaux modèles de représentation de l'entreprise qui sont axés sur la création de valeur actionnariale (*shareholder value*). Leur objectif est d'inciter les dirigeants d'entreprise à adopter une stratégie et des méthodes de gestion qui génèrent un taux de rendement économique plus élevé que le coût des capitaux engagés afin d'accroître la valeur de marché de l'entreprise. Comme on l'a noté d'entrée de jeu, parmi ces modèles il en est un, le modèle *EVA-MVA*, qui est le plus développé et qui a le mérite de se prêter à une formalisation simplifiée permettant d'en discuter les fondements. On se propose ici de focaliser l'analyse sur ce modèle afin d'apprécier sa cohérence et sa portée en mettant l'accent sur les problèmes d'évaluation des risques et, par suite, sur les facteurs qui conditionnent la formation du coût du capital.

1.1. La théorie financière standard revisitée

La théorie financière standard envisage la valeur de l'entreprise à partir des conditions de l'équilibre des marchés financiers. Elle assimile ainsi l'entreprise à un actif financier, puisque celle-ci est cotée ou susceptible de l'être. Tout son effort consiste à spécifier les liens entre rendement et risque en distinguant notamment les actions des créances. Ses développements récents se préoccupent surtout d'établir un lien étroit entre la valorisation boursière de l'entreprise et ses performances économiques dans le but de définir de nouvelles méthodes de

gestion qui prennent en compte l'intérêt des actionnaires minoritaires. Pour mettre en relief leur originalité, il convient de rappeler préalablement le cadre analytique dans lequel ces nouvelles normes de gestion s'inscrivent.

Le couple rendement-risque dans la théorie financière standard

Le MEDAF, modèle d'évaluation des actifs financiers, est à l'origine des principales innovations introduites dans la théorie financière standard. Son apport comporte deux aspects essentiels (encadré 1).

Encadré 1
Le MEDAF et le modèle du *Plan de marché*

Le ***Modèle d'évaluation des actifs financiers*** (MEDAF, en anglais *Capital Asset Pricing Model*, CAPM) est, comme son nom l'indique, un modèle qui permet de mesurer la valeur des actifs financiers, notamment des actions, dans le cadre général des marchés à l'équilibre.

Le modèle se fonde sur l'hypothèse de base selon laquelle les investisseurs cherchent à maximiser la rentabilité de leurs investissements en minimisant le risque (le risque étant appréhendé par la volatilité de la rentabilité). Cependant, les investisseurs ont aussi la possibilité de supprimer une partie du risque en diversifiant leurs portefeuilles, de sorte qu'ils prendront en charge uniquement le risque non diversifiable. Pour un actif donné, le taux de rentabilité r_f qu'ils exigeront sera égal à :

$r_f = r + ß\ \Pi$ avec : $\Pi = r_m - r$

– r est le taux de rendement d'un actif sans risque, le taux des obligations d'État à long terme (les OAT en France par exemple) ;

– r_m est le taux de rentabilité exigé en moyenne pour le marché, et $\Pi = r_m - r$ représente la prime de rentabilité exigée en moyenne sur un marché donné compte tenu de son risque spécifique. En effet, investir dans une SICAV actions, même très diversifiée, sera toujours plus risqué qu'investir dans une obligation d'État. En Europe, la prime de risque de marché Π est généralement comprise entre 3 % et 5 % ;

– $ß$ (bêta) représente, quant à lui, le risque non diversifiable du titre considéré. Il mesure la volatilité de sa rentabilité par rapport à la volatilité du marché. Une action dont le β est supérieur à 1 est plus risquée que le marché (son cours de Bourse sera plus volatil que l'indice boursier du marché) et inversement. L'actif sans risque a, par définition, un β égal à 0.

Le modèle du ***Plan de marché*** a pour principal intérêt d'introduire une distinction claire, à la différence du modèle de la ***Droite de marché***, entre la prime de risque proprement dite et la prime de liquidité qui dépend de la profondeur du marché (volume

des titres susceptibles d'être échangés, nombre et diversité des opérateurs…), c'est-à-dire de la possibilité effective offerte à un détenteur de titres d'en réaliser la valeur. Ces deux facteurs expliquent l'essentiel de valorisation des actifs financiers.

La rentabilité attendue qui est elle-même fonction du cours est estimée selon un modèle d'actualisation des cash flows libres, qui tient compte de l'évolution du chiffre d'affaires de l'entreprise, de sa marge de profit (*EBIT*), de sa structure financière et de l'intensité capitalistique de son activité.

Le risque relatif anticipé, normé par rapport à 1 comme le β de la *Droite de marché*, est estimé dans le modèle du *Plan de marché* selon une formule de calcul légèrement modifiée par rapport au modèle précédent en intégrant des éléments à la fois quantitatifs et qualitatifs.

L'illiquidité relative anticipée, centrée sur 1 elle aussi, est basée sur le logarithme du flottant qui désigne le montant des titres détenus par les actionnaires minoritaires et susceptibles d'être échangés sur le marché à tout moment.

Le modèle de la *Droite de marché* faisait ressortir une prime de liquidité par différence de rentabilité, anticipée à une date donnée, entre les actions à liquidité élevée (flottant important) et les actions à liquidité moindre. La prime de liquidité était donc négative et la droite issue de la régression entre rentabilité et liquidité avait elle aussi une pente négative. Pour conférer à la prime de liquidité une valeur positive, à l'instar de la prime de risque, le modèle du *Plan de marché* établit une régression entre la rentabilité et le degré d'illiquidité relative des titres. D'où sa nouvelle appellation de prime d'illiquidité. Lorsqu'elle est élevée, elle mesure l'attrait relatif des valeurs peu liquides (flottant faible) par rapport aux valeurs très liquides (flottant important).

Source : Associés en Finance

Le MEDAF définit tout d'abord le rendement d'un actif donné (r_f), financier ou non, comme la somme de deux termes :

(1) le rendement d'un actif sans risque (r), une obligation d'État par exemple,

(2) et une prime de risque qui doit couvrir à la fois :

(a) le risque de marché (Π) auquel l'investisseur ne peut pas échapper,

(b) et le risque spécifique de l'actif considéré (β) qui peut être annulé par une diversification judicieuse des portefeuilles.

Il postule en outre que la valeur d'un actif quelconque ne peut pas diverger durablement de ses fondamentaux. Ce postulat implique qu'il existe un prix d'équilibre unique sur chaque marché, lorsque deux conditions sont respectées :

(1) les marchés d'actifs sont pleinement concurrentiels, de sorte que le rendement d'un actif donné dépend de tous les marchés d'actifs,

(2) et les investisseurs sont correctement informés sur les rendements et les risques des différents actifs, de sorte qu'ils choisissent les meilleurs placements.

Sous ces deux conditions, les marchés d'actifs sont considérés comme « efficients », dans le sens où ils assurent une allocation optimale du capital, les entreprises réalisant, quant à elles, les meilleures performances possibles en matière de rendement.

La théorie financière standard de l'entreprise repose ainsi sur une théorie des marchés financiers à l'équilibre, où la valeur de chaque entreprise est déterminée d'une façon telle qu'elle procure le même rendement que toute entreprise présentant un risque comparable. Son postulat central revient à admettre que la valeur d'une entreprise, sa capitalisation boursière, va réagir proportionnellement à la variation de l'ensemble du marché des actions, mais selon un coefficient, le β, qui exprime sa sensibilité à la volatilité des cours boursiers. Le bon fonctionnement des marchés financiers est censé garantir que les investisseurs placeront leur épargne auprès des entreprises les plus performantes sur la base d'un arbitrage entre rendement et risque.

Cette représentation de la finance est d'abord restée assez académique jusqu'à ce que, au début des années soixante-dix, les investisseurs institutionnels s'en emparent pour améliorer la gestion de leurs portefeuilles. Cependant, les méthodes d'évaluation dérivées du MEDAF se heurtent à une difficulté essentielle au plan pratique qui tient à l'instabilité du β. Constatant que des entreprises ayant le même β réagissaient différemment à un choc externe, les praticiens ont introduit d'autres facteurs explicatifs de la valeur, soit d'origine macroéconomique (variation du PIB par exemple), soit spécifiques à l'entreprise (liquidité du titre considéré par exemple). Cette seconde génération de modèles d'évaluation est connue sous le nom de modèles APT (*Arbitrage Pricing Theory*), particulièrement bien adaptés à la constitution de portefeuilles dont la vocation consiste à « sur-performer » un indice de référence.

Avec la libéralisation financière, le facteur de liquidité des titres a acquis une grande importance, au cours de certaines périodes tout au moins. En effet, les taux de rentabilité anticipés étant mesurés avant frais de transactions (explicites ou implicites), il est rationnel que les investisseurs exigent, toutes choses égales par ailleurs, une rentabilité plus élevée sur les titres dont la liquidité est moindre et qui encourent de ce fait des frais de transactions plus élevés, comme il est rationnel qu'ils exigent une rentabilité plus élevée sur les titres risqués. Le

modèle du *Plan de marché* a été élaboré pour prendre en compte simultanément le risque et la liquidité dans le même modèle (encadré 1).

Les modèles APT ont un pouvoir explicatif accru, en réduisant notamment l'ampleur de « l'énigme de la prime de risque » [1]. Mais ils ne parviennent pas à réduire la forte instabilité du β, ce qui introduit une incertitude persistante sur les résultats des évaluations individuelles.

Par ailleurs, bien que les variables explicatives soient enrichies, les modèles d'évaluation couramment utilisés ne sont spécifiés que de façon très approximative par rapport aux exigences de la théorie. Il en est ainsi notamment de la condition de complétude des marchés financiers [2]. Dans la pratique, on assiste bien à une diversification fine des produits financiers et à une interconnexion accrue des marchés, de sorte que les arbitrages en matière de portefeuille portent sur une gamme d'actifs de plus en plus large et acquièrent une dimension internationale. Cela explique notamment que l'on observe une forte corrélation entre les variations des indices boursiers des pays industrialisés, corrélation qui se vérifie même lorsque les cycles conjoncturels ne sont pas en phase. Dans ces conditions, les droites de marché et les plans de marché devraient être estimés non sur des marchés nationaux, mais sur l'ensemble des marchés d'actifs accessibles aux investisseurs. Cependant, la lourdeur de ce travail statistique est telle que les analystes utilisent des modèles d'évaluation nationaux qui sont calés sur le marché des actions ou, de manière plus restrictive encore, sur les seules actions composant un indice de référence (le CAC 40 ou le SBF 250).

De fait, les développements de la théorie financière standard n'ont pas seulement servi de guide aux opérateurs boursiers, mais ils ont aussi été utilisés par les autorités de régulation privées et publiques. Les autorités de marché (en France, la Commission des opérations de Bourse notamment) et le législateur ont adapté la réglementation des marchés conformément aux prescriptions de la théorie financière moderne afin de créer les conditions d'un fonctionnement des marchés financiers proches de « l'efficience », notamment en matière

---

(1) « L'énigme de la prime de risque » désigne le constat souligné par la plupart des tests empiriques et qui montre que, contrairement aux prédictions de la théorie, l'écart entre les taux de rendement des actions et des obligations sur très longue période est nettement plus élevé que la différence entre leurs volatilités respectives.

(2) La complétude des marchés implique l'existence d'un marché pour chaque catégorie de contrats susceptibles d'être conclus selon une contingence particulière et qui doit par conséquent permettre aux agents de diversifier les risques.

d'information et de diversification des risques. De plus, avec l'aide des agences de notation, les autorités de tutelle se sont efforcées d'infléchir le comportement des dirigeants d'entreprise en promouvant la doctrine du « gouvernement d'entreprise ». Les principes de gouvernement d'entreprise ont, en effet, pour principal objectif d'améliorer la transparence de l'information à la disposition des marchés et d'amener les dirigeants d'entreprise à se conformer aux objectifs d'optimisation du rendement prescrit par l'analyse théorique (encadré 2).

Encadré 2
Les principes de gouvernance d'entreprise

Les investisseurs évaluent la gouvernance des entreprises selon cinq critères principaux :

- *L'information des actionnaires* : qualité de l'information sur la structure dirigeante de l'entreprise, ce qui implique notamment : l'indépendance des administrateurs, l'existence d'un responsable des « relations investisseurs », et la mise en place d'un système comptable adapté aux pratiques anglo-saxonnes.
- *Droits et obligations des actionnaires* : respect du principe « une action, une voix, un dividende » ; protection des actionnaires minoritaires, ce qui est le cas fréquent des fonds d'investissement.
- *Composition du conseil d'administration* : procédures d'élection et de rémunération des membres du conseil et des comités, nomination d'administrateurs indépendants, séparation des fonctions de président et de directeur général.
- *Absence de mesures anti-OPA* : élimination de toutes les mesures destinées à empêcher les offres d'achat hostiles (*poison pills*) et à verrouiller les organes de direction.
- *La rémunération des dirigeants :* l'objectif recherché est de définir des formes de rémunération de nature à inciter les dirigeants à poursuivre l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. L'une des principales techniques utilisées est constituée par les « *stock-options* », technique qui consiste à donner aux cadres dirigeants un droit d'acquisition, à des conditions très favorables, sur les actions de l'entreprise. Ces derniers devraient ainsi être encouragés à tout faire pour faire monter la valeur des actions de l'entreprise, ce qui est l'objectif recherché par les actionnaires.

Les fondements du modèle EVA-MVA

Au début des années quatre-vingt-dix, la théorie financière standard de l'entreprise sert de support analytique à l'élaboration de nouveaux modes de gestion des entreprises. Et la doctrine de la valeur actionnariale (*shareholder value*) s'est progressivement imposée aux dirigeants d'entreprise. Le modèle de

référence de cette doctrine est l'*EVA* (*Economic Value Added*), conçue (et brevetée) par le cabinet Stern & Stewart en 1991. Ce modèle se donne explicitement pour objectif de fournir d'une part aux actionnaires un indicateur pratique de mesure de l'accroissement annuel de la valeur de leur entreprise et d'autre part aux dirigeants un outil de gestion décentralisé permettant à chaque centre de profit de prendre des décisions conformes aux intérêts des actionnaires.

Pour maximiser la valeur des actions, les directions d'entreprise se fixent des objectifs externes conformes aux attentes des marchés financiers. Et elles se dotent parallèlement d'indicateurs internes de gestion qui permettent aux différentes unités de décision décentralisées de mesurer leurs contributions à la réalisation de l'objectif final. Ces indicateurs de pilotage font redescendre au niveau de chaque centre de décision le coût des ressources que celui-ci utilise. Le coût du capital engagé recouvre à la fois la charge de la dette et le coût d'opportunité des capitaux propres. À l'intérieur de chaque entreprise, la direction s'attache à formuler de manière explicite la stratégie qui doit lui permettre de « sur-performer » le coût du capital engagé.

Dans ses principes de base, l'*EVA* n'introduit pas de novation majeure par rapport à la théorie financière moderne ; elle ne fait que reprendre sa proposition théorique centrale, selon laquelle la valeur totale d'une entreprise représente, par définition, la somme actualisée des flux de trésorerie disponibles pour rémunérer les actionnaires et les créanciers (*free cash flows*) [1]. Cependant, elle s'intéresse uniquement aux flux de trésorerie créateurs d'une nouvelle valeur pour les actionnaires. En effet, la création de valeur *MVA* (*Market Value Added*) se définit comme la différence entre la valeur de marché de l'entreprise et la valeur des capitaux engagés évalués aux coûts historiques [2] (fonds propres comptables et endettement net). Dans ces conditions, la *MVA* exprime la capitalisation de l'*EVA* qui se définit, quant à elle, comme l'écart constaté

---

(1) Les flux de trésorerie (free cash flows) à prendre en compte dans cette méthode sont définis comme la différence entre :
Résultat net d'exploitation – (investissements net des amortissements + impôt théorique sur le résultat d'exploitation + variation du besoin en fonds de roulement).
Les flux ainsi estimés sont ceux qui reviennent à l'ensemble des apporteurs de capitaux : détenteurs de la dette et actionnaires.
(2) Il convient de noter que la définition de la création de valeur actionnariale proposée par Stern & Stewart se réfère aux coûts historiques des capitaux engagés, et non pas à leurs coûts de remplacement comme le voudrait en toute rigueur la théorie financière. Ce choix a pour intérêt de se référer à des valeurs directement observables soit dans les bilans comptables, soit sur les marchés financiers.

chaque année entre le résultat économique de l'entreprise et le coût de ses capitaux engagés (encadré 3).

Encadré 3
L'originalité de l'approche *EVA-MVA*

Le modèle *EVA* (*Economic Value Added*) qui est le modèle de référence de la valeur actionnariale a été élaboré par le cabinet-conseil Stern & Stewart en 1991. L'objectif des auteurs est de proposer un indicateur pratique de mesure de l'accroissement de valeur de l'entreprise afin d'inciter les dirigeants à gérer les entreprises conformément aux attentes de leurs actionnaires, et à ceux-ci de contrôler la gestion des entreprises dont ils détiennent les titres.

La création de valeur actionnariale ou *EVA* sur une période donnée est fondée sur l'écart entre deux taux :

a) le « taux de rentabilité économique *recherché* par l'entreprise » (k_e) qui est mesuré par la somme du « taux de rentabilité *recherché à la valeur comptable* des fonds propres » (k_f) et le taux d'intérêt associé à la dette financière (r), pondérée par les parts relatives des fonds propres (FP) et de la dette financière (D) dans valeur comptable des capitaux engagés (K), soit :

$$k_e = k_f \ . \ FP/K + r \ . \ D/K \qquad \text{avec : } K = FP + D$$

b) le « coût moyen pondéré de ces capitaux » (cmp) qui représente le coût d'opportunité des capitaux engagés et qui, à ce titre, est mesuré par la somme du « taux de rentabilité *exigible à la valeur de marché* des fonds propres » (r_f) et le taux d'intérêt associé à la dette financière (r), pondérée par les parts relatives des fonds propres (V) et de la dette financière (D) dans la valeur de marché des capitaux engagés (C) évalués en *valeur de marché*, soit :

$$cmp = r_f \ . \ V/C + r \ . \ D/C \qquad \text{avec : } C = V + D$$

L'origine de cet écart provient du fait que pour réaliser un taux de rentabilité économique (k_e) supérieur au coût d'opportunité du capital (cmp) et, par conséquent, pour atteindre un taux de rentabilité sur fonds propres (k_f) supérieur à celui qui est exigible à l'équilibre par le marché (r_f), les dirigeants de l'entreprise se fixent pour objectif de réaliser un profit courant (P_a) plus élevé que le profit « normal » (P_n) qui, par définition, valoriserait l'entreprise au coût d'origine de ses capitaux (r_e) et qui laisserait par conséquent la valeur de marché de l'entreprise inchangée par rapport à sa valeur comptable (K), soit :

$$r_e = r_f \ . \ FP/K + r \ . \ D/K$$

Selon ces principes de base, il importe de relever que le modèle *EVA* opère deux ruptures essentielles par rapport à la théorie financière standard.

1. La première est d'ordre logique. Elle tient à l'écart introduit entre d'une part le taux de rendement financier r_f *exigible* par le marché qui, par définition, correspond au taux de rendement de l'entreprise *à l'équilibre* et qui est par conséquent déterminé de manière *endogène*, et d'autre part le taux de rendement financier k_f *recherché* par les dirigeants de l'entreprise qui, par définition, exprime l'objectif visé *hors équilibre* en matière de performance boursière et qui est donc fixé de manière *exogène*. Cet écart répond aux attentes de rendement des actionnaires qui cherchent à accroître la valeur de leurs actions, ce qui implique que l'entreprise réalise un surprofit par rapport à ses concurrents. Et c'est ce surprofit qui est à l'origine de la création de valeur actionnariale.

2. La seconde rupture est d'ordre méthodologique et elle est assez déroutante de prime abord. En effet, les capitaux propres de l'entreprise sont envisagés tour à tour à leur *valeur historique*, lorsqu'il s'agit d'estimer leur *taux de rentabilité anticipé*, et à leur *valeur de marché*, lorsqu'il s'agit d'évaluer leur *coût de financement*, conçu comme le coût d'opportunité du capital, c'est-à-dire comme le taux d'actualisation du profit escompté qui détermine la valeur de l'entreprise à l'équilibre.

Un exemple arithmétique simple permet de saisir les implications pratiques de ces deux innovations. Soit une entreprise qui redistribue intégralement son résultat net sous forme de dividendes et qui comporte les caractéristiques suivantes :

Valeur comptable des fonds propres	$FP = 600$
Dette financière	$D = 600$
Valeur comptable des capitaux engagés	$K = D + FP = 1\,200$
Taux d'intérêt courant	$r = 6\ \%$
Prime de risque du marché	$\Pi = 4\ \%$
Coefficient de risque de l'entreprise	$\beta = 1{,}5$

Le taux de rendement des fonds propres *exigible à l'équilibre* par le marché, conformément au MEDAF, est :

$$r_f = r + \beta\,\Pi = 12\ \%$$

Si on applique ce taux à la valeur comptable des fonds propres, on obtient :

Résultat net attendu à l'équilibre	$R_n = r_f \,.\, FP = 72$
Intérêts versés	$Int = r \,.\, D = 36$
Profit net attendu à l'équilibre	$P_n = R_n + Int = 108$

Dans ces conditions, la rentabilité économique de l'entreprise s'égalise au coût d'origine des capitaux engagés, de sorte que sa valeur de marché reste égale à sa valeur comptable, soit :

$$r_e = r_f \,.\, FP/K + r \,.\, D/K = P_n/K = 9\ \%$$

Mais, les dirigeants de l'entreprise cherchent à atteindre un taux de rentabilité sur la valeur comptable des fonds propres supérieur à celui qui est exigible à l'équilibre par le marché.

Soit un taux exogène fixé à 15 % $k_f = 15\ \%$
Résultat net attendu par l'entreprise $R_a = k_f \,.\, FP = 90$
Profit net attendu par l'entreprise $P_a = R_a + Int = 126$

La rentabilité économique de l'entreprise qui est recherchée par ses dirigeants devient par conséquent :

$$k_e = k_f \,.\, FP/K + r \,.\, D/K = P_a /K = 10{,}5\ \%$$

Selon cet objectif, la valeur de marché de l'entreprise et le coût de ses capitaux engagés deviennent respectivement :

Valeur de marché des fonds propres $V = R_a / r_f = 750$
Valeur de marché des capitaux engagés $C = V + D = 1\,350$

Le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise atteint par conséquent :

$$cmp = r_f \,.\, V/C + r \,.\, D/C = P_a /C = 9{,}3\ \%$$

On en déduit le surprofit escompté par l'entreprise ou l'*EVA* qui, par définition, provient de l'écart entre le taux de rendement économique du capital engagé et son coût d'opportunité :

$$EVA = (k_e - cmp)\, K = 14$$

L'accroissement de la valeur de l'entreprise ou la *MVA* (*Market Value Added*) qui en résulte par rapport au capital investi initialement sera égal à la somme actualisée au coût moyen pondéré des capitaux de la série des *EVA* prévisionnels. Autrement dit, il sera égal à la différence entre la valeur de marché de fonds propres (*V*) et leur valeur comptable (*FP*), soit :

$$\begin{aligned} EVA &= (P_a /K - P_a /C)\, K \\ &= (C - K)\, P_a /C \\ &= (V - FP)\, cmp \end{aligned}$$

On en déduit :

$$MVA = EVA / cmp = 150 \quad \text{avec} \quad MVA = V - FP = 150$$

En définitive, la valeur de l'entreprise ne progressera que si sa rentabilité économique k_e dépasse le coût moyen pondéré de ses capitaux *cmp* ou bien, ce qui est strictement équivalent, si sa rentabilité financière k_f dépasse le coût de ses fonds propres r_f évalué par le marché.

Selon l'exemple numérique de l'encadré, la rentabilité financière de l'entreprise r_f qui est attendue par le marché, conformément aux principes d'évaluation du

MEDAF, est de 12 %, ce qui correspond à la valorisation boursière de l'entreprise à l'équilibre. Il s'ensuit que la rentabilité économique des capitaux engagés, $r_e = 8{,}6$ %, représente aussi le coût moyen pondéré du capital à l'équilibre. Dans ces conditions, il n'y aura de création de valeur actionnariale, c'est-à-dire de hausse de la valeur fondamentale des actions, que si les performances recherchées par les dirigeants de l'entreprise dépassent le taux de rendement d'équilibre déterminé par le marché financier, ce qui implique que l'entreprise réalise un surprofit par rapport à ses concurrents. Or, c'est bien ce qui semble se passer, lorsque les directions d'entreprise cherchent à aligner leurs performances financières sur des normes de rentabilité (*benchmarks*) qui sont fixées *a priori*, telles que les *ROE* (*Return On Equity*) mesurant, par définition, le rapport entre le résultat net de l'entreprise et la valeur comptable de ses fonds propres. Pour bien saisir le mécanisme en jeu, il convient de noter que dans la pratique, contrairement à l'exemple numérique de l'encadré, la valeur fondamentale des fonds propres de l'entreprise ne peut jamais être égale à leur valeur comptable, de sorte que le taux de rendement des capitaux engagés qui est attendu par les marchés financiers doit nécessairement être supérieur au coût de financement du capital afin de maintenir l'entreprise dans une situation d'équilibre sur longue période. En effet le premier taux s'applique à la valeur comptable des capitaux (aux prix d'acquisition), alors que le second porte sur leur valeur de marché (aux prix de remplacement). Mais, le niveau élevé des normes de rentabilité des fonds propres qui sont exigées par les marchés financiers a pour résultat de tirer vers le haut la rentabilité économique des entreprises bien au-delà de l'écart nécessaire à leur équilibre en longue période. En effet, elles contraignent leurs dirigeants à un effort d'innovation et de rationalisation sans cesse accru dans l'emploi productif des capitaux qui leur sont confiés. Et elles les incitent aussi constamment à utiliser tous les moyens financiers dont ils disposent pour accroître la rentabilité des fonds propres. Comme on le verra un peu plus loin, les deux registres sont de fait intimement mêlés. Il suffit par conséquent que ces efforts soient assez intenses ou assez habiles pour générer un écart de rendement par rapport au coût de financement des capitaux engagés et susciter par là-même un accroissement de la valeur marché des fonds propres. Si l'on revient maintenant à l'exemple numérique de l'encadré pour fixer les idées, l'enchaînement de causes à effets est facile à percevoir. Au départ, les dirigeants de l'entreprise se fixent un taux de rendement sur fonds propres k_f à 15 % afin de répondre aux attentes des actionnaires, et non à 12 %, comme cela est nécessaire pour assurer l'équilibre de l'entreprise en longue période, c'est-à-dire pour maintenir la valeur de marché de l'entreprise à sa valeur initiale. Cette décision suppose un accroissement du profit recherché par l'entreprise P_a par rapport au profit « normal » P_n, défini comme celui qui assure le maintien de la position

d'équilibre initiale, ce qui élève le rendement économique des capitaux engagés k_e à 10,5 %. Ce taux devient par conséquent supérieur au coût moyen pondéré du capital *cmp* qui atteint, quant à lui, 9,3 % selon les normes d'équilibre définies par les marchés financiers. Au total, les actionnaires bénéficient d'un accroissement de la valeur des titres boursiers (*MVA*) qui représente la somme des flux de surprofit (*EVA*) actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés (*cmp*).

Par un jeu de miroir saisissant, les places boursières ont enregistré pendant plus de quinze ans des performances qui semblaient valider les objectifs de création de valeur actionnariale que les entreprises cherchaient à atteindre. En effet, la valeur des actions s'est accrue beaucoup plus fortement que le montant des fonds propres enregistrés dans les bilans des entreprises, ce qui a conforté les directions dans leurs stratégies. Mais de façon paradoxale, il faut bien le reconnaître, le fait même d'atteindre les objectifs visés et, par suite, de réévaluer la valeur des entreprises à la hausse est à l'origine d'un risque de surestimation par le marché. À ce titre, deux questions méritent d'être posées.

En premier lieu, on peut se demander si la logique du modèle *EVA-MVA* n'induit pas des pratiques qui contribuent à freiner l'investissement des entreprises. En effet, en exigeant la réalisation d'un surprofit, elle tend élever la rentabilité du capital au-delà de ce qu'exige l'équilibre des marchés. Mais en l'absence d'une véritable progression du taux de rendement économique, la hausse du taux de rentabilité des fonds propres se traduira par un renchérissement du coût du capital. Et parallèlement, l'effet de levier qui provient d'un écart accru de la rémunération des fonds propres par rapport à la dette crée un risque de surendettement aux yeux des créanciers. Le financement des investissements est par conséquent affecté à la fois par la hausse des rendements attendus du capital et par les contraintes pesant sur la structure financière de l'entreprise.

En second lieu, si la création de valeur actionnariale ne pose pas de problème en soi au niveau microéconomique, elle en pose un sérieux par contre, lorsque l'on se place au niveau macroéconomique. La raison en est simple. La Bourse peut enregistrer un accroissement de la valeur courante des fonds propres des entreprises par rapport aux coûts d'acquisition du capital, mais elle ne peut pas sanctionner un surprofit qui serait obtenu par toutes les entreprises en même temps et de façon permanente sur longue période. Autrement dit, une augmentation prolongée des cours à un rythme plus rapide que les fonds propres exprime une exubérance de marché qui risque d'être sanctionnée à terme par un ajustement brutal à la baisse.

1.2. Objectifs financiers et méthodes de gestion

Les innovations du modèle EVA-MVA en matière de gestion

Le modèle *EVA-MVA* définit une série de principes pour élaborer des indicateurs de gestion qui ont pour vocation d'être plus opérationnels que les indicateurs traditionnels et, surtout, mieux adaptés au nouvel environnement financier des entreprises. En effet, les indicateurs traditionnels ne permettent pas, pris isolément, d'évaluer la contribution des différents secteurs d'activité de l'entreprise à l'objectif de création de valeur actionnariale. En revanche, le modèle *EVA-MVA* propose de pallier cette lacune. La méthode consiste à faire supporter à une unité de décision décentralisée une charge annuelle correspondant au coût de mise à disposition des ressources que cette unité utilise. Et cette charge est imputée au résultat net d'exploitation, après amortissement et impôt, du secteur d'activité considéré. À un calcul de rendement global qui porte sur des flux de trésorerie nets indécomposables vient se substituer un calcul de rendement fin qui s'applique à des flux observés à un niveau décentralisé.

Par ailleurs, la modèle *EVA-MVA* relègue au second plan les indicateurs de résultats pluriannuels, et cherche en revanche à définir des indicateurs de pilotage sur un an permettant le suivi des performances des différentes unités de l'entreprise. Chaque centre de responsabilité se voit ainsi assigner un objectif à atteindre en terme d'*EVA*, qui passe par une réduction du coût d'opportunité des ressources, une économie en capital investi ou une progression du résultat net d'exploitation... Il doit par conséquent tenir compte du fait que, une fois les projets d'investissement créateurs de valeur sélectionnés, le *cash flow* disponible n'a pas d'autre destination que la rémunération de l'actionnaire, sous forme de dividendes exceptionnels ou de rachat de ses actions.

Enfin, le modèle *EVA-MVA* représente un instrument de communication externe particulièrement performant, parce qu'il permet de vérifier la réalisation des objectifs financiers que l'entreprise s'assigne. À ce titre, il constitue aussi un puissant moyen d'incitation de ses responsables, car il est facile d'indexer leurs rémunérations sur les indicateurs de gestion interne.

Dans la pratique, l'application des méthodes de gestion qui découlent du modèle *EVA-MVA* apparaît très différenciée selon les entreprises [1] (tableau 1).

Tableau 1
Les attitudes différenciées des entreprises à l'égard de la méthode *EVA-MVA*

	Situation n° 1 « Cette approche ne modifie pas notre pilotage »	**Situation n° 2** « Nous utilisons ces notions pour améliorer nos systèmes à la marge »	**Situation n° 3** « Nous voulons déployer l'ensemble de l'approche »
Utilisation des notions de création de valeur	Essentiellement pour la communication financière externe	Rénovation des indicateurs utilisés pour l'évaluation des performances	Réforme à la fois des bases de calculs et de la structure de la rémunération
Principaux arguments invoqués	Ces indicateurs n'apportent rien de véritablement nouveau. Ce type de politique de rémunération ne correspond pas à notre culture interne	Sensibiliser sur la nécessité du bouclage entre performance opérationnelle et valeur actionnariale ; en particulier, sensibiliser les managers sur le coût du capital	L'ensemble des salariés doivent agir dans l'intérêt des actionnaires et bénéficier de la valeur créée
Niveau d'application de l'approche	Niveau groupe et éventuellement branche	Groupe, branche et dirigeants des *Business Units*	Groupe, branche et membres du comité de direction des *Business Units*
Bouclage avec les systèmes de rémunération	Non	Oui, il est réalisé à la marge (changement du panier de critères sans modification radicale de la structure des rémunérations)	Oui, il est fortement recherché et s'accompagne de profonds changements des rémunérations (plus forte variabilité, stock options…)
Principaux problèmes mis en avant	Approche jugée incompatible avec la culture d'entreprise	Il existe encore de nombreux débats techniques non tranchés (coût du capital, retraitement des *goodwill*, amortissement de la R & D…) Difficulté de repérer les bons leviers d'action opérationnels	Idem situation n° 2 + un souci de réaliser de nombreuses simulations pour anticiper et contrô-ler les effets pervers associés à des rémuné-rations plus variables et formalisées

Source : N. Mottis et J.-P. Ponssard (2002)

---

(1) N. Mottis et J.-P. Ponssard, « La création de valeur de la théorie à la pratique », 2002.

À partir d'une analyse fondée sur des interviews, on observe que seule une minorité d'entreprises appliqueraient intégralement celles-ci [1] (situation n° 3). En revanche, la plupart des entreprises n'utilisent les indicateurs *EVA-MVA* qu'à des fins de communication ou pour modifier à la marge leurs méthodes de gestion (situations n° 1 et n° 2).

La transformation des méthodes de gestion des entreprises

Les approches de l'entreprise fondées sur la création de valeur actionnariale se réclament de la théorie financière moderne et transforment les caractéristiques de la gestion des entreprises qui s'y réfèrent. En effet, pour atteindre l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale (*shareholder value*), les entreprises mettent en œuvre des stratégies bien précises qui peuvent être classées en quatre catégories principales (D. Plihon, 2001, voir aussi annexe 2).

1. *Le recentrage sur les métiers de base de l'entreprise* est un moyen d'augmenter la création de valeur au profit de l'actionnaire. En se recentrant sur les activités pour lesquelles elle détient un avantage compétitif, l'entreprise est supposée se donner les moyens de valoriser son savoir-faire par rapport à ses concurrents, ce qui devrait se traduire par une augmentation de sa rentabilité. Cette politique conduit les entreprises à délaisser les activités dont la rentabilité est inférieure aux normes internationales (*benchmarks*).

Les investisseurs poussent les entreprises qu'ils contrôlent à appliquer cette politique pour deux raisons qui ne sont pas directement liées à la création de valeur actionnariale. En premier lieu, les investisseurs n'apprécient guère les entreprises de type congloméral, c'est-à-dire comportant de multiples activités, car leurs structures sont souvent complexes, peu transparentes et, par suite, peu propices au contrôle des actionnaires. En second lieu, les investisseurs considèrent que c'est à eux qu'il revient de mener une politique de diversification, en agissant sur la composition de leurs portefeuilles de participation. En d'autres termes, selon cette conception, c'est aux acteurs financiers – et non aux opérateurs industriels – de gérer les questions de diversification. On a là une bonne illustration de la primauté de la finance sur la logique industrielle. Ainsi, la séparation des activités chimiques et pharmaceutiques de Rhône-Poulenc n'a été réalisée, en 1999, qu'après 18 mois de résistance de son président.

---

(1) En France, on peut citer Danone et Lafarge ; en Allemagne, Allianz et Siemens.

2. *Les fusions-acquisitions* alimentées notamment par le recentrage sur les métiers de base sont souvent présentées comme un moyen de créer de la valeur actionnariale en exploitant des synergies entre établissements fusionnés et en réalisant des économies d'échelle. Les rapprochements entraînent des gains de productivité dont l'une des conséquences directes est la réduction des effectifs salariés qui suit la plupart des fusions. Ces opérations s'inscrivent par ailleurs dans une course à la taille critique, destinée à donner aux nouveaux groupes un pouvoir de marché plus important face à la concurrence, ou bien pour faire face à l'importance des coûts fixes, ce qui est notamment le cas dans le secteur des nouvelles technologies. Les données disponibles montrent que les fusions-acquisitions se traduisent généralement par une hausse de la valeur de l'entreprise cible, mais pas nécessairement de l'entreprise prédatrice.

3. *Le « re-engineering » des chaînes de valeur* apparaît comme un troisième levier pour concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments les plus rentables. La principale méthode consiste à externaliser la production de certains produits ou services, susceptibles d'être fabriqués d'une manière plus compétitive par d'autres entreprises plus performantes sur les créneaux en question. On parle alors de décomposition du processus de production, l'objectif étant de réorganiser les chaînes de valeur de la manière la plus rentable. Cette politique menée par de nombreuses entreprises aboutit notamment à « faire sortir » les salariés du périmètre de l'entreprise pour en confier la gestion à des sous-traitants extérieurs qui subiront la pression sur leurs coûts, notamment salariaux, des entreprises dominantes et les conséquences des à-coups conjoncturels de leurs donneurs d'ordre, ce qui entraîne généralement une précarisation des conditions de travail. Aux États-Unis, 20 % des ouvriers américains travaillaient dans l'un des 500 plus grands groupes industriels au milieu des années soixante-dix ; en 1999, cette proportion est tombée à 10 %, du fait des politiques d'externalisation de l'emploi et de la production menées par ces groupes.

Les politiques de sous-traitance de production et d'externalisation des coûts fixes menées par les grands groupes font d'une grande partie des PME une population étroitement soumise aux impératifs de gestion des grandes entreprises, qu'elles soient indépendantes (sans lien en capital avec les grandes entreprises) ou qu'elles soient filialisées (en France, la part des PME indépendantes est passée de 85 % en 1984 à 63 % en 1995 selon l'INSEE). Ces firmes sont soumises aux exigences de leurs donneurs d'ordre qui répercutent sur elles tout ou partie de leurs risques économiques.

4. *La réduction des capitaux engagés* est l'un des moyens les plus efficaces d'accroître leur rentabilité. Les méthodes utilisées sont multiples.

En premier lieu, le report de la charge des stocks ou des crédits commerciaux sur les clients et les fournisseurs de l'entreprise (autrement dit la réduction du besoin en fond de roulement) est bien connu ; il permet non seulement d'économiser les capitaux de l'entreprise, mais aussi de transférer sur ses partenaires une partie de son risque économique.

En second lieu, la stratégie de rachat par l'entreprise de ses propres actions dans le cadre de la procédure d'offre publique de rachat d'actions est aussi largement pratiquée. Pour un niveau donné de profits anticipés dans le futur, le rachat d'une partie des actions de l'entreprise accroît mécaniquement la valeur des actions restantes. La rentabilité de cette opération est accrue si celle-ci est financée par un endettement dont le coût est inférieur à celui des fonds propres : ce procédé correspond à l'effet de levier dont le rôle est décrit en particulier par P. Artus et M. Debonneuil (1999). Cette pratique très fréquente aux États-Unis se développe désormais en Europe. En France, depuis l'été 1998, date à laquelle la législation autorise ce type d'opérations (dites de « relution »), plus de 400 entreprises – dont la quasi-totalité des entreprises figurant au CAC 40 – ont programmé des rachats d'action.

En troisième lieu, la recherche d'économies en capital productif constitue une évolution importante par rapport à la gestion antérieure, plutôt orientée vers la réduction des coûts salariaux et l'accroissement de la productivité du travail. Ce changement dans les priorités de gestion s'est traduit par un freinage considérable apporté au milieu des années quatre-vingt au taux de substitution du capital au travail, mesuré par l'écart entre la croissance du capital productif et celle de l'emploi. Ce taux est passé de plus de 6 % au début des années soixante-dix à moins de 2 % au milieu des années quatre-vingt-dix, selon les calculs de la DARES (1994). Cette stratégie destinée à améliorer de la productivité du capital s'est concentrée sur les secteurs industriels à forte intensité capitalistique, qui sont les plus à même de bénéficier de ces nouvelles orientations de gestion.

Les deux modèles polaires d'entreprise en question

Selon la théorie financière standard, l'entreprise est principalement perçue comme un actif financier qu'il convient de valoriser. Autrement dit, sa gestion doit être exclusivement orientée vers la maximisation de la richesse des actionnaires grâce à la mise en œuvre de stratégies telles que celles qui viennent d'être décrites plus haut. Le modèle d'entreprise qui en résulte est qualifié de « *shareholder* » (actionnarial) ; il s'inspire de l'approche contractuelle de la

firme qui en constitue le fondement théorique [1]. Cette conception est contestée par l'approche néo-institutionnelle (ou socio-économique) qui postule que les entreprises sont gérées selon une logique de compromis entre les différents intérêts qui s'y expriment, principalement le trio actionnaires-dirigeants-salariés (mais également les clients, les fournisseurs, les banques…). C'est le modèle « *stakeholder* » (parties prenantes).

Les différentes approches de l'entreprise sont à l'origine d'un débat sur la pertinence de l'opposition entre deux modèles de comportement. Pour le courant de pensée dominant, l'entreprise « *stakeholder* » a existé sous le régime de croissance fordiste jusque dans les années soixante-dix, et l'entreprise moderne serait du type « *shareholder* » dans le nouveau régime de croissance. Mais cette interprétation de la firme est critiquée pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, quel que soit le régime de croissance envisagé, l'entreprise ne peut jamais être assimilée à un simple actif financier ou à un nœud de contrats, comme le conçoit l'approche standard. En effet, elle représente avant tout une organisation économique autonome capable de définir les règles qui régissent les relations entre ses partenaires internes et externes. Comme le montrent M. Aglietta et R. Breton, la nature des interactions stratégiques avec ses différents partenaires dépend au premier chef des caractéristiques du système financier dans lequel l'entreprise se trouve immergée [2]. Selon cette approche, il convient d'introduire une distinction entre la logique bancaire et la logique financière qui reposent sur des principes de régulation et qui comportent des risques de dysfonctionnement nettement différents. Dans la pratique, l'organisation du système financier privilégie l'une des deux logiques, mais sans jamais exclure l'autre, selon une configuration institutionnelle qui peut elle-même changer et faire basculer par conséquent le système financier d'une logique à l'autre. Dans un tel contexte, il importe de distinguer trois acteurs financiers qui poursuivent des objectifs et qui disposent de moyens d'action distincts :

1. Les actionnaires majoritaires s'identifient aux intérêts à long terme de l'entreprise et ils cherchent à tirer parti de manière optimale de l'effet de levier par un taux d'endettement le plus élevé possible.

---

(1) Cf. annexe 2.
(2) M. Aglietta et R. Breton, « Systèmes financiers, contrôle des firmes et accumulation du capital », Commissariat général du Plan, 2002.

2. Les actionnaires minoritaires se préoccupent avant tout de la valeur boursière de l'entreprise dans l'espoir de bénéficier du cours soutenu des actions et ils font planer, en cas d'insatisfaction, la menace d'un désengagement qui rendrait l'entreprise vulnérable à des OPA.
3. Les banques se soucient, quant à elles, de la solvabilité des emprunteurs, ce qui les conduit à limiter le taux d'endettement des entreprises et donc à restreindre l'effet de levier par la pratique des « *spreads* » appliqués aux crédits bancaires ou, plus radicalement, par un rationnement du crédit.

La prise en compte d'acteurs financiers différenciés est décisive, parce qu'elle implique l'existence de trois modes de contrôle des entreprises qui s'exercent respectivement par la détention majoritaire des actions, par le marché boursier et par la dette. Dans chaque cas, l'entreprise subit un ensemble de contraintes spécifiques qui influencent de manière déterminante sa stratégie et, notamment, son comportement en matière d'accumulation du capital.

Dans la pratique, il convient de noter que les stratégies à l'égard de l'effet de levier ne sont pas aussi tranchées qu'il y paraît de prime abord, puisque les actionnaires majoritaires peuvent être incités par les actionnaires minoritaires à financer des opérations de rachat d'actions par endettement, ce qui associe la valorisation boursière à l'effet de levier.

Par ailleurs, il convient de relever que l'on assiste aujourd'hui avec la montée des marchés financiers non à une convergence vers un modèle unique d'entreprise, mais plutôt à un processus « d'hybridation » des différents modèles polaires : « *shareholder* » et « *stakeholder* »[1]. D'un côté, les marchés financiers sous l'impulsion des actionnaires minoritaires exercent un contrôle externe sur les dirigeants conformément aux principes de la gouvernance d'entreprise inhérents au modèle « *shareholder* ». De l'autre côté, les dirigeants d'entreprise sont de plus en plus incités par la présence de fonds éthiques ou par l'existence de règles juridiques ou de codes de bonne conduite à prendre en compte les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise conformément au modèle « *stakeholder* ».

Enfin selon l'hypothèse de la « dépendance au sentier », l'adaptation du modèle d'entreprise au nouveau régime de croissance peut être différente suivant les pays considérés, et elle est également progressive, voire partielle compte tenu des phénomènes d'apprentissage et d'inertie.

---

(1) D. Plihon, J.-P. Ponssard et P. Zarlowski, 2002.

1.3. Les incertitudes de mesure et les normes de rendement

Selon les principes de calcul de l'*EVA-MVA*, la mesure de la création de valeur actionnariale nécessite d'être capable d'évaluer la valeur fondamentale de la firme. Cet impératif pose problème, car il repose sur l'hypothèse de marchés parfaits et complets (au sens où il existerait des marchés pour tous les emplois, boursiers ou autres, de l'épargne des investisseurs). Or, les vérifications empiriques ne valident pas les conditions « d'efficience » des marchés financiers, de sorte que les prix d'équilibre des actifs en capital restent largement indéterminés dans la pratique.

La diversité des opérateurs financiers

Les écarts entre les prédictions de théorie financière et la valeur des variables observées comportent plusieurs sources. Ils proviennent notamment de la diversité des comportements des opérateurs financiers et de la pluralité des méthodes utilisées pour évaluer la valeur des actifs financiers.

En premier lieu, il convient de souligner la grande hétérogénéité des opérateurs de marché et de leurs comportements. Cette diversité conduit de fait à des différences quant à la valorisation des actifs et peut expliquer les écarts constatés par rapport aux fondamentaux :

1. La logique industrielle répond à une problématique de prise de contrôle motivée par la recherche d'une taille critique, de parts de marché accrues, d'économies d'échelle, de maîtrise des NTIC destinée à faire jouer des synergies.

2. La logique financière de l'investisseur repose sur l'arbitrage rentabilité/ risque/liquidité conformément aux modèles de *Droite* ou de *Plan de marché.*

3. La logique politico-financière est apparue à l'occasion des privatisations, par exemple. Le but est de fixer un prix attractif, avec pour préoccupation la continuité dans la gestion, la stabilité de l'actionnariat.

4. La logique raider/prédateur vise une prise de contrôle en vue d'une revente ultérieure des actifs en réalisant une plus-value.

En second lieu, il importe de noter que, dans la pratique, les analystes de marché ont recours à une pluralité de méthodes d'évaluation :

1. L'approche standard admet que l'entreprise vaut ce qu'elle rapportera dans le futur. L'évaluation est effectuée sur la base des flux de trésorerie en utilisant les formules de Gordon-Shapiro ou de Fisher-Bates.

2. L'approche patrimoniale considère que l'entreprise vaut ce qu'elle possède à sa valeur de marché, c'est-à-dire l'actif net comptable calculé à sa valeur de marché et revalorisé afin de tenir compte du *goodwill* entendu au sens large (savoir-faire, management...).

3. L'approche comparative ou la technique des multiples s'intéresse à une série de ratios qui rapportent les cours boursiers aux profits (*PER*), aux chiffres d'affaire, au cash flow, à l'*EBITDA* [1] (avec des réserves sur la transposition de cet indicateur anglo-saxon dans le cadre de la comptabilité d'entreprise en France). L'estimation des cours est réalisée par référence à une appartenance sectorielle.

4. L'approche fiscale, mentionnée ici pour mémoire, est fondée sur des coefficients définis par l'administration fiscale. Elle est explicitement d'ordre réglementaire et ne pèse que très peu dans les transactions. Elle tend à minorer le prix de marché puisqu'il s'agit en général de déterminer un prix de mise en enchère.

Parmi les approches précédentes, seule l'approche standard a un fondement théorique complet qui est fourni par le MEDAF. L'approche patrimoniale pure ne produit qu'une « valeur de liquidation ». L'approche patrimoniale élargie à l'évaluation du *goodwill* ne devrait pas se différencier de l'approche standard. Enfin l'approche par les multiples repose sur la valeur de sociétés supposées comparables du fait de leur appartenance sectorielle. Or ce critère ne garantit nullement leur appartenance à une classe de risque et de croissance identiques.

La diversité des estimations des primes de risque

Par définition, le coût moyen pondéré du capital est le pivot de la mesure de la valeur des capitaux engagés par l'entreprise. Au sein de cette moyenne pondérée, le coût des fonds propres constitue l'élément qui a le plus d'impact sur les résultats, mais c'est aussi celui dont l'évaluation laisse le plus de liberté

---

(1) EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

aux analystes. L'estimation de la prime de risque de marché et de celle qui est spécifique à chaque entreprise est statistiquement l'élément le plus problématique de la démarche. Trois difficultés méritent d'être soulignées.

Tout d'abord, les estimations *ex post* et *ex ante* de la prime de marché non diversifiable produisent respectivement des résultats différents :

- Dans le premier cas (*ex post*), il s'agit d'évaluer sur longue période l'écart entre la rentabilité d'un indice de marché (sur la base du *TSR* constaté, *Total Share Return*, mesurant le taux de rendement total des actions [1]) et celle d'un actif sans risque. La plupart des travaux convergent vers une prime se situant autour de 6 % aux États-Unis sur un peu plus d'un siècle. Mais il importe surtout de relever la forte variation de la prime de risque selon la période considérée. Le mode de calcul par moyenne arithmétique ou géométrique, ou le choix des titres sans risque produisent également une pluralité de résultats (tableau 2). Pour E. Fama et K. French (1997), il est impossible d'estimer avec précision le coût des fonds propres à partir de données historiques. Compte tenu de la forte instabilité d'une année sur l'autre de la prime calculée *ex post*, l'intervalle de confiance d'une moyenne calculée sur plusieurs décennies est beaucoup trop large pour prétendre à une quelconque précision [2]. En d'autres termes, l'utilisation d'une prime de risque historique implique d'accepter de très larges marges d'incertitude.

Tableau 2
Primes de risque évaluées *ex post* sur le S & P 500

	TSR, S & P 500	Rendement T-Bills	Rendement T-Bonds	Excès de rendement sur les T-Bills	Excès de rendement sur les T-Bonds
Par moyenne arithmétique					
1928-1999	12,7 %	3,9 %	5,1 %	8,7 %	7,6 %
1962-1999	13,2 %	6,2 %	7,1 %	7,0 %	6,1 %
1990-1999	18,6 %	5,3 %	7,6 %	13,3 %	11,0 %
Par moyenne géométrique					
1928-1999	10,9 %	4,0 %	4,9 %	7,0 %	6,1 %
1962-1999	12,1 %	6,2 %	6,7 %	5,9 %	5,4 %
1990-1999	20,7 %	4,5 %	7,5 %	16,1 %	13,2 %

Note : T-Bond, obligations d'État à 10 ans ; T-Bills, titres publics à court terme
Sources : Stern-school, calculs SEFI

---

(1) (Dividende + plus-value)$_t$ / Cours$_{t-1}$.
(2) Concernant leur calcul, pour une prime moyenne évaluée à 5,16 % entre 1963-1994, l'intervalle de confiance à 95 % était compris entre – 0,5 % et 10,5 %.

- Dans le second cas (*ex ante*), la prime de risque se déduit du taux de rentabilité attendu par différence avec le taux des titres sans risque, le taux de rentabilité attendu étant conçu, quant à lui, comme le taux d'actualisation qui égalise la somme des flux anticipés de dividendes, de bénéfices ou du *cash flow* aux prix actuels des actifs. La diversité des prévisions concernant les flux anticipés, le poids accordé aux opinions extrêmes, l'utilisation des dividendes, des bénéfices ou du *free cash flow* conduisent à des résultats très différents selon les auteurs et les cabinets spécialisés. À ces difficultés s'ajoute un problème supplémentaire qui tient au fait que le modèle utilisé pour calculer la prime de risque conditionne aussi très largement les résultats obtenus. Dans ces conditions, il est pratiquement impossible d'apprécier la validité des méthodes adoptées dans les évaluations de rendement *ex ante*.

Par ailleurs, les difficultés de mesure du risque individuel diversifiable, noté β dans les modèles issus du MEDAF (encadré 1), créent un nouveau degré d'incertitude. Le β résulte d'une régression statistique entre les fluctuations du cours boursier d'une entreprise particulière et les fluctuations du marché pris dans sa globalité. Lorsque le β est égal à 1, le titre se comporte comme la moyenne du marché à un bruit blanc près. Lorsque le β est supérieur à 1, le titre amplifie les hausses et les baisses du marché, et il les atténue dans le cas opposé. Cette évaluation se heurte essentiellement à des problèmes d'instabilité des régressions selon la période d'observation 20 jours, 1 an, 2 ans, et à des phénomènes d'asymétrie qui se manifestent dans le fait que les réactions du titre sont différenciées à la hausse ou à la baisse.

Enfin, il existe un certain nombre d'hypothèses transversales à toutes les approches, qui créent un surcroît d'incertitude. Il en est ainsi du choix concernant le taux sans risque, [1] et de la composition du portefeuille de marché. Mais plus fondamentalement encore, c'est le périmètre du marché national ou international qui est en cause. Face à des marchés financiers globalisés qui offrent une large possibilité de diversification des portefeuilles, on peut légitimement se demander quel doit être le taux sans risque de référence. Celui du pays le moins risqué ? Une moyenne internationale ? Cette question de champ reste également entière, lorsque l'on s'interroge sur la mesure de la prime de risque moyenne du marché des actions. On retrouve ici les critiques de R. Roll (1977), selon qui les tests du MEDAF sont particulièrement sensibles au

(1) À cet égard, il convient de noter que les analystes financiers préfèrent de plus en plus, compte tenu de la liquidité décroissante des titres publics, se référer aux taux de swaps à 10 ans qui sont moins volatils.

choix du portefeuille de marché. Pour M. Stulz (1995), il est indispensable de calculer le coût du capital en utilisant un indice portant sur le marché mondial compte tenu du caractère largement intégré des marchés financiers et les possibilités offertes aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles.

Dans ces conditions, il n'est pas étonnant de retrouver les mêmes incertitudes qui pèsent sur l'évaluation de l'*EVA*. La Commission des opérations de Bourse (COB) a pratiqué une série de tests pour le compte de la société ACCOR afin d'estimer son coût moyen pondéré du capital en se fondant sur ses comptes de 1998 et en faisant varier un certain nombre d'hypothèses conventionnelles selon les valeurs les plus communément admises. Les principales alternatives explorées sont les suivantes :

- la prime de risque de marché des actions varie dans un intervalle de 3 % à 6 % ;
- le taux sans risque retenu retient successivement le taux des emprunts d'État à 20 ans et à 10 ans en France, ainsi que le taux des T-Bonds américains à 10 ans ;
- le β est testé sur plusieurs périodes et sur deux marchés de référence, le CAC 40 et l'EuroStoxx (tableau 3).

Tableau 3
Évaluations du β de la société ACCOR sur 1998

	Référence CAC 40	Référence EuroStoxx
β calculé sur 1 an	1,084	1,041
β calculé sur 1 an avec moyenne glissante de 20 jours	0,940	0,920
β calculé sur 20 jours en fin d'année précédente	0,793	0,846

Source : COB

Au total la COB observe que le coût moyen pondéré du capital de la société ACCOR varie de 4,78 % (pour un β calculé sur 20 jours en se référant au CAC 40 à la fin de l'année 1997, un taux sans risque à 10 ans en France et une prime de marché de 3 %), à 7,93 % (pour un β mesuré sur 1 an par référence au CAC 40, un taux sans risque à 20 ans et une prime de marché de 6 %). Il s'ensuit que, selon les hypothèses adoptées, l'évaluation de l'*EVA* varie dans une fourchette comprise entre 101 à 281 millions d'euros, ce qui est considérable.

En définitive, les vérifications empiriques des différents modèles théoriques sont peu satisfaisantes. Elles montrent que sur la très longue période aux États-

Unis (1946-1996), la prime de risque *ex post* du marché associée aux actions est 2 fois plus élevée que ce qu'exige la volatilité des profits par rapport aux taux d'intérêt. Selon P.-A. Chiappori (1998), l'écart-type du rendement annuel d'un portefeuille diversifié en actions n'est qu'une fois et demi supérieur à celui d'un portefeuille d'obligations (2,4 % contre 1,6 %). Ce constat particulièrement troublant est bien connu dans la littérature anglo-saxonne qui le désigne sous le nom de « *equity premium puzzle* » (l'énigme de la prime de risque). La mesure *ex ante* de la prime de risque ne résout pas davantage ce paradoxe. L'existence de biais systématiques dans les anticipations qui surestiment de façon permanente le niveau et la croissance des profits futurs explique que la rentabilité constatée du marché est toujours plus élevée que celle est issue du modèle théorique.

Quelles que soient les voies d'approfondissement choisies, aux plans théorique ou empirique, pour évaluer la valeur des entreprises, on se trouve face à un constat paradoxal. En effet, des méthodes d'analyse notoirement insuffisantes pour guider les choix d'allocation de l'épargne sont validées dans la pratique du seul fait d'être d'un usage courant. Dans ces conditions, il est légitime de se demander si les résultats fournis par les modèles d'évaluation ne relèvent pas plus de la convention que de la mesure.

L'approche keynésienne de la convention boursière

L'approche conventionnelle des prix des actifs financiers rejette le postulat fondateur de la théorie standard, selon lequel il n'existerait qu'un seul système de prix à l'équilibre. Cette prise de position est inaugurée par Keynes (1936) qui est le premier à poser les fondements théoriques d'une interprétation alternative de la formation des prix des actifs financiers dans une économie monétaire dominée par l'incertitude.

À ses yeux, les marchés financiers sont par essence instables. Autrement dit, l'apparition de « bulles spéculatives » ne provient pas d'une dérive momentanée des marchés, susceptible d'être corrigée sous l'effet d'une adaptation progressive des prévisions de rendement des opérateurs financiers, comme le prétend l'analyse standard, mais elle est endogène au fonctionnement des marchés eux-mêmes compte tenu de l'incertitude irréductible qui pèse sur les rendements des actifs dans le futur. Dans l'incapacité d'élaborer des prévisions de rendement à long terme qui reposent sur une base objective et qui peuvent donc faire l'objet d'une vérification empirique, les opérateurs financiers sont conduits à adopter un comportement conventionnel qui consiste à se fier à l'opinion moyenne prévalant sur le marché, quitte à s'en écarter individuellement peu ou prou en prenant une position de haussier ou de baissier.

Dans ces conditions, il n'existe pas de forces de rappel qui puissent ramener les prix de marché des actifs à leurs valeurs fondamentales pour la bonne et simple raison que la valeur fondamentale d'un actif n'existe pas en soi. En revanche, les prix des actifs réussissent à se stabiliser, dans un contexte donné d'information et de connaissance concernant le futur, sur une base conventionnelle qui résulte d'un équilibre entre haussiers et baissiers et qui reflète un état donné de la confiance des opérateurs dans ce que réserve l'avenir. Mais, il suffit que cet état de la confiance soit ébranlé par l'arrivée inopinée d'une information nouvelle ou d'un événement singulier, pour que les opérateurs financiers révisent tous à la hausse ou à la baisse leurs prévisions de rendement et qu'un nouveau système de prix à l'équilibre émerge. Comme le souligne A. Orléan, ce nouvel équilibre adviendra selon un processus de « polarisation mimétique » qui implique une reconnaissance collective de nouvelles normes de jugement [1].

Ce cadre d'analyse est bien adapté pour expliquer la formation de la « bulle Internet » et son éclatement dans les années récentes. En effet, la convention qui s'est formée sur les marchés financiers face à la forte incertitude entourant l'évaluation des rendements futurs découlant de la production et la diffusion des NTIC reposait sur des bases particulièrement précaires. Les facteurs de précarité sont bien connus. Ils étaient étroitement liés à la nature même de l'activité dans ce secteur. Sa dimension immatérielle rendait pratiquement caduques les méthodes traditionnelles d'évaluation des rendements attendus, tandis que le poids extrêmement lourd de ses coûts fixes suscitait tout à la fois la crainte de prendre des risques hasardeux et l'espoir de réaliser des gains considérables compte tenu des économies d'échelle massives qui pouvaient en résulter. Le discours euphorisant sur la « nouvelle économie » a certainement joué un rôle déterminant dans la « convention haussière » qui s'est formée sur les marchés financiers au cours des années quatre-vingt-dix. À cela, il faut ajouter les effets boule-de-neige engendrés par le caractère auto-réalisateur des anticipations de rendement. Mais le propre des comportements mimétiques est d'être versatils et de se retourner brutalement, dès que les acteurs qui « font le marché » changent d'opinion. C'est ce qui s'est produit à partir de mars 2000, lorsque le discours sur les perspectives de croissance américaine est devenu moins optimiste en laissant planer la perspective d'une récession. C'est ainsi que se constitua sur les marchés une « convention baissière » qui fut à l'origine du « e-krach » [2]. La correction boursière qui s'est déclenchée au printemps 2002 s'inscrit sans nul

---

(1) A. Orléan, « Le pouvoir de la finance », Odile Jacob, 1999.
(2) C. Boucher et D. Plihon, « Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2001 », Caisse des Dépôts et Consignations, 2002.

doute dans le prolongement de la précédente correction. Mais elle a une portée plus large, puisqu'elle touche pratiquement tous les secteurs d'activité. Elle bouscule par conséquent une convention boursière dont l'enracinement est plus profond.

L'accent mis sur l'engouement et le désenchantement suscités tour à tour par les valeurs technologiques ne doit pas faire perdre de vue un aspect essentiel du rôle joué par une convention financière. En effet, le fait d'admettre que l'évaluation conventionnelle du rendement des actifs repose sur une base précaire et, par suite, changeante ne signifie pas que cette convention ne soit pas susceptible de durer sur un long laps de temps. Bien au contraire, affirme Keynes, la force d'une convention financière est de fournir à l'investisseur un sentiment de sécurité qui le conforte dans la conviction du bien-fondé de ses choix, tant qu'il n'a pas de raison de douter de la pérennité de la convention au regard des informations qu'il possède sur le proche avenir [1]. À dire vrai, les questions soulevées par la longévité d'une convention financière et son ancrage par rapport à la sphère réelle sont tout aussi importantes que celles qui ont trait à la formation d'une « bulle financière » et à son éclatement.

À cet égard, le modèle *EVA-MVA* fournit un éclairage utile pour comprendre les caractéristiques de la convention de rendement qui a dominé les marchés financiers aux États-Unis pendant toute la décennie des années quatre-vingt-dix. En effet, ce modèle se propose d'instaurer une relation étroite entre la valorisation boursière de l'entreprise et la recherche de performances économiques en termes de position monopolistique sur le marché. À ce titre, il n'est pas utilisé comme un simple moyen de mesure de l'évolution de la valeur de l'entreprise, conformément à la théorie standard, mais comme un instrument destiné à accroître sans cesse cette valeur, ce qui ne peut être obtenu qu'en sur-performant constamment les résultats attendus par le marché [2]. Autrement dit, à l'instar du fameux slogan des gestionnaires de fortune, il s'agit de « battre le marché » en réalisant un surprofit qui, par capitalisation, augmente parallèlement la valeur des actions de l'entreprise.

Comme on l'a vu plus haut, ce mécanisme est fondé sur une hiérarchie judicieuse entre trois taux de rendement. Le taux de rentabilité financier des fonds propres, le *ROE*, défini comme cible, en constitue l'élément déterminant. Il a pour fonction de tirer vers le haut le taux de rendement économique des capitaux engagés en l'écartant le plus possible du taux d'intérêt afin de

---

(1) J. M. Keynes, « La Théorie Générale », chapitre 12, p. 168, 1936.
(2) D. Baudru et F. Morin, 1999.

bénéficier au maximum de l'effet de levier. Ce dernier opérera un transfert de valeur d'autant plus important vers les actionnaires que l'entreprise aura réussi à atteindre un taux d'endettement élevé. Dans ces conditions, la convention financière d'un *ROE* à 15 % qui a prévalu sur les marchés boursiers doit être adossée à une convention bancaire qui repose sur un taux d'intérêt à moyen-long terme au plus bas, c'est-à-dire proche de son seuil plancher, situé vraisemblablement dans la période à près de 6 %. Cet agencement conventionnel est lui-même conditionné par un taux d'accroissement des profits sur longue période, qui représente l'ancrage réel de la convention financière et qui en assure la pérennité. En effet, lorsque le taux d'endettement de l'entreprise et le taux de redistribution des dividendes aux actionnaires sont tous deux fixés conformément à l'agencement conventionnel qui vient d'être décrit, le taux de croissance du profit net et, par suite, le taux croissance de l'entreprise elle-même sont l'un et l'autre fixés afin de maintenir l'entreprise sur un sentier de croissance stationnaire. En l'état du taux d'endettement et de distribution qui prévalent aux États-Unis actuellement, il est aisé de montrer que le taux de croissance des profits doit atteindre environ 8 % en valeur nominale pour un taux d'inflation inscrit dans une fourchette étroite de 2 à 3 %. Cette condition de croissance est indéniablement la plus difficile à réaliser et c'est par conséquent le fléchissement de la croissance des profits en longue période qui est susceptible de mettre en cause tout l'édifice conventionnel, notamment son élément central à savoir le *ROE* à 15 %.

Cet objectif pose toutefois un problème fondamental, lorsqu'il s'applique à toutes les entreprises simultanément, puisque l'extension d'une sur-performance généralisée à l'ensemble des entreprises est manifestement incompatible avec l'équilibre macroéconomique. Cela ne signifie pas qu'il ne peut pas être atteint soit durablement par un groupe particulier d'entreprises, soit de manière transitoire au cours d'une phase de mutation économique en profondeur. La seconde partie du rapport montrera que ce fut le cas aux États-Unis et, à moindre degré, en France au cours des années quatre-vingt-dix, mais que ces épisodes ne peuvent pas être assimilés à un régime de croissance permanent.

Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue que la tentative de créer de la valeur actionnariale repose au premier chef sur des anticipations de rendement à long terme des entreprises, et qu'il est pratiquement impossible de les vérifier *ex post*, comme il est impossible aussi de tester la pertinence de l'évaluation du coût moyen pondéré du capital. Dans ces conditions, l'existence d'un *ROE* à 15 % justifiant une hausse continue des cours boursiers peut se perpétuer en l'absence de toute création effective de valeur actionnariale, et refléter par conséquent une pure convention financière exprimant les convictions du marché. Si tel est le cas, il faut s'attendre à des déconvenues chez les opérateurs

financiers, susceptibles de provoquer des révisions des taux de rendement escomptés des actions qui risquent de déstabiliser avec force les marchés financiers.

2. Valorisation boursière et risque de marché

En dépit des réserves émises sur le degré de généralisation des nouvelles normes de gestion et sur la capacité de définir des indicateurs pertinents de suivi, la validité du modèle *EVA-MVA* semble étayée par les performances boursières de la dernière décennie. Si les nouvelles formes de gestion devaient être appréciées non en fonction des moyens financiers que l'entreprise mobilise ou des objectifs intermédiaires qu'elle cherche à atteindre, mais en fonction de la réalisation de son objectif final, force est de constater que les marchés boursiers ont bien produit une valorisation de l'entreprise excédant nettement la valeur de ses capitaux engagés.

Ce simple constat a conforté les directions d'entreprises et les opérateurs financiers dans leurs stratégies respectives. Mais il ne lève pas tous les doutes que l'on peut éprouver sur la pérennité des niveaux de valorisation actuels, même après la sévère correction de juillet 2002. Par ailleurs, la conformité du comportement du marché par rapport aux attentes d'un modèle ne dit rien sur la pertinence intrinsèque de ce modèle, si l'on admet la force auto-réalisatrice des conventions financières qui a été signalée plus haut. Selon le même ordre d'idées, on peut douter du caractère inéluctable et mécanique de la mise en œuvre de forces de rappel sur les valeurs fondamentales des actifs, lorsque le marché apparaît survalorisé, si l'on admet que celles-ci n'existent pas en soi, c'est-à-dire en dehors de l'opinion moyenne des opérateurs financiers sur le taux de rendement du capital à long terme. Or, ces conventions de rendement peuvent être mises en cause de façon inattendue, surtout lorsqu'elles ne reposent plus sur la conviction d'une convergence d'intérêt et d'un partage équitable des risques entre directions d'entreprise, banquiers et opérateurs financiers. En l'occurrence, les difficultés engendrées par la sur-performance généralisée que l'on vient d'évoquer peuvent provoquer des déconvenues en chaîne et, à ce titre, elles constituent la principale source de risque de marché.

2.1. Création de valeur actionnariale et envolée des cours boursiers

Le comportement du marché boursier peut être étudié en utilisant trois ratios de base :

- le taux de rendement des actions, le *TSR* « *Total Share Return* », qui rapporte la somme du dividende perçu et de la variation de la valeur de l'action à son cours ;

- le *PER* « *Price Earning Ratio* » qui rapporte le résultat net de l'entreprise par action à son cours ;

- le *PTB* « *Price-to-Book* » qui rapporte la valeur de marché des fonds propres à leur valeur comptable.

Le premier ratio permet de mettre en relief le caractère exceptionnel des rendements réalisés sur les marchés boursiers aux États-Unis comme en France pendant les deux dernières décennies par rapport aux deux décennies précédentes ; les deux autres ratios permettent de montrer la déformation du prix relatif des actifs financiers par rapport aux actifs réels.

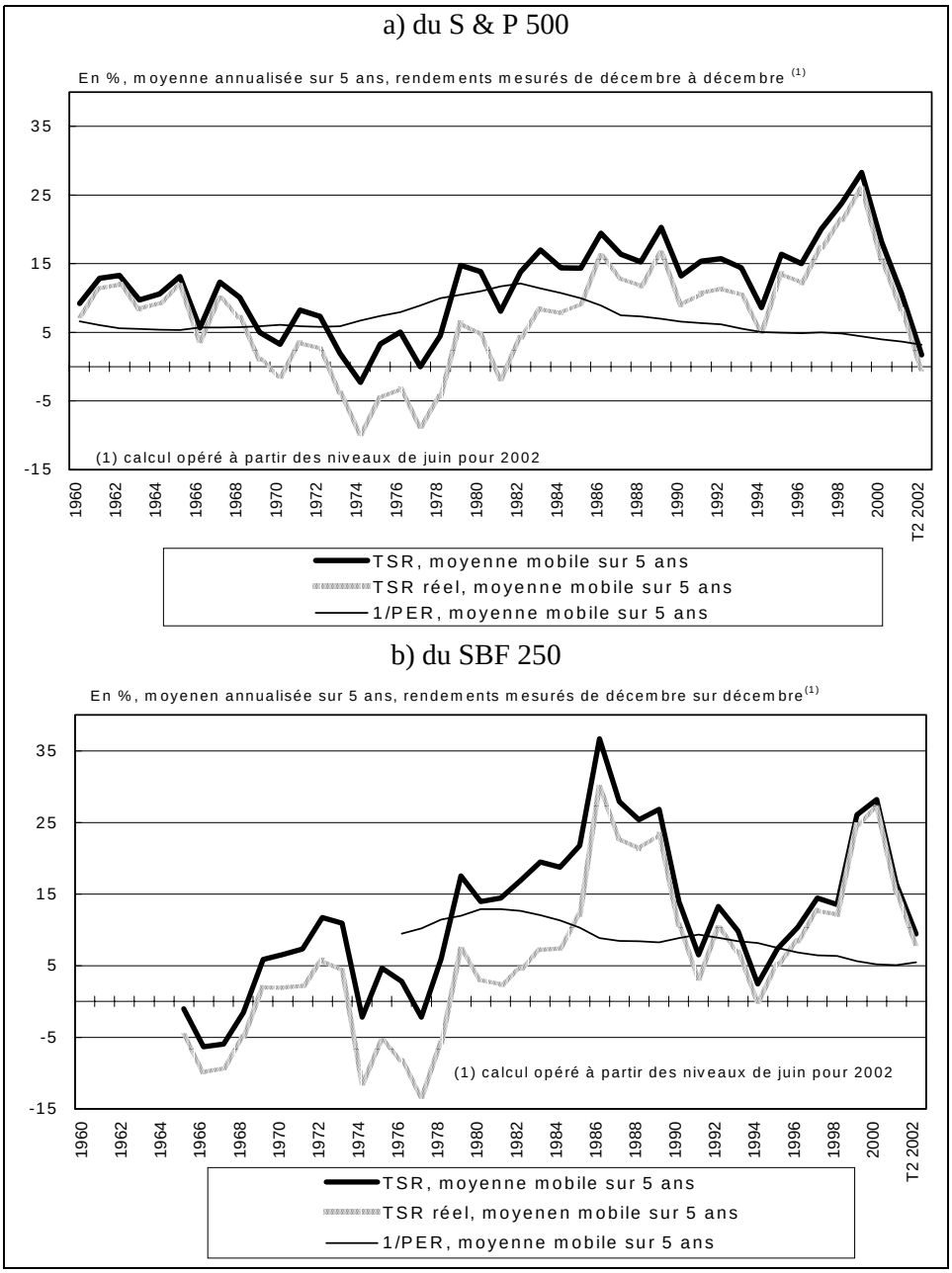
Le rendement exceptionnel des actions de 1983 à 2002

Les États-Unis et la France ont traversé près de deux décennies avec un rendement moyen des actions proche de 15 % par an sur les marchés boursiers [1] (graphiques 1a et 1b et tableaux 4a et 4b). Aux États-Unis, cette euphorie boursière a atteint son apogée dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix avec des performances sur 5 ans voisines de 25 %. En France, le rendement est plus heurté étant donné la profondeur et la durée de la récession dans la première moitié de la décennie quatre-vingt-dix. Les corrections récentes à la baisse atténuent la tendance constatée sur 20 ans, mais elles ne lui retirent pas pour autant son caractère exceptionnel par rapport aux deux décennies antérieures.

---

(1) Entre la fin 1979 (où la Bourse est sinistrée par l'inflation) et la fin 1999 (où les cours sont à leur apogée), les cours sont multipliés par 13,6 aux États-Unis, tandis que le produit intérieur brut en valeur est multiplié par 3,6. Sur la même période en France, ces taux atteignent respectivement 13,4 et 3,4.

Graphique 1
***TSR* et inverse du *PER* sur 5 ans**



Source : Datastream

Tableau 4 a
Rendement des actions aux États-Unis

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993-mars 2000 (1)	1993-juillet 2002 (2)
Plus-values/cours (S & P 500)	6,5	1,8	12,0	18,6	7,9
Dividendes/cours	3,3	4,8	4,2	2,4	2,1
Rendement total (TSR)	**9,8**	**6,6**	**16,2**	**21,0**	**10,0**

Tableau 4 b
Rendement des actions en France

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993-mars 2000 (1)	1993-juillet 2002 (2)
Plus-values CAC 40	Nc	Nc	17,8	18,3	6,4
Croissance SBF 250	- 0,6	1,3	16,3	18,9	7,5
Dividendes /cours$_{t-1}$	Nc	5,3	4,2	3,2	3,0
Rendement total (TSR)	**Nc**	**6,7**	**20,5**	**22,1**	**10,4**

Note : Sur l'intervalle 1963-1972 par exemple la tendance est calculée de fin décembre 1962 à fin décembre 1972.

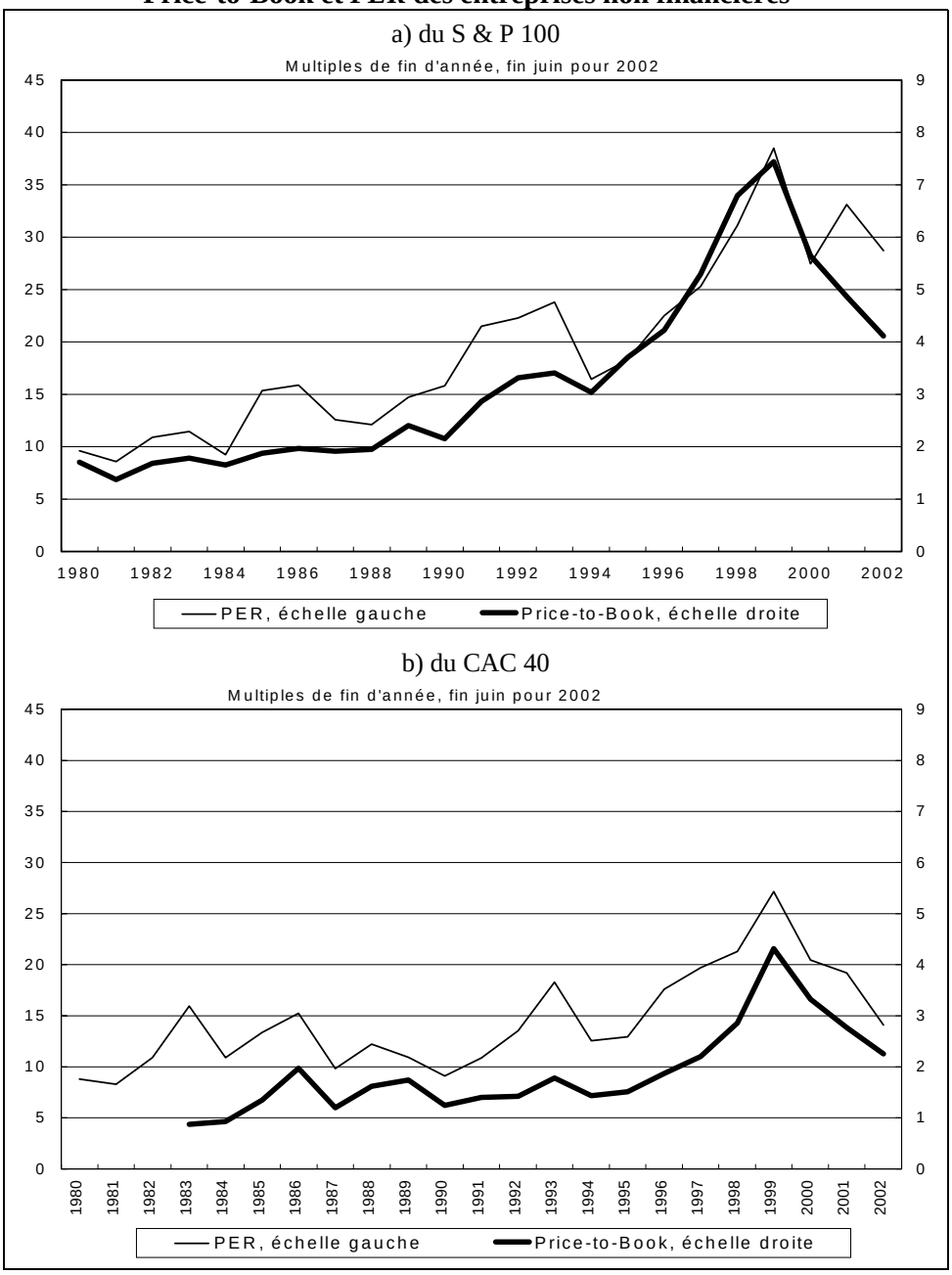
(1) Tendance calculée jusqu'au point de plafonnement des cours, au sommet de la « bulle technologique ».

(2) Tendance calculée jusqu'au dernier point bas connu (fin juillet).

Source : Datastream

Comme le montrent les graphiques 2 a et 2 b, la hausse des cours boursiers depuis la fin des années soixante-dix a provoqué une déconnexion de la progression de la capitalisation boursière des entreprises cotées par rapport à la croissance de leurs profits d'une part, et par rapport à l'augmentation des capitaux propres inscrits dans leurs bilans d'autre part. Les hausses qui affectent parallèlement les *PER* et les *Price-to-Book*, rapportant respectivement la capitalisation boursière des entreprises à leurs résultats nets et à leurs capitaux propres comptables, ont atteint des proportions considérables. Alors que la capitalisation boursière représentait environ 10 à 15 fois les profits courants et 1 à 2 fois la valeur des fonds propres au cours des années quatre-vingt, en France comme aux États-Unis, au cours des cinq dernières années écoulées, ces deux ratios se situent respectivement dans une fourchette de 30 à 35 et de 5 à 7 outre-Atlantique, de 20 à 25 et de 2,5 à 4 dans l'Hexagone.

Graphique 2
Price-to-Book et *PER* des entreprises non financières



Sources : Datastream, calculs SEFI

La rupture dans l'évolution des prix relatifs des actifs financiers par rapport aux actifs réels sur longue période

La hausse des *PER* et des *Price-to-Book* au-dessus de leurs niveaux moyens à long terme depuis le début des années quatre-vingt-dix est à l'origine d'une inquiétude grandissante sur le caractère spéculatif de la progression des cours boursiers. Par ailleurs, elle jette un sérieux doute sur la création de valeur actionnariale, puisque celle-ci est sensée être estimée au regard de la valeur fondamentale des capitaux propres des entreprises, issue d'un calcul d'actualisation rigoureux, et non à l'aune des cours boursiers constatés à une date donnée. Si ces derniers s'éloignent durablement de la valeur fondamentale des capitaux propres, les plus-values boursières enregistrées avec la hausse de cours ne reflètent plus une création de valeur actionnariale fondée sur le fait que la rentabilité du capital d'exploitation s'écarte du coût moyen du capital, mais elles indiquent la formation d'une « bulle financière » qui ne manquera pas de provoquer de fortes turbulences au moment de son éclatement.

Au tournant des années quatre-vingt-dix et deux mille, les indicateurs de rendements comme le « *dividend yield* » (dividendes / cours) ou comme l'inverse du *PER* (profits / cours) ont atteint des minima historiques qui sont très éloignés de la plage de variation que suppose leur écart-type en longue période (graphique 3). Ce constat est bien connu et il concerne les principaux pays de l'OCDE (tableau 5).

Tableau 5
Indicateurs d'évaluation des actions de 1973 à 2000

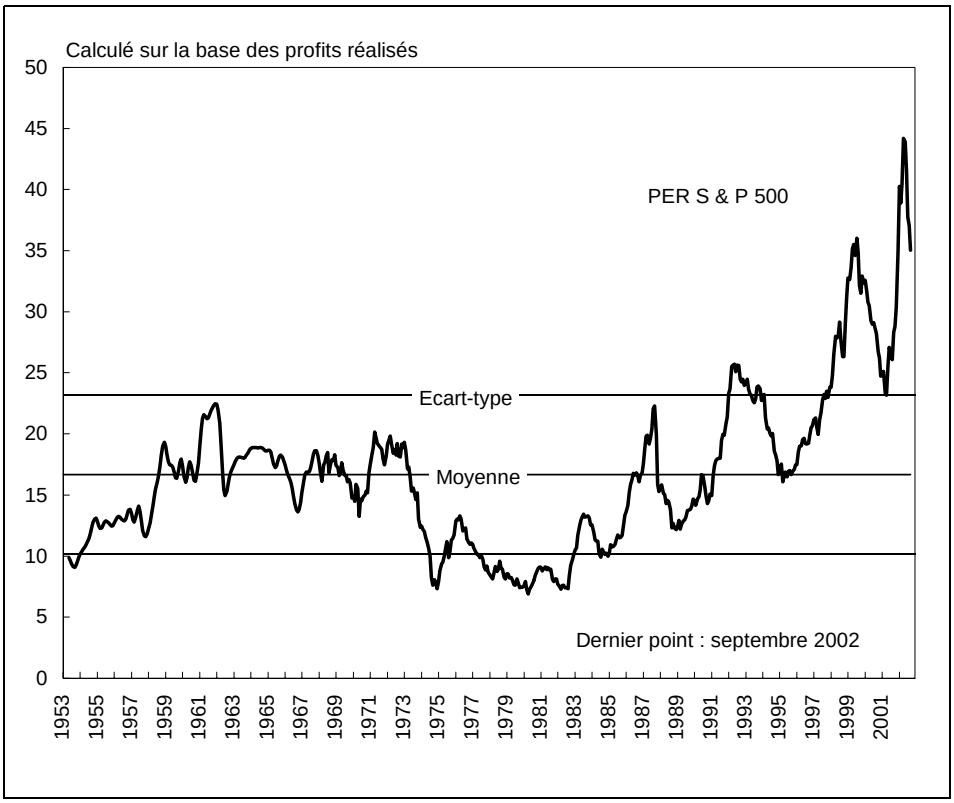
	Taux de rendement (div./cours)			Ratio cours/bénéfices (*PER*)			
	Moyen	Min.	Date	Moyen	Sept. 87*	Max.	Date
États-Unis	3,6	1,1	12/1999	15,6	22,3	36,4	07/1999
France	4,0	1,6	03/2000	12,5	13,2	30,4	05/1973
Allemagne	2,7	1,1	02/2000	13,5	14,7	27,4	01/2000
Italie	2,8	1,0	05/1981	18,3	14,7	36,0	03/2000
Royaume-Uni	4,7	2,1	03/2000	13,4	15,8	28,6	01/2000
Pays-Bas	4,6	1,7	01/2000	11,6	14,5	31,9	01/2000
Japon	1,3	0,4	01/1990	38,8	69,5	85,2	02/2000
Canada	3,3	1,1	03/2000	12,8	19,5	42,5	11/1999

** Niveaux atteints à la veille du krach boursier de 1987*
Source : BRI, 70e rapport annuel, 1er avril 1999 - 31 mars 2000, p. 115

Il est à l'origine d'une abondante littérature sur les risques de surévaluation de cours, puisque l'on sait, par expérience, que sur longue période les deux ratios

mentionnés ci-dessus sont toujours revenus à un niveau normal par le biais d'une baisse de cours et non par l'intermédiaire d'une hausse des dividendes distribués ou des profits réalisés (J. Y. Campbell et R. E. Shiller, 1998). La longueur des séries américaines du S & P 500 fournit un recul temporel qui permet de mettre en relief l'anomalie historique que constitue le niveau atteint par les *PER* à la fin des années quatre-vingt-dix. Parallèlement le « *dividend yield* » est descendu, quant à lui, à son niveau le plus bas depuis 1872, date d'origine de la série.

Graphique 3
***PER* moyen du S & P 500 sur longue période**

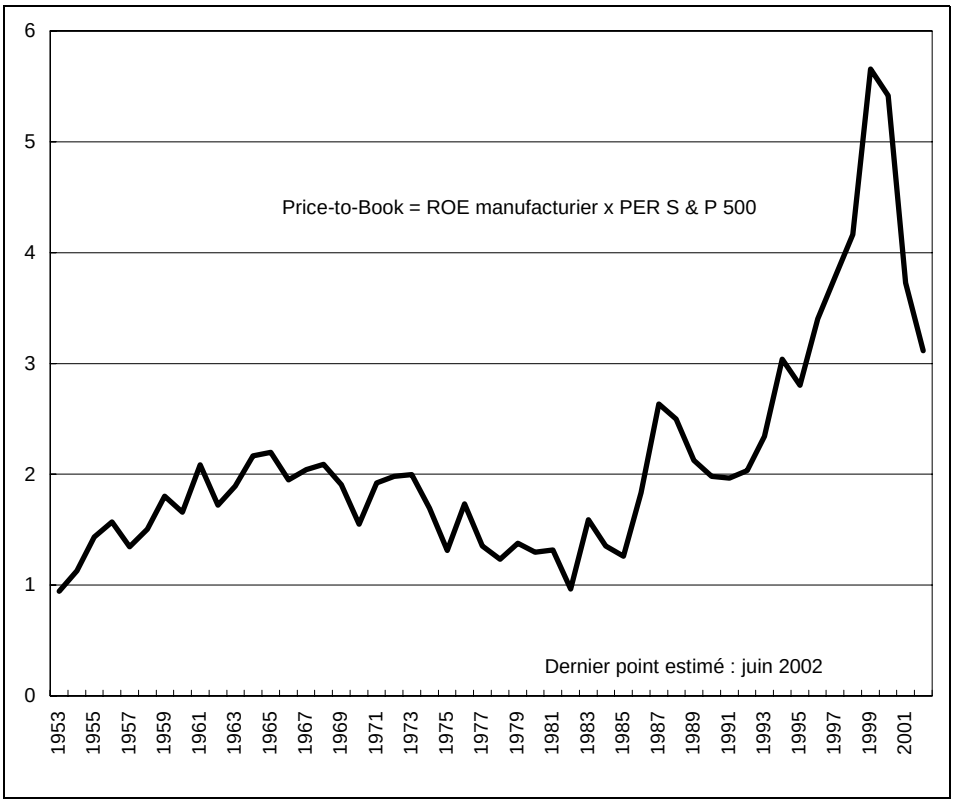


Source : Datastream

On retrouve les mêmes observations et, par suite, les mêmes enseignements, lorsque l'on s'intéresse à l'évolution du *Price-to-Book* sur longue période aux États-Unis. Comme dans le cas du *PER*, seule une déviation importante et durable à la hausse par rapport à sa valeur moyenne sur très longue période indique l'existence éventuelle d'un problème de surévaluation. Il convient de noter que

les fonds propres sont évalués sur la base d'immobilisations à leurs coûts historiques. Mais, le rapport entre prix de remplacement et prix historiques n'est rien d'autre qu'un rapport entre les prix courants et une moyenne mobile des prix passés sur une durée voisine de 12 ans (compte tenu de la durée de vie moyenne du capital). Ce biais n'est pas susceptible de créer un facteur tendanciel de hausse, encore moins lorsque le prix des biens d'équipement est stable comme récemment. Une évaluation sur près de 40 ans du *Price-to-Book* peut être déduite des données de profits et de capitaux propres, issues des comptes des entreprises manufacturières américaines, en faisant l'hypothèse que leurs *PER* sont proches du *PER* correspondant à l'indice général.

Graphique 4
Estimation sur longue période du Price-to-Book des entreprises manufacturières américaines

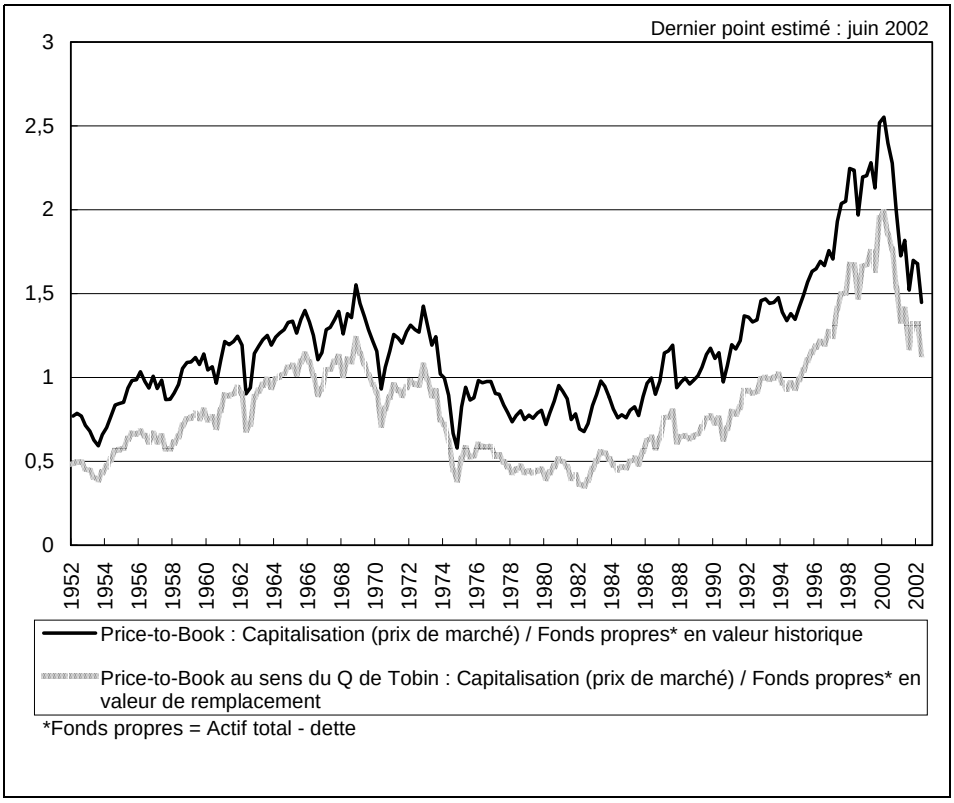


Sources : Datastream, Department of Commerce, calculs SEFI

Comme pour le *PER*, et par seule référence aux propriétés variancielles de long terme, le *Price-to Book* atteint un niveau très atypique au fil des années quatre-

vingt-dix (graphique 4). À croissance, taux d'intérêt et inflation similaires, les écarts de valorisation étaient bien moindres dans les années soixante.

Graphique 5
Price-to-Book des sociétés non financières américaines en comptabilité nationale (*Flow of Funds*)



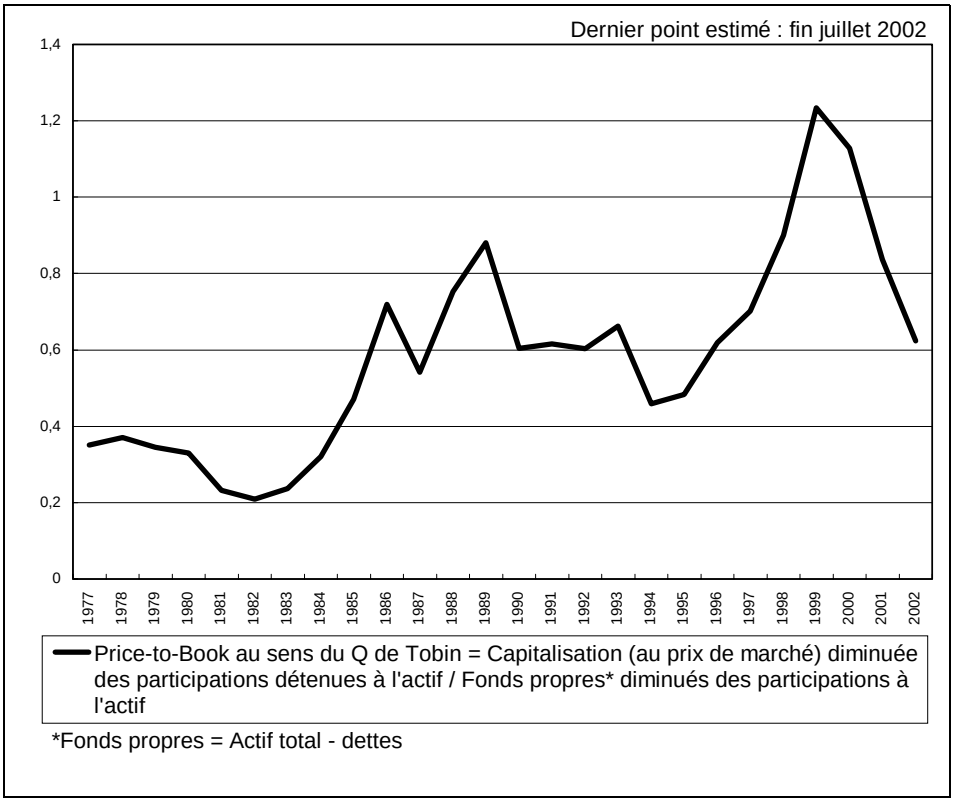
Sources : FoF, calculs SEFI

En dépit d'ordres de grandeur très différents, l'évolution du *Price-to-Book* en comptabilité nationale est assez proche de son évolution en comptabilité privée. Mais son fondement est économiquement plus fondé dans le premier cas que dans le second, puisque la comptabilité nationale se réfère à des prix de remplacement du capital. La capitalisation boursière des entreprises a crû beaucoup plus vite que la valeur des fonds propres eux-mêmes évalués sur la base des prix de marché des immobilisations et de la dette (graphique 5). En d'autres termes, la valeur de liquidation des firmes, une fois les dettes remboursées, est très en deçà de la capitalisation boursière. Ce calcul se

rapproche de la mesure la plus courante du *Q de Tobin* moyen au plan empirique.

Le même calcul peut être mené très sommairement dans le cas français sur la base des comptes de patrimoine (avec quelques retraitements, en retranchant notamment du numérateur et du dénominateur les participations détenues à l'actif). La hausse particulière du ratio durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix apparaît clairement, mais les niveaux atteints ne peuvent être comparés à ceux des années soixante faute de séries suffisamment longues (graphique 6).

Graphique 6
***Price-to-Book* en comptabilité nationale française**



Sources : INSEE, calculs SEFI

2.2. Les facteurs de hausse des cours boursiers

Les évolutions du rendement des actions et du prix relatif des actifs financiers par rapport aux actifs réels aux États-Unis et en France (et plus généralement en Europe) ont été justifiées tantôt par l'avènement de la « nouvelle économie », tantôt par la formation d'une « bulle spéculative ». Que la valorisation ait pour fondement une efficacité accrue du capital ou qu'elle soit le fruit d'une pure exubérance, les termes de ces deux positions polaires sont tout entier contenus dans l'indicateur des *Price-to-Book*. Ces derniers montrent que, conformément aux prédictions du modèle *EVA-MVA*, la capitalisation boursière est valorisée par les marchés bien au-delà de la valeur historique des capitaux investis dans les entreprises.

Avant de qualifier les écarts de valeur d'atypiques et de considérer qu'ils risquent de subir un ajustement drastique dans le futur, il convient de les jauger au regard des chocs qui sont susceptibles de les affecter temporairement ou définitivement (encadré 4).

Encadré 4
La référence au modèle de Gordon-Shapiro

La principale grille d'évaluation des cours boursiers et d'interprétation des ratios techniques de type *PER* ou *dividend yield* est fournie par les modèles d'actualisation et par les formules qui en découlent sous certaines conditions simplificatrices.

La formule de Gordon-Shapiro demeure malgré ses limites une des références essentielles d'analyse des cours boursiers, aussi bien pour les approches macroéconomiques que pour l'analyse financière de l'entreprise.

La valeur d'une action V, en période initiale vaut la somme anticipée des dividendes actualisés au taux (r). On retient la simplification habituelle de croissance constante des dividendes (au moins au-delà d'un certain horizon) au taux g de telle sorte que, à condition que $g < r$, on peut écrire que la valeur de l'action V en période initiale est de :

$V_0 = \frac{div_{t=1}}{(r-g)}$ ou que la rentabilité pour l'actionnaire est égale à : $r = \frac{div_{t=1}}{V_0} + g$

en posant $r = i + \Pi$ ou i est le taux des obligations d'État à 10 ans et Π la prime de risque spécifique exigée sur les actions.

En pratique elle est mise en œuvre pour évaluer la valeur à terme des actions à un horizon de 5 ans ou plus au-delà duquel il est impossible de faire des prévisions argumentées :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=5} \frac{div_t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^5} \times \frac{div_{t=6}}{(r-g)}$$

La formule peut se décliner de multiples manières selon les variables exogènes et endogènes que l'on se fixe :

(1) Div/V = i + Π – g

(2) 1/PER = profits/V = profits / (div/(r – g)) = (1/ taux de distribution) x (i + Π – g)

~ 1/0,4 x (i + Π – g)

(3) Π = div/V – i + g

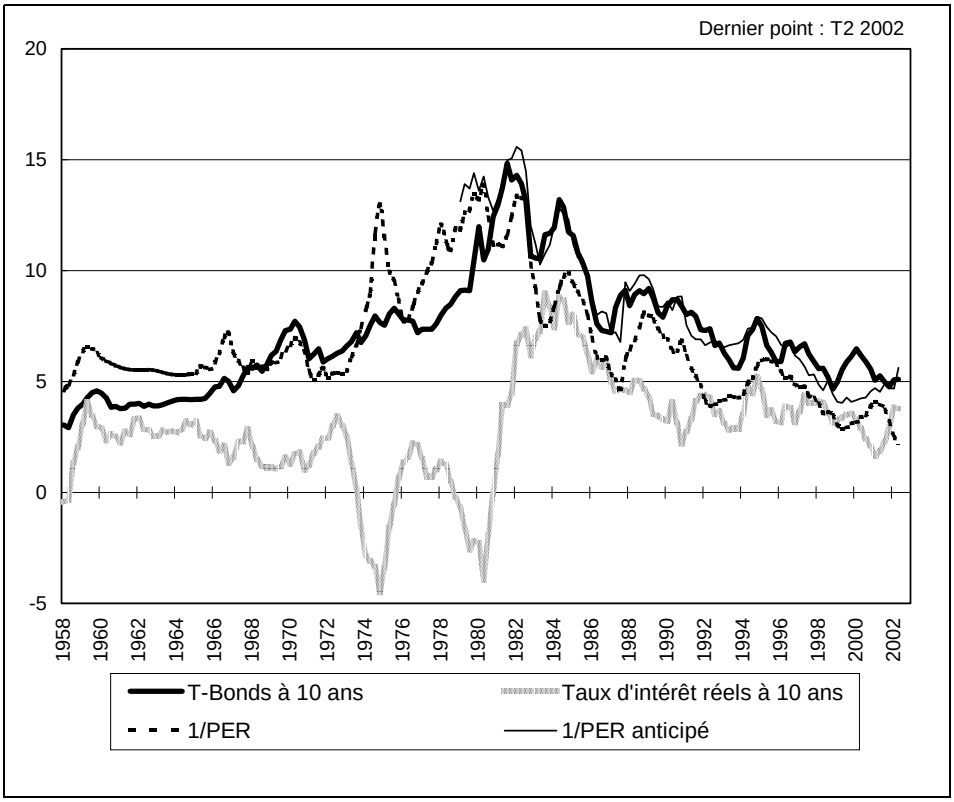
(4) g anticipé = i + Π – div/V

La baisse des taux d'intérêt et la désinflation

Parmi les facteurs de hausse des cours boursiers, la décrue des taux d'intérêt apparaît sans conteste comme celui ayant eu la plus forte influence pendant les deux dernières décennies (graphique 7). Le rendement des titres sans risque a en effet nettement baissé à partir du milieu des années quatre-vingt. Dans la plupart des estimations économétriques, elle explique à elle seule l'essentiel de la hausse des cours observée durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix (A. Brender et F. Pisani, 2001 ; E. Yardeni, 1997 ; F. Pochon, 2001).

Aux États-Unis, la similitude entre l'inverse du *PER* (calculé sur la base des profits anticipés à un an) et le taux d'intérêt nominal à 10 ans des obligations d'État permet de spécifier une relation d'égalité entre ces deux grandeurs, qui semble jouer un rôle déterminant dans la formation des cours boursiers (cours = profits anticipés / taux d'intérêt à long terme). Cette égalité n'est pas strictement conforme à la théorie, puisque cette dernière suggère que l'inverse du *PER* devrait plutôt se rapprocher du taux d'intérêt réel à une prime de risque près. Elle est cependant lourde d'implications en ce qui concerne la relation des cours aux taux d'intérêt et à l'inflation.

Graphique 7
Taux d'intérêt nominal, réel et inverse du *PER* aux États-Unis



Sources : Réserve Fédérale, Datastream

Cette relation d'égalité s'est particulièrement renforcée depuis le début des années quatre-vingt. Le rapport des profits anticipés à un an au taux d'intérêt à 10 ans constitue ainsi un bon « estimateur » de la valeur du S & P 500 (graphique 8). Ce pouvoir prédictif n'a été réellement démenti qu'entre 1998 et 2000, en pleine « bulle » des valeurs technologiques et alors que les marchés considéraient la hausse des taux longs comme transitoire. La correction qui a suivi a ramené l'indice à un niveau conforme aux attentes de cette relation. De fait, la croissance ou la décroissance des taux d'intérêt constituent avant toute chose une information sur l'accélération ou la décélération de l'inflation anticipée à long terme, qui exerce une action déterminante sur la variation des cours. En effet :

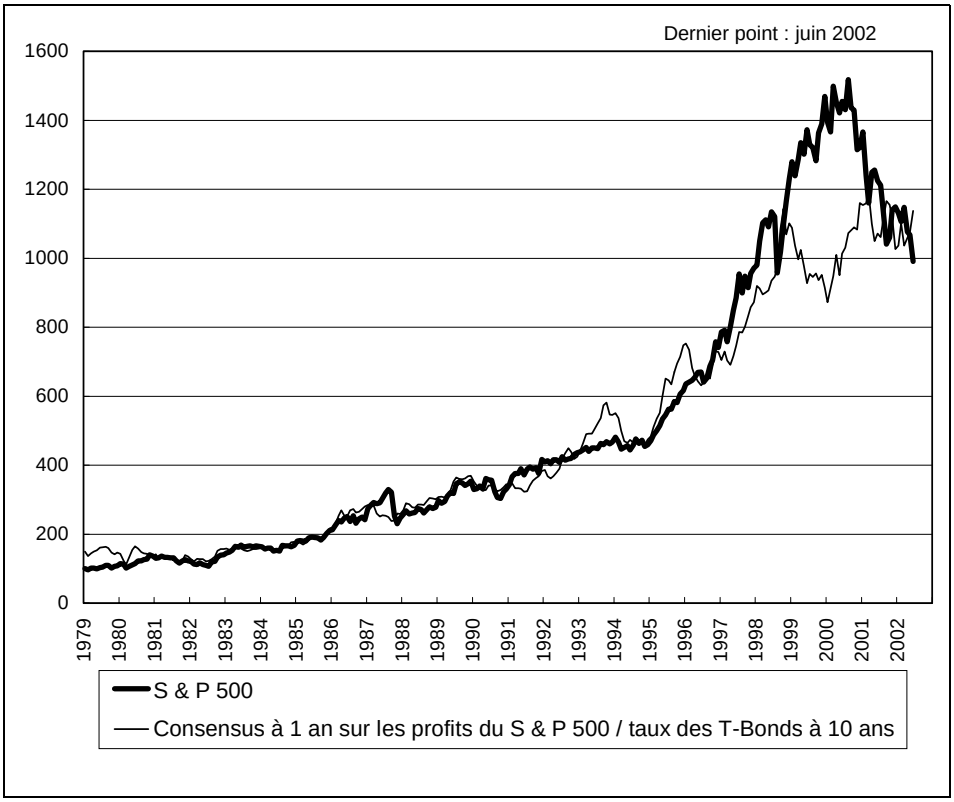
(1) 1/*PER* = profit par action/cours boursier = taux d'intérêt nominal
On en déduit :

(2) Cours boursier = profit par action / taux d'intérêt nominal
Exprimée en variation, cette relation devient :

(3) Taux de croissance des cours boursiers = taux de croissance des profits – taux de croissance des taux d'intérêt

Autrement dit, les variations de cours restituent massivement l'évolution des taux d'intérêt qui prévaut selon les périodes et, à travers ces derniers, l'accélération de l'inflation anticipée à long terme. Dans la mesure où la « nouvelle économie » est souvent parée de vertus particulières en matière de faible inflation et, par suite, de disparition des cycles d'activité, la valorisation boursière qui est imputable à la désinflation a souvent été reliée au thème du nouveau régime de croissance.

Graphique 8
S & P 500 et profits anticipés / taux d'intérêt d'État à 10 ans



Sources : Réserve Fédérale, Datastream

La baisse des primes de risque

Nous avons déjà évoqué plus haut la fragilité des évaluations des primes de risque, que ces dernières soient mesurées *ex post* ou *ex ante*. À cet égard, il importe de souligner que le surcroît de rendement des actions ne peut plus être assimilé à la rémunération d'un risque lorsque les marchés ne sont plus considérés comme efficients. Il convient donc d'employer le concept de prime de risque avec une grande prudence, surtout si l'on songe à la forte disparité des évaluations et à leur extrême sensibilité vis-à-vis des modèles de référence, et vis-à-vis des prévisions de profit ou de dividendes qui les alimentent. L'idée d'une baisse de la prime de risque exigée par le marché au cours des années quatre-vingt ou quatre-vingt-dix a d'ailleurs autant de partisans (J. Siegel, 1999 ; J. K. Glassman and K. A. Hasset, 1999 ; B. Malkiel, 1996) que de détracteurs (J. Y. Campbell et R. E. Shiller, 1998 ; J. Heaton et D. Lucas, 1999). Il serait donc vain de vouloir trancher le débat en s'appuyant sur des références académiques.

Ce débat, quelle qu'en soit l'issue, témoigne du fait que les niveaux des cours actuels ou des *PER* apparaissent comme une anomalie au regard de leurs déterminants de long terme. En se référant aux modèles les plus simples et en admettant le rôle primordial de la décrue des taux d'intérêt, il reste surprenant *a priori* que les *PER* et *dividend yield* récents se soient autant éloignés des niveaux qui prévalaient au cœur des années soixante, période de forte croissance potentielle, de faibles taux d'intérêt réels et de faible inflation. Toute régression sur longue période doit admettre un changement de constante du modèle au tournant des années soixante-dix et quatre-vingt. Aussi la question posée peut-elle être formulée de la façon suivante : pourquoi à croissance et à taux d'intérêt similaires, voir plus favorables, les actions étaient-elles relativement moins valorisées dans le passé ?

Si l'on procède à quelques calculs sommaires, les termes de la discussion apparaissent clairement. Deux hypothèses contradictoires peuvent être envisagées.

En premier lieu, si l'on fait l'hypothèse que les primes de risque sont aujourd'hui voisines de leur niveau historique (6 %, selon le consensus académique), dans un contexte où les taux réels sont centrés sur 3 %, cela signifie que les niveaux atteints par le rapport entre dividendes et cours, de l'ordre de 1 %, sous-tendent une croissance réelle anticipée des profits (et donc de l'économie à partage de la valeur ajoutée constant), de l'ordre de 8 % (g anticipé = i réel + prime – dividendes / cours = 3 + 6 – 1). Ceci suppose une inflexion considérable de la croissance potentielle et un propos très argumenté

sur le changement de régime concernant le progrès technique. Selon la BRI (1999), les niveaux de *PER* atteints à la fin de la décennie quatre-vingt-dix, à prime de risque inchangée sur longue période, impliquaient en effet implicitement des taux de croissance réelle anticipés des bénéfices par action voisins de 7 à 9 % (tableau 6).

Tableau 6
Dividende réel et bénéfices réels par action (corrigés par IPC)

	Dividendes réels	Bénéfices réels par action		Hausse future implicite des bénéfices (1)
	Taux moyen de variation par année			
	1980-1998	1980-1998	*Par rapport au minimum précédent*	
États-Unis	1,6	1,6	8,6	8,3
Japon	0,0	-2,1	-	7,0
Allemagne	4,5	5,2	8,8	8,3
France	2,7	2,7	7,1	7,9
Italie	6,0	-0,2	7,6	7,5
Royaume-Uni	3,3	1,4	5,3	6,6
Canada	-2,3	-5,6	2,7	9,3

(1) Taux permanent de hausse annuelle attendue des bénéfices ressortant implicitement du ratio cours sur bénéfice de mars 1999 et du taux d'intérêt réel à long terme, en supposant une prime de risque sur actions de 5 %.

Source : BRI, rapport annuel 1999

En second lieu, si l'on admet en revanche une baisse de la prime de risque sur les actions (J. K. Glassman et K. A. Hasset, 1999). Durant les années soixante, les *PER* américains étaient centrés sur 15 environ. En considérant que ces *PER* se sont formés dans un contexte d'une prime de risque de marché de l'ordre de 6 % et que la prime a décru de 3 points depuis cette date, les *PER* qui en résulteraient à croissance et à taux sans risque identique seraient de 27, ce niveau étant beaucoup plus conforme à ceux d'aujourd'hui. Cette interprétation a été soutenue par exemple par G. Maarek dans ses commentaires au rapport du CAE « *Architecture financière internationale* » : « *Une prime de risque de 3 %, c'est peu au regard des années soixante et soixante-dix. Mais le contexte a radicalement changé. Dans les années soixante-dix, les chocs pétroliers avaient pesé sur la rentabilité des entreprises. Les opérateurs étaient victimes d'une illusion nominaliste sur les taux d'intérêt à long terme. Le contexte était moins favorable à la culture d'entreprise* ».

L'hypothèse d'une baisse permanente des primes de risque durant la première moitié de la décennie quatre-vingt-dix est essentielle pour valider dans ses grandes lignes la valeur actuelle des cours de Bourse (tableau 7). Admettre ou non une baisse permanente des primes de risque conditionne donc très largement le regard que l'on porte sur la valeur aujourd'hui. Les arguments qui plaident en faveur de cette thèse sont multiples et paraissent assez robustes :

- surévaluation passée des primes (renvoyant au thème ancien de l'« énigme de la prime de risque » et de l'illusion nominale) ;

- intermédiation collective élargie et donc gestion mutualisée des risques par les investisseurs institutionnels ;

- liquidité et profondeur accrue des marchés (baisse induite des coûts de transactions).

Admettre la baisse du coût du capital consécutive à une baisse conjointe des taux sans risque et des primes de marché a le mérite en outre d'expliquer :

- des *TSR ex post,* (dividendes + plus-values) / cours, particulièrement élevés durant la phase transitoire de baisse ;

- de nouveaux paliers plus élevés de façon permanente pour le *PER* ;

- une hausse transitoire du *Q de Tobin* compte tenu des vitesses d'ajustement différenciées du numérateur et du dénominateur.

Tableau 7
Fondamentaux macroéconomiques de la formation des cours boursiers
- États-Unis -

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993-2002	1995-1999
PER	17,7	9,9	15,6	24,9	23,9
1/*PER*	5,7 %	10,1 %	6,4 %	4,0 %	4,2 %
D/V	3,2 %	4,7 %	3,7 %	1,9 %	1,8 %
Taux d'intérêt nominal à 10 ans	5,5 %	9,4 %	9,1 %	6,0 %	6,1 %
Taux d'intérêt réel (r) à 10 ans	2,0 %	0,7 %	5,3 %	3,5 %	3,7 %
Croissance nominale du PIB	8,1 %	9,9 %	6,9 %	5,3 %	5,7 %
Croissance réelle du PIB (g)	4,4 %	2,1 %	3,6 %	3,4 %	3,9 %
Π = D/V – r + g	5,5 %	6,2 %	2,0 %	1,8 %	2,1 %

Sources : BEA, Datastream

- France -

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993-2002	1995-1999
PER		10,7	11,6	17,0	16,8
1/*PER*		9,3 %	8,6 %	5,9 %	6,0 %
D/V		5,2 %	3,6 %	2,7 %	2,8 %
Taux d'intérêt nominal à 10 ans	6,3 %	11,1 %	10,0 %	6,0 %	5,8 %
Taux d'intérêt réel à 10 ans	1,8 %	0,1 %	6,0 %	4,4 %	4,5 %
Croissance nominale du PIB		14,0 %	6,4 %	3,4 %	3,4 %
Croissance réelle du PIB (g)	5,3 %	2,6 %	2,2 %	2,1 %	2,4 %
Π = D/V – r + g		7,7 %	– 0,3 %	0,4 %	0,7 %

Sources : INSEE, Datastream

Néanmoins en dépit des arguments de poids concernant l'organisation et la profondeur des marchés, l'idée d'une baisse structurelle de la prime de marché reste très controversée :

- Les marchés sont certes plus liquides, et les *spreads* à l'achat et à la vente se sont certes réduits, mais on ne vérifie pas une moindre volatilité des cours au plan statistique [1].

(1) L'écart-type du taux de croissance annuel des cours est du même ordre de grandeur entre 1963 et 1982 et 1983-2002.

- Un mauvais discernement sur le caractère transitoire et exceptionnel des rendements réalisables en période de décrue des taux d'intérêt peut avoir conduit à un excès de confiance sur les rendements futurs.

- La montée en puissance de la classe d'âge des 40-60 ans qui capitalisent pour leur retraite peut avoir contribué à doper la hausse des cours. Mais cette tension supposée entre l'offre et la demande de titres s'inversera avec le passage à la retraite des « baby-boomers » après 2005 (P. Artus, 2002).

- Dans le domaine des nouvelles technologies, l'hypothèse extrême d'une disparition de la prime de risque ne suffit pas à expliquer la hausse passée des cours (C. Boucher, D. Plihon, 2002).

- Enfin, le capital de confiance en matière de désinflation n'a jamais été aussi haut que durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Le thème de la disparition des cycles d'inflation inhérent à l'émergence de la nouvelle économie relève cependant encore du domaine de la prospective.

2.3. Les risques de surévaluation des actions par le marché

Si la baisse des taux d'intérêt et des primes de risque constitue, comme nous venons de le voir, de puissants facteurs explicatifs de la hausse des cours boursiers, elle n'annule pas pour autant, loin s'en faut, le risque d'une surévaluation des actions par le marché et, par suite, le risque d'une dépréciation de grande ampleur. La chute des cours depuis deux ans, particulièrement prononcée durant l'été 2002, atteste ce diagnostic, sauf à considérer que l'épisode actuel de correction est accidentel et transitoire. Pour mettre au jour les principales causes à l'origine de ce risque et jauger son importance, il convient donc de s'interroger plus fondamentalement sur la pérennité de la convention financière qui a prévalu dans les années quatre-vingt-dix en examinant la cohérence des calculs sur lesquels reposent les prévisions de rendement des opérateurs financiers. Selon cette perspective, trois constats essentiels méritent d'être discutés successivement :

- Les rendements élevés observés dans le passé récent ne sont pas transposables sur la très longue période.

- La création de valeur actionnariale repose sur des conditions tout à fait particulières qui en limitent la portée.

- Le principal facteur de fragilité susceptible de mettre en cause la convention de rendement qui a prévalu jusqu'à une date récente provient de l'hypothèse de croissance des profits qui la sous-tend.

Pour simplifier la discussion, nous focaliserons notre attention sur le comportement du marché boursier américain compte tenu de l'action directrice qu'il exerce sur les autres marchés.

Des rendements passés non extrapolables sur la longue période

De l'après-guerre jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix (1946-1996), le surcroît de rendement des actions par rapport aux obligations est estimé à un taux de 7 à 8 % aux États-Unis. Le rendement du S & P 500 a été de 9,5 % après inflation, celui du New York Stock Exchange de 9,1 %. Le rendement réel des obligations d'État à 10 ans a été sur la même période de 1,7 % (J. H. Cochrane, 1999).

La très longue période est en général évoquée pour minimiser le risque de détention d'un portefeuille diversifié en actions. En effet, au regard de la moyenne des rendements boursiers américains et de leur volatilité au cours des cinquante dernières années, il y a 95 % de chances pour que le rendement d'un portefeuille diversifié en actions batte de 3 à 13 points de pourcentage le rendement des obligations d'État sur 50 ans de détention. Mais de fait, dans la conjoncture actuelle, cette référence au passé nous place face à deux processus d'ajustement alternatifs, porteurs l'un comme l'autre d'un risque majeur :

- Si les rendements observés dans le long terme devaient être prolongés, il faudrait au préalable que les primes de risque remontent à leur niveau historique. Cette hypothèse suppose soit une forte dépréciation des cours, soit une très longue période de stagnation de la Bourse. Dans les deux cas, les *PER* et les *Price-to-Book* reviendraient à un niveau plus conforme à leur moyenne de longue période.

- Si, en revanche, le faible niveau actuel des primes de risque devait durer, cela reviendrait à admettre que le rendement attendu des actions à moyen terme est significativement inférieur à celui observé sur un passé récent.

Les termes de cette alternative sont incontournables. Ils peuvent être déclinés de plusieurs façons, mais en définitive ils se ramènent aux deux cas de figure assez tranchés que nous venons de poser.

1. La première hypothèse qui stipule le maintien des rendements boursiers sur leur tendance de long terme conditionne fortement le regard que l'on porte sur le niveau actuel des cours aux États-Unis et sur la force de rappel que les *PER* ou les *Price-to-Book* ne manqueront pas d'exercer à terme [1]. Pour que le rendement attendu revienne à son niveau historique, il faudrait au préalable que la prime de risque sur les actions s'aligne sur son niveau moyen antérieur. Cela suppose, toutes choses égales par ailleurs, [2] que les *PER* ou les *Price-to-Book* se rapprochent de leurs niveaux moyens de longue période. Dans un tel cas, les détenteurs de portefeuille en actions traverseraient une période de fortes turbulences prolongées. Le retour des ratios financiers à leurs niveaux de longue période induirait en effet mécaniquement une dépréciation de cours qui irait nettement au-delà des corrections observées à ce jour. Précisons cette évaluation.

a) Les corrections boursières à l'œuvre depuis 2 ans ne nous placent pas encore dans le cas de figure d'un alignement sur une tendance de très long terme puisqu'elles n'ont pas remis en cause le haut niveau des *PER* (voisin de 35 à la fin juillet 2002). Si les *PER* devaient jouer comme force de rappel, un retour à leur niveau historique (environ 15 ou 20 en se référant aux points hauts des années soixante) placerait l'indice S & P 500 dans une fourchette comprise entre 400 et 500 sur la base des résultats nets par actions observés en 2001. Si l'on suppose en revanche que les profits opèrent un net redressement et retrouvent rapidement leurs niveaux de pointe de l'année 2000, le maintien de l'indice à son niveau actuel (entre 800 et 900) ramènerait les *PER* sur leur valeur de longue période (tableau 8).

b) Si les *Price-to-Book* devaient jouer comme force de rappel, le retour à leur niveau historique (de 2 contre 3 à 4 à l'été 2002) supposerait une dépréciation supplémentaire des cours de 25 à 50 % au regard des niveaux de 800 et 900 qui prévalent au cœur de l'été, ou bien une stagnation de 7 à 15 ans avec une croissance nominale des fonds propres de 6 % par an. Le même raisonnement s'applique aux *Price-to-Book* mesurés par la comptabilité nationale sur la base des prix de remplacement. Cependant leur ajustement induirait une baisse moins prononcée du cours des actions (de 10

---

(1) Soit de manière active si les opérateurs venaient à modifier leurs multiples de référence, soit de manière passive à la suite d'un ajustement de cours.
(2) À taux d'intérêt sans risque et à rythme de croissance comparables à ceux des cinquante dernières années.

à 30 % selon que l'on se réfère à la moyenne historique ou aux points hauts des années soixante).

Tableau 8
Valeurs théoriques de l'indice S & P 500 selon différentes hypothèses de *PER*

		Niveau théorique du S & P 500 pour :			
		PER = 35 Fin juillet 2002	*PER* = 30 Niveau moyen en 2000	*PER*= 20 Niveau haut des années 1960	*PER* = 15 Niveau de longue période
Calculé sur la base : - des profits par action du S & P 500 en 2001 (niveau de récession)	25 $	875 (juillet 2002)	750	500	375
- des profits par action en 2000 (niveau maximal du dernier cycle)	50 $	1 750	1 500 (mars 2000)	1 000	750

Sources : S & P 500, calculs SEFI

2. La seconde hypothèse consiste à considérer que les cours boursiers ont rejoint leur niveau d'équilibre au milieu de l'année 2002, après l'éclatement de la « bulle » touchant successivement les valeurs technologiques, puis les valeurs traditionnelles, ce qui a ramené le S & P 500 à près de 900 points. Elle implique d'admettre par conséquent que la prime de risque sur les actions a structurellement baissé et, du même coup, que leurs rendements futurs seront nécessairement moindres que ceux qui ont été observés durant l'après-guerre. En d'autres termes, les rendements observés au cours des cinquante dernières années ne sont plus extrapolables à l'avenir qui s'ouvre. Pour une prime de risque de 2 à 4 %, les rendements attendus devraient logiquement revenir à 5 ou 6 % en termes réels [1]. À ce niveau, même après 50 ans de détention, la probabilité de sous-performer les rendements obligataires ne peut plus être envisagée comme une éventualité négligeable.

On aboutit à la même conclusion en considérant simplement que l'égalité qui s'est pratiquement établie depuis le début des années quatre-vingt entre l'inverse du *PER* et le taux des obligations d'État à 10 ans restera durable. C'est en effet une autre façon d'admettre l'hypothèse selon laquelle les faibles primes de risque d'aujourd'hui seront celles de demain. La baisse des taux d'intérêt,

(1) Avec une hypothèse de taux d'intérêt réels à long terme centrés sur 3 %.

dont le niveau a été divisé par trois entre son point le plus haut en 1981 (15 %) et son point le plus bas à la fin de l'année 2001 (5 %), a induit à elle seule un triplement des cours boursiers en 20 ans. Si l'on considère que les taux longs ont atteint un seuil plancher, la hausse des cours boursiers dans le futur ne peut provenir que de la croissance des profits. En supposant que celle-ci atteigne 3 % en termes réels et que le *dividend yield* reste dans une fourchette de 1 à 1,5 %, cela signifie que le taux de rendement réel des actions à long terme ne dépassera pas les 4 à 4,5 %.

Les deux scénarios alternatifs qui viennent d'être évoqués comportent des risques spécifiques à moyen terme pour les détenteurs d'actions, qui sont faciles à identifier :

1. Dans le premier cas, les niveaux atteints par les *PER* et les *Price-to-Book* s'interprètent comme le signe d'un déséquilibre transitoire. Certes, on peut imaginer *a priori* que ce déséquilibre se résorbe par une croissance exceptionnelle des profits, du capital productif et de la production dans son ensemble. Cependant, il suffit de relever que les secteurs traditionnels pèsent pour plus de 80 % dans la valeur ajoutée ou dans la capitalisation boursière correspondant à l'indice du S & P 500, pour réaliser qu'il serait tout à fait déraisonnable de prêter à l'ensemble des entreprises incluses dans cet indice un dynamisme comparable à celui des entreprises de croissance.

2. Dans le second cas, les niveaux atteints par les *PER* et les *Price-to-Book* sont compris comme le résultat d'une baisse de la prime de risque attendue par les opérateurs financiers. Les rendements à long terme seront alors sensiblement inférieurs à ce qu'ils ont été au cours des cinquante dernières années et, *a fortiori*, lors des deux dernières décennies. Selon ce constat, on ne peut manquer de s'interroger sur le comportement du marché boursier dans la phase transitoire au cours de laquelle les opérateurs financiers doivent intégrer dans leurs prévisions des taux de rendement réels proches de 5 % et non de 15 %, comme ils l'avaient fait jusqu'à une date récente. Dans un tel contexte, la prime de confiance dont a bénéficié le marché au cours des années quatre-vingt-dix risque de s'éroder. Dans ce cas, il faut s'attendre à des exigences plus élevées de *dividend yield*, puisque ce ratio mesure la composante certaine du rendement attendu des actions. Parallèlement, la croissance du résultat net des entreprises risque d'être bien en deçà de sa tendance de moyen terme, car le résultat net d'une entreprise est pour partie dépendant de ses performances boursières. En effet, la composante aléatoire du taux de rendement des actions est gonflée en période de hausse des cours par des plus-values de cession, alors qu'elle est, à l'inverse, amoindrie en période de baisse, parce que les entreprises sont

amenées à effectuer des provisions pour se couvrir contre des risques de perte en capital à l'actif [1].

L'évaluation des risques encourus par les titulaires de titres, tels que l'on peut les appréhender à la mi-2002, dépend en dernière analyse de l'appréciation que l'on porte sur la force de rappel que constituent les *PER* et les *Price-to-Book*. La lecture que nous proposons est bien entendu très sommaire, puisqu'elle repose sur une représentation très fruste des déterminations macroéconomiques des cours boursiers. Pour étayer la robustesse du raisonnement développé ici, il faudrait spécifier les mécanismes qui sont susceptibles d'écarter durablement les cours boursiers de leur trajectoire d'équilibre, et il serait nécessaire en outre de définir sur quel horizon temporel interviennent les mécanismes correcteurs. Cependant, les faits réunis ici sont suffisamment éloquents pour constituer une sérieuse mise en garde face aux menaces que fait peser la surévaluation des actions par le marché.

Les fondements conventionnels de la création de valeur actionnariale

Comme nous l'avons déjà souligné plus haut, les variables macroéconomiques représentent des instruments d'analyse rudimentaires, dont l'intérêt majeur est de fournir un cadrage concernant les problèmes posés par la montée de la finance de marché. Mais ils ne procurent aucune information sur le comportement des opérateurs financiers au plan microéconomique. Les deux approches sont difficiles à concilier, parce qu'elles reposent sur des appréciations différentes concernant les rendements et la croissance que les entreprises sont susceptibles de réaliser.

- En premier lieu, les analystes financiers se soucient assez peu de vérifier si leurs prévisions de rendement sont robustes ou non lorsqu'on les prend dans leur globalité. Le dilemme semble redoutable de prime abord, puisque, depuis le milieu des années quatre-vingt, leurs prévisions moyennes de croissance concernant le résultat par action sont systématiquement comprises entre 10 et 20 % sur un horizon de 5 ans, et entre 5 à 8 % au-delà de cet horizon. Bien que les rythmes de croissance après les 5 premières années soient ramenés à des taux beaucoup plus raisonnables qu'auparavant, ils restent encore très soutenus. Les profits anticipés ont par conséquent un profil coudé qui correspond, depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, à un régime permanent de croissance de 7 à 9 % en valeur nominale. Ce

(1) Ce facteur est aggravé par la nécessité de recapitaliser les fonds de retraite à prestation définie que les entreprises gèrent pour le compte de leurs salariés.

constat est vrai pour les États-Unis, comme pour la France. Les macro-économistes ont en revanche beaucoup de mal à admettre de telles performances. Ils pronostiquent rarement, quant à eux, des rythmes de croissance qui s'écartent durablement d'un taux proche de 2 à 3 % en termes réels, et de 5 à 6 % en terme nominal dans un contexte de faible inflation. Dans ces conditions, on ne peut manquer de s'interroger sur la distance qui sépare les prévisions de croissance élaborées par les analystes financiers de celles que les macro-économistes jugent raisonnables.

- En second lieu, les macro-économistes conçoivent l'existence d'un surprofit comme le signe d'un déséquilibre temporaire ou d'une distorsion dans le fonctionnement de l'économie, puisque, par définition, toutes les entreprises ne peuvent pas réaliser un surprofit en même temps. De leur point de vue, si le coût moyen pondéré du capital est correctement évalué, les entreprises envisagées dans leur globalité ne sont pas en mesure de créer de valeur actionnariale, sauf dans le cas où on assisterait à la mise en place d'un nouveau régime de croissance qui serait fondé soit sur une vague d'un intense progrès technique, soit sur une recomposition du partage de la valeur ajoutée au profit des détenteurs des actifs en capital. En revanche, les opérateurs financiers considèrent que les dirigeants d'entreprise doivent s'attacher à créer une différence durable entre le coût moyen pondéré du capital et la rentabilité économique des capitaux engagés. Dans ce cas, le coût des fonds propres qui tient compte de la prime de risque liée à la volatilité du cours des actions de l'entreprise considérée d'une part, et qui sert comme taux d'actualisation pour calculer sa valeur boursière d'autre part, n'est plus égal à la rentabilité financière que l'entreprise dégage. Or c'est cette différence de rendement qui est à l'origine de la création de valeur actionnariale, lorsqu'elle s'inscrit dans la durée. Pour fixer les idées, à la mi-2002 le rendement moyen attendu des fonds propres se situe aux États-Unis autour d'un taux de 9 à 10 %, qui résulte d'un taux d'intérêt moyen en vigueur à la même date de 6 %, majoré d'une prime de risque de l'ordre de 3 à 4 %. À ce niveau de rendement, les entreprises sont en mesure d'autofinancer une croissance nominale proche de 6 %, [1] ce qui est bien en deçà des objectifs que les opérateurs financiers leur assignent, puisque leurs prévisions de croissance sont fondées sur un taux moyen de 7 à 9 %, comme nous venons de le voir. Pour atteindre un tel objectif de croissance, il est nécessaire que les entreprises obtiennent une rentabilité financière nettement plus élevée que le coût de leurs fonds propres et qui correspond à un taux de 15 %, conformément aux attentes des opérateurs financiers.

---

(1) En faisant l'hypothèse standard d'un taux de rétention des résultats voisin de 60 %.

On peut résumer dans un tableau récapitulatif les ordres de grandeur des principales variables financières qui caractérisent les objectifs visés par les entreprises inclues dans l'indice S & P 500 à la fin des années quatre-vingt-dix (tableau 9 ci-dessous) :

Tableau 9
« Entreprise-type » du S & P 500 à la fin des années quatre-vingt-dix

Supposons une entreprise financée à 40 sur capitaux propres et à 60 par dette. Voici ce que seraient sa rentabilité économique et ses différents ratios techniques pour un taux d'intérêt de 6 %, une prime de risque sur les actions de 4 % et un *ROE* de 15 %.		
1	Part des capitaux propres comptables dans le total du passif : *FP* / capital engagé	*FP/K* = 40 %
2	Levier d'endettement : *D/FP*	*D/FP* = 1,5
3	Rentabilité économique (*ROCE*) : Résultat net d'exploitation avant impôt / capital engagé	*ROCE* = 13 % (taux compatible avec un *ROE* de 15 %, ligne 6)
4	Taux d'imposition sur les bénéfices (τ)	τ = 35 %
5	Taux d'intérêt apparent sur la dette	*i* = 6 %
6	Rentabilité financière (cf. encadré 7) : *ROE* = (1–τ) x (*ROCE* + (*ROCE* – *i*) x *D/FP*)	*ROE* = 15 % = 0,65 x [13 + (13 – 6) x 1,5]
7	Taux de distribution du résultat net : *d* = *Div/Rn*	*d* = 40 %
8	Taux de croissance attendu : *g* = (1-*d*) x *ROE*	*g* = (1 – 0,4) x 15 % = 9 %
9	Rendement attendu des capitaux propres : *r* = *i* + prime de risque	*r* = 6 % + 4 % = 10 %
10	*Dividend yield* (cf. encadré 4) : *Div/V* = *r* – *g*	*Div/V* = 10 % – 9 % = 1 %
11	1/ *PER* = (1/*d*) x *dividend yield*	1/*PER* = 2.5 => *PER* ~ 40
12	*Price-to-Book* (décomposition comptable) : *V/FP* = *Rn* / *FP* x *V* / *Rn* = *ROE* x *PER*	*Price-to-Book* = 0,15 x 40 = 6
13	Capitalisation boursière : *V* = *FP* x *(V/FP)*	*V* = 240
14	Capitaux engagés aux prix du marché : *C* = capitalisation boursière (*V*) + dette (*D*)	*C* = 240 + 60 = 300[1]
15	Coût moyen pondéré du capital (*cmp*) avec pondération aux prix du marché	*cmp* = 9,2 % = (240/300) x 10 + (60/300) x 6
La structure du passif des entreprises est conforme aux résultats des études empiriques concernant les États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix (CNCT, 1999). Il en est de même pour les taux d'intérêt, le taux d'imposition et le taux de distribution des résultats. Les autres grandeurs sont calibrées pour être conformes aux valeurs avancées par les analystes financiers, notamment la prime de risque, le taux de croissance et le *ROE*.		

(1) Le multiple de 4 entre la capitalisation boursière et la dette n'est pas loin de ce que l'on trouve dans les Flows of Funds : 3,5 fin 1999.

Ce rapide recensement des variables financières qui caractérisent la situation de « l'entreprise-type » montre que la convention de rendement à 15 % qui prévaut sur le marché boursier aux États-Unis, comme en France, comporte trois caractéristiques essentielles :

- la première caractéristique concerne la hiérarchie qui s'instaure entre les taux de rendement des différentes sortes d'actifs – taux d'intérêt, taux de rendement économique et taux de rentabilité financière – et qui ouvre la possibilité d'un effet de levier positif sur la base d'un taux d'endettement crédible aux yeux des créanciers ;

- la seconde caractéristique tient à la distinction introduite entre le coût des fonds propres qui sert de taux d'actualisation des dividendes futurs et la rentabilité financière exigée par le biais des *benchmarks* associés aux *ROE*. Dans ce cas, le marché produit spontanément *des Price-to-Book* qui s'écartent de l'unité, parce qu'ils reflètent une création de valeur actionnariale sanctionnée par la hausse des cours boursiers ;

- la troisième caractéristique a trait au taux de croissance que les entreprises doivent soutenir pour obtenir le taux de rentabilité financière attendu par le marché. C'est bien entendu ce taux de croissance qui apparaît comme la principale cause de précarité de la convention financière qui assure la cohérence des prévisions de rendement des différentes catégories d'agents.

La dépendance de la convention boursière d'un rendement à 15 % par rapport au taux de croissance des profits anticipés

Aux États-Unis, la croissance des profits par action, publiés par les entreprises du S & P 500, n'est pas très éloignée des tendances macroéconomiques retracées par la comptabilité nationale [1] (le constat est profondément différent pour les entreprises françaises cotées au CAC 40, particulièrement affectées par

---

(1) Ceci ne doit pas conduire à minimiser les phénomènes de croissance externe : le fait de rapporter les profits au nombre d'actions atténue l'impact des changements de périmètre. Par ailleurs ce constat ne signifie pas que les grandes entreprises cotées représenteraient l'essentiel de la valeur ajoutée ou de la capitalisation. Contrairement à l'idée reçue, le non-coté représente plus de la moitié de l'emploi (Commissariat général du Plan, « L'appareil statistique face aux groupes d'entreprises », rapport du groupe de travail présidé par Raoul Depoutot et Jean-Luc Tavernier, à paraître novembre 2002) et 43 % de la capitalisation totale (Commissariat général du Plan, « Actions non cotées, modes de valorisation et poids économique », rapport du groupe de travail présidé par Jean-Paul Milot, septembre 2002).

une forte contribution de la croissance externe, voir annexe 3). Les performances des 500 premières capitalisations américaines sont en léger retrait par rapport à la croissance moyenne des profits évalués par la comptabilité nationale et se démarquent de ces derniers essentiellement par une plus forte volatilité (tableau 10 et graphique 9). Les comptes consolidés d'entreprise donnent par exemple une image beaucoup plus flatteuse des profits réalisés que la comptabilité nationale au cours de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix. Mais la correction à la baisse, dans les années qui suivent, est de bien plus forte ampleur.

Tableau 10
Croissance annuelle des profits, dividende et production aux États-Unis

	1963-72	1973-82	1983-93	1993-2001	1995-99
Indicateurs du S & P 500					
Profit par action	5,4	6,9	4,3	2,9	9,5
Dividende / action	4,1	7,9	6,2	2,5	4,9
Consensus de croissance à 5 ans des profits par action			10 à 12 % jusqu'à la mi-90, puis 15 à 20 %		
Comptabilité nationale, secteur des sociétés non financières					
Profits après impôt	6,4	7,3	6,2	4,1	3,4
Valeur ajoutée	8,3	10,0	6,3	5,8	5,9
Prix de la VA	2,8	7,6	2,3	1,2	0,7
Comptabilité nationale, ensemble des entreprises, y compris filiales étrangères					
Profits après impôt	7,1	7,3	8,8	5,4	6,2

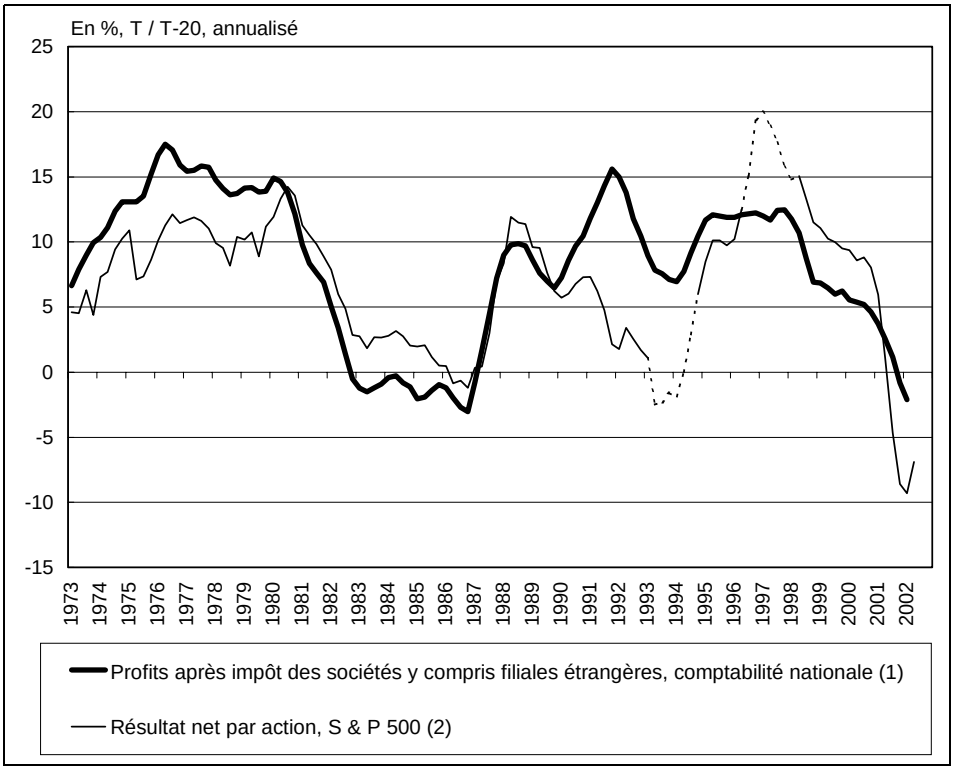
Sources : BEA, Datastream

La croissance des résultats comptables publiés par les directions d'entreprise apparaît systématiquement en retrait par rapport aux anticipations de court ou de long terme des analystes financiers. Le biais permanent de surestimation des profits escomptés indique que les prévisions de rendement des analystes financiers repose moins sur une base de calcul objective, que sur une convergence de vue dans leurs attentes concernant les performances des entreprises. Cette convergence de vue ne serait qu'une expression supplémentaire des pressions qu'exercent les marchés financiers pour extraire le maximum de valeur actionnariale et que les directions d'entreprise cherchent à intégrer dans leurs stratégies de croissance [1].

---

(1) Selon B. Han, D. Manry et W. Shaw (1997), plusieurs raisons expliquent cet optimisme. Tout d'abord, l'information dont disposent les analystes est étroitement liée à la bonne volonté des équipes dirigeantes. Cette relation de dépendance incite de fait les analystes à ménager les dirigeants sous peine de ne plus pouvoir accéder

Graphique 9
Croissance sur cinq ans des profits des sociétés américaines



Note : l'écart particulièrement prononcé entre les deux courbes tient entre 1992 et 1994 à un changement dans les normes de provisions en comptabilité d'entreprise. Ce creux statistique joue négativement sur la tendance à 5 ans autour de 1993 puis positivement autour de 1998.
Sources : Flow of Funds, Datastream

Le risque à terme serait que ces conventions de croissance pâtissent d'un décalage trop prononcé avec la réalité. La croissance des profits en comptabilité nationale reflète assez bien la tendance fondamentale de croissance des résultats nets par action des entreprises cotées en Bourse. Elle élimine en particulier un certain nombre d'aléas tenant à des changements de norme comptable

---

ultérieurement à de nouvelles informations. Ensuite, les analystes ont intérêt à entretenir un optimisme garant d'un volume d'activité élevé et donc de fortes commissions. Enfin, le succès des activités « corporate » de la banque dépend des bonnes relations avec les dirigeants.

(graphique 9 ci-dessus). Or la tendance fondamentale de croissance des profits à 5 ans, centrée sur 10 % depuis 1987, s'est nettement dégradée à partir de 1997, et elle devient même légèrement négative à la fin de 2001. La fin du processus de décrue des charges d'intérêt tient probablement pour beaucoup dans ce ralentissement. Dans un tel contexte, les prévisions de croissance des analystes financiers devront être révisées à moins d'exposer les entreprises à des « *profits warning* » récurrents et déstabilisateurs pour le marché [1].

Conclusion de la première partie

1) La montée des cours boursiers concomitante à la diffusion des nouvelles méthodes de gestion ne peut pas être interprétée comme un gage de succès :

   - Premièrement, la hausse des cours et, par suite, la création de valeur actionnariale tiennent pour beaucoup à la décrue des taux d'intérêt dans les années récentes, et ne reposent pas nécessairement sur une hausse du niveau de la rentabilité économique.

   - Deuxièmement, la mesure de la création de valeur et l'évaluation des cours boursiers sont soumises aux mêmes aléas méthodologiques touchant le choix du taux d'actualisation pertinent. Leurs estimations dépendent massivement des conventions admises par les opérateurs financiers concernant le coût du capital, et notamment le coût d'opportunité des fonds propres. En définitive, la création de valeur est largement tributaire de la rémunération du risque qu'exigent les détenteurs d'action.

2) L'hypothèse d'une baisse structurelle des primes de risque sur le marché des actions peut être confortée par des arguments de poids concernant l'organisation et la profondeur des marchés. Mais il n'est pas exclu que cette baisse soit au moins partiellement réversible (effet de la structure

---

(1) Selon A. Brender et F. Pisani (2001), les prévisions élaborées par les analystes financiers sur la croissance des profits à 5 ans obéit aux déterminations suivantes entre 1985 et 2000 : g = 0,5 x (0,88 x croissance passée lissée sur 10 ans + 0,12 (croissance anticipée à un an) + 0,5 x 14 %. À moyen terme, l'influence du passé sur les prévisions semble forte et affecte avec un fort décalage les prévisions des analystes. La composante fixe à 14 % qui entre à 50 % dans la formule est par ailleurs loin de représenter les tendances de longue période (plus proche de 7-8 %) et paraît plus caractéristique de la période 1985-1995.

démographique, excès de confiance dans les rendements futurs lié à la phase exceptionnelle de décrue des taux d'intérêt, excès de confiance concernant la disparition de l'inflation, sous-évaluation de la volatilité des cours...).

3) De surcroît, les valorisations boursières reposent largement sur le trinôme suivant : 8 à 9 % de croissance nominale permanente des profits, *ROE* à 15 %, primes de risque centrées sur 4 %. Cet étalonnage de « l'entreprise-type » a pu sembler en ligne avec les réalisations de profits qui ont prévalu durant les années quatre-vingt et au cœur des années quatre-vingt-dix. Mais cette convention de rendement, qui agit de façon décisive sur le niveau moyen des cours, risque d'être sérieusement bousculée par un retour de la croissance des firmes à des rythmes plus conformes à ceux qu'autorise un régime de faible inflation : fin du processus de décrue des charges d'intérêt qui a joué à plein entre 1988 et 1995, contexte moins favorable concernant la réalisation de plus-values latentes qui ont dopé la composante exceptionnelle des profits, nécessité de provisionnement à venir...

4) Beaucoup d'éléments incitent à penser que les marchés d'actions sont entrés dans une phase à haut risque, qui dépasse la correction qui a touché tout d'abord les valeurs technologiques à partir de l'été 2000 et qui s'est étendue depuis le printemps 2002. Le raisonnement mené ici place implicitement ce risque sur les valeurs traditionnelles.

La création de valeur repose en définitive sur une hiérarchie des rendements explicite : taux d'intérêt sans risque < coût moyen pondéré du capital < rentabilité économique < rentabilité financière. C'est la validité de cette condition de création de valeur actionnariale qui va être vérifiée dans la partie qui suit. Nous chercherons à savoir si le risque de marché inhérent à la création massive de valeur actionnariale ne se double pas d'un risque de solvabilité.

Deuxième partie

Rentabilité économique et rentabilité financière des entreprises

Structure et qualité des bilans

Cette deuxième partie cherche à donner un contenu empirique précis aux notions de rentabilité économique et de rentabilité financière, non comme précédemment par la médiation des marchés, mais directement à partir des comptes d'entreprise. Le champ d'investigation portera sur les performances des entreprises américaines et françaises en remontant systématiquement jusqu'au milieu des années quatre-vingt. La démarche se fonde sur une confrontation d'indicateurs de rendement qui utilisent deux sources statistiques distinctes : d'une part, les comptes des entreprises cotées en Bourse qui constituent la référence de base des analystes financiers ; d'autre part la comptabilité nationale qui sert d'assise aux études macroéconomiques. Ces deux sources renvoient des images très différentes de la rentabilité des entreprises et elles procurent des « normes de rendement » peu compatibles : les analystes financiers considéraient, comme on l'a vu, qu'un rendement de 15 % représentait une performance raisonnable pour les titres boursiers, alors que les économistes estimaient que le rendement du capital fixe se situait entre 6 et 8 % en longue période. Bien que la nature des actifs considérés et les profits associés à ces actifs diffèrent d'un indicateur à l'autre, leur écart pose problème. Leurs niveaux respectifs semblent en effet peu compatibles dans une économie qui s'inscrit sur un trend de croissance inférieur à 3 % par an. Une analyse critique de ces évaluations s'impose donc afin de spécifier leurs liens au plan conceptuel et d'expliquer l'origine de leur différence au plan empirique (encadré 5).

Encadré 5
Deux sources d'évaluation des rendements économiques et financiers

L'estimation empirique des indicateurs de rendement soulève de sérieuses difficultés méthodologiques et conceptuelles. La comptabilité d'entreprise et la comptabilité nationale appréhendent en effet le profit des entreprises et la valeur de leurs actifs selon des préoccupations et des approches distinctes :

1) Les actifs sont évalués aux prix historiques en comptabilité d'entreprise, alors qu'ils se réfèrent à des prix de marché en comptabilité nationale. En outre, en comptabilité d'entreprise, des réévaluations d'actifs sont opérées en cas de consolidation des comptes de groupe, ce qui affecte la permanence temporelle des méthodes.
2) Les amortissements répondent principalement à des règles fiscales en comptabilité privée. En comptabilité nationale, l'estimation de la consommation de capital fixe repose sur des hypothèses le plus souvent *ad hoc*.
3) Les provisions sont déduites du résultat en comptabilité privée, alors qu'elles ne sont pas prises en compte en comptabilité nationale. En particulier, le profit au sens de la comptabilité nationale (l'excédent brut d'exploitation) est défini hors provisions.

La variation des prix des produits et des actifs depuis la seconde moitié des années soixante-dix fragilise la lecture des indicateurs de rendement. Leurs niveaux moyens dépendent en outre des périodes d'estimation choisies. Selon la source privée ou nationale utilisée et selon la périodisation adoptée, ils varient ainsi dans une fourchette très large de 5 à 20 %.

Dans ces conditions, les jugements portés sur les facteurs qui expliquent l'évolution des performances économiques et financières des entreprises divergent entre analystes financiers et économistes. Tour à tour sont évoqués :

– une hausse continue des rendements financiers jusqu'à une date récente ou, à l'inverse, un déclin de la rentabilité économique depuis 1995 ;
– un mouvement prononcé de désendettement des entreprises ou, à l'opposé, un recours à l'effet de levier qui aurait pris des proportions inquiétantes ;
– une inflexion à la hausse ou, au contraire, à la baisse de la productivité des facteurs au cours de la dernière décennie.

Pour éclairer les principales tendances qui caractérisent la rentabilité du capital dans le contexte de la libéralisation des marchés financiers, nous utiliserons une série d'indicateurs agrégés de rentabilité et de structure de bilan des entreprises en comparant dans chaque cas les évolutions observées aux États-Unis et en France.

Dans une première étape, les liens qui unissent la *rentabilité économique* et la *rentabilité financière* des entreprises seront spécifiés afin d'apprécier l'importance de l'*effet de levier* qui résulte de leurs taux d'endettement. Ces mesures fondées sur des données fournies par les comptes consolidés des entreprises cotées permettent de dégager un certain nombre d'enseignements :

- L'observation de ces données montre que « l'entreprise-type » correspondant à un *ROE* de 15 % sur laquelle se sont cristallisées les anticipations du marché a bien correspondu à une réalité statistique aux État-Unis dans la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix.

- Mais ce résultat est presque entièrement imputable à la décrue des taux d'intérêt effectifs, qui étaient exceptionnellement hauts à leur niveau de départ, et non à une hausse de la rentabilité économique, contrairement à ce que pouvait laisser présager les objectifs énoncés par la doctrine *EVA-MVA*. Le rôle du taux d'endettement (par rapport aux fonds propres) reste en revanche mineur après 1990.

- Les résultats et les mécanismes en jeu sont assez voisins en France, à cela près que la restauration de la rentabilité financière est bien plus récente (la décrue des charges d'intérêt étant elle-même plus tardive qu'aux États-Unis) et de moindre ampleur, à l'image de la croissance.

- L'ampleur de la chute des rendements économiques et financiers en 2001, mais aussi lors du précédent cycle, dément néanmoins l'idée selon laquelle les niveaux de rentabilité constatés au cours des dernières années seraient indéfiniment reproductibles, ou bien l'idée selon laquelle les profits auraient perdu en volatilité. Or cette croyance était constitutive des niveaux de cours observés jusqu'à récemment.

- Sa mise en cause et la baisse induite des cours boursiers provoquent une dégradation des bilans qui n'est pas ou encore peu perceptible à travers le taux d'endettement. L'actif des entreprises est néanmoins exposé à un risque de dépréciation d'autant plus important que sa composante la plus

vulnérable (les écarts d'acquisitions et autres actifs incorporels, tels que la marque ou la position de marché) représentait 100 % des capitaux propres des entreprises du CAC 40 en 2001 et 68 % des capitaux propres des 100 plus grandes capitalisations américaines à la même date. Leur dépréciation ou même leur amortissement pèsera sur les profits et sur le montant des capitaux propres, et elle peut de ce fait amener à réviser l'appréciation des taux d'endettement.

Dans une seconde étape, les mêmes indicateurs seront repris, mais en les estimant cette fois à partir des données fournies par la comptabilité nationale. Nous vérifierons par conséquent la cohérence des résultats obtenus selon les deux sources statistiques afin de jauger leur pertinence au plan macro-économique :

- Après retraitement, les faits stylisés énoncés plus haut sont confirmés dans leurs grandes lignes et notamment la relative inertie des taux de rentabilité économique durant la décennie quatre-vingt-dix.

- L'adoption d'un système de valorisation au coût de remplacement situe en revanche les rentabilités économique et financière sur des niveaux nettement plus compatibles avec une trajectoire de croissance de long terme conforme aux régularités historiques (de l'ordre de 2 à 3 % en termes réels).

- Ce constat permet de comprendre comment, en dépit de leur caractère apparemment exorbitant, les *benchmarks* de *ROE* à 15 % ont eu finalement beaucoup moins de prise sur l'activité réelle que l'on ne pouvait le pressentir. Il confirme en revanche que les taux de croissance des profits qui avaient pu être observés dans un passé récent, aussi bien que les anticipations qui s'étaient formées sur cette base et sous-tendaient le niveau élevé des cours, ne sont ni reproductibles, ni soutenables.

1. La rentabilité des entreprises et la qualité des bilans au regard de la comptabilité privée

Conformément à la démarche adoptée par les analystes financiers, nous nous proposons d'examiner la rentabilité des entreprises non financières aux États-Unis et en France en nous fondant sur leurs comptes de résultats et sur leurs bilans. Notre analyse poursuit un double objectif :

- Le premier objectif est strictement analytique. Il consiste à spécifier les divergences d'évolution qui se manifestent entre la rentabilité financière des

capitaux propres de l'entreprise, le *ROE* (*Return On Equity*) d'une part, et la rentabilité économique du capital engagé, le *ROCE* (*Return On Capital Employed*) d'autre part. Par définition, le premier ratio mesure le rapport entre le « résultat net » de l'entreprise (profit après paiement des intérêts sur les dettes et après impôts) et ses « capitaux propres » (capital social et réserves) ; le second ratio mesure, quant à lui, le rapport entre le « profit net » de l'entreprise (profit avant paiement des intérêts et avant impôts selon la définition retenue ici) et son capital total (fonds propres et dettes). La différence entre les niveaux atteints par ces deux ratios s'explique essentiellement par le levier d'endettement qui comporte deux composantes étroitement liées l'une à l'autre. La première composante tient à l'écart qui apparaît entre le taux de rendement du capital engagé et le taux d'intérêt moyen qui s'applique à l'ensemble des dettes en tenant compte de leurs échéances multiples à court et à long termes. Cet écart est nécessaire pour couvrir la prime de risque associée à la possession de titres boursiers par comparaison à la détention de créances, mais cette prime peut pâtir comme on le sait de comportements de sous-évaluation ou de surévaluation. La seconde composante concerne le levier d'endettement proprement dit qui est mesuré par le rapport entre les dettes et les fonds propres de l'entreprise. Ce rapport est crucial, puisqu'il détermine la partition du profit net entre les intérêts versés aux créanciers et les dividendes qui échoient aux propriétaires du capital. Il conditionne par conséquent la capacité de la direction de l'entreprise d'honorer ses engagements financiers vis-à-vis des titulaires de titres. Or, le niveau du taux d'endettement de l'entreprise est nécessairement dépendant de l'écart entre le taux de rendement du capital engagé et le taux d'intérêt moyen que nous venons d'évoquer, puisqu'un accroissement de cet écart (inversement une réduction) incite les dirigeants d'entreprise à accroître leur endettement (inversement à le réduire). Il s'ensuit un risque constant de surendettement de l'entreprise ou, au contraire, de sous-évaluation de ses fonds propres restreignant ses capacités d'endettement. Dans ces conditions, on comprend aisément que les deux ratios de rendement, le *ROE* et le *ROCE*, jouent un rôle primordial dans l'analyse financière. Leur confrontation permet de porter une appréciation sur l'importance de l'effet de levier et, par suite, sur la robustesse ou la fragilité de la structure du bilan de l'entreprise.

- Le second objectif relève de l'analyse comparative. Il cherche à mettre en relief les contrastes qui différencient les évolutions de rendement des actifs en capital aux États-Unis et en France, en inscrivant ces évolutions dans une perspective de longue période. Si dans les deux cas, on assiste bien à une hausse significative de la rentabilité des entreprises dans la seconde moitié

des années quatre-vingt-dix, le profil de cette hausse comporte des aspects très différenciés d'une économie à l'autre par son ampleur et sa date d'origine. En effet, la hausse des taux de rendement est nettement plus sensible aux États-Unis qu'en France, et elle s'y manifeste surtout beaucoup plus tôt. Ce double constat est en lui-même riche d'enseignements, parce qu'il signifie que l'accroissement de la rentabilité du capital n'obéit pas aux mêmes ressorts dans les deux pays, et parce qu'il n'y exerce pas non plus les mêmes effets sur l'activité économique. Aussi la mise à jour de ces différences représente-t-elle un enjeu d'importance, car elle fournit une clé d'interprétation décisive pour comprendre comment chaque économie s'inscrit sur une trajectoire de croissance qui lui est spécifique.

Selon cette perspective, nous examinerons la rentabilité des entreprises non financières aux États-Unis dans un premier temps, puis en France dans un second temps. Dans chaque cas, nous nous intéresserons à leurs taux de rendement perçus au plan financier tout d'abord, et au plan économique ensuite, afin de spécifier le rôle joué par le levier d'endettement.

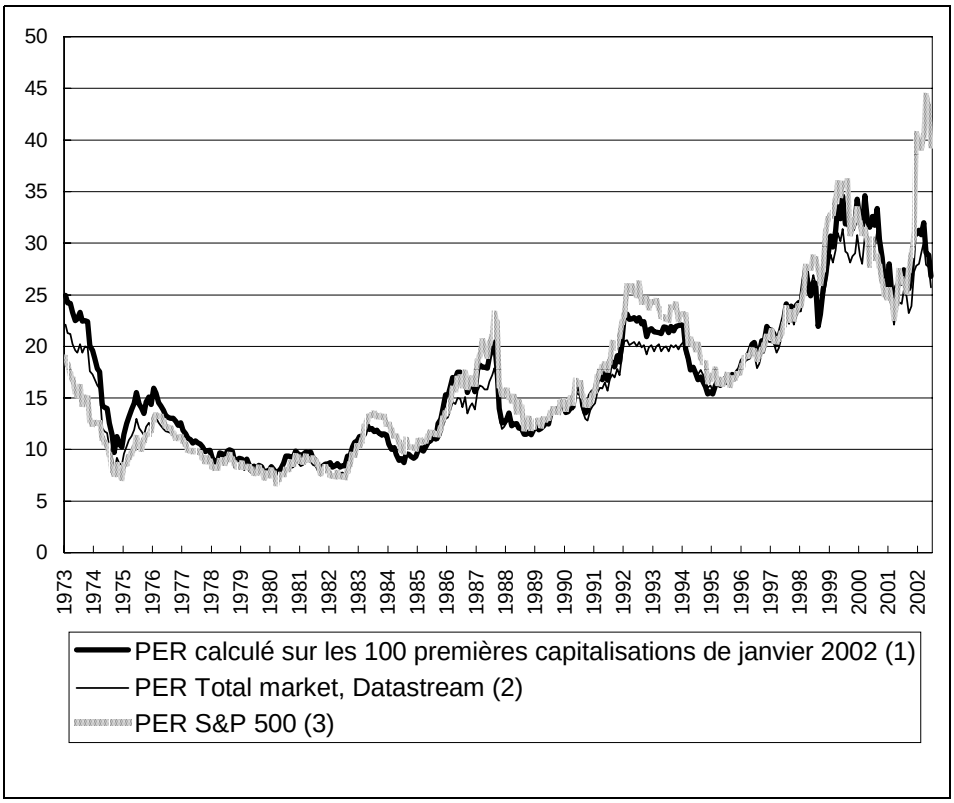
1.1. La rentabilité des entreprises aux États-Unis

Pour des raisons de fiabilité et de cohérence concernant les données statistiques disponibles, nous étudierons la rentabilité économique et financière des entreprises aux États-Unis en concentrant notre attention sur un échantillon constitué par les 100 premières capitalisations boursières au 1er janvier 2002. Un simple test portant sur les *PER* (*Price Earning Ratio*) [1] qui correspondent à différents échantillons d'entreprises cotées en Bourse montre la forte représentativité de l'échantillon retenu au regard du S & P 500 (graphique 10).

---

(1) L'échantillon est pratiquement fixe, puisque les groupes présents en janvier 2002 dans l'indice sont suivis dès leur naissance comptable et non pas au moment de leur entrée dans l'indice Standard & Poors. Le nombre de groupes qui apparaît en cours de route sur la période d'étude (1985-2001) est néanmoins réduit. Nous avons vérifié par ailleurs que la restriction de l'échantillon aux seules entreprises disposant de comptes consolidés sur toute la période considérée n'affectait que très marginalement les résultats. Quoiqu'il en soit, cette fixité de l'échantillon demeure partielle puisque les groupes en question changent de périmètre.

Graphique 10
L'évolution comparée du PER, du S & P 100,
du S & P 500 et du « Total Market »



Note : Le décrochage du PER S & P 500 en fin de période tient au fait que son dénominateur agrège tous les résultats nets comptables, que ces derniers soient positifs ou négatifs. Par contre, les deux autres indicateurs se conforment à une convention courante qui consiste à compter pour nuls les résultats négatifs. Le PER S & P 500 est de ce fait plus robuste. Dans le reste de nos évaluations, notamment de la rentabilité, l'ensemble des résultats, quel que soit leur signe est pris en compte.
Sources : Datastream, Department of Commerce, Bureau of the Census, calculs du SEFI

La rentabilité financière des entreprises du S & P 100

Pour apprécier l'évolution de la rentabilité financière des entreprises sur la longue période, le *ROE* (*Return On Equity*), nous avons mobilisé trois indicateurs distincts qui s'appliquent à des échantillons d'entreprises de taille différente, et qui permettent de remonter dans un passé plus ou moins lointain (encadré 6). Par ailleurs, le recours à ces différents indicateurs fournit des enseignements utiles pour cerner l'influence du cycle de l'activité économique sur la variation des taux de rendement.

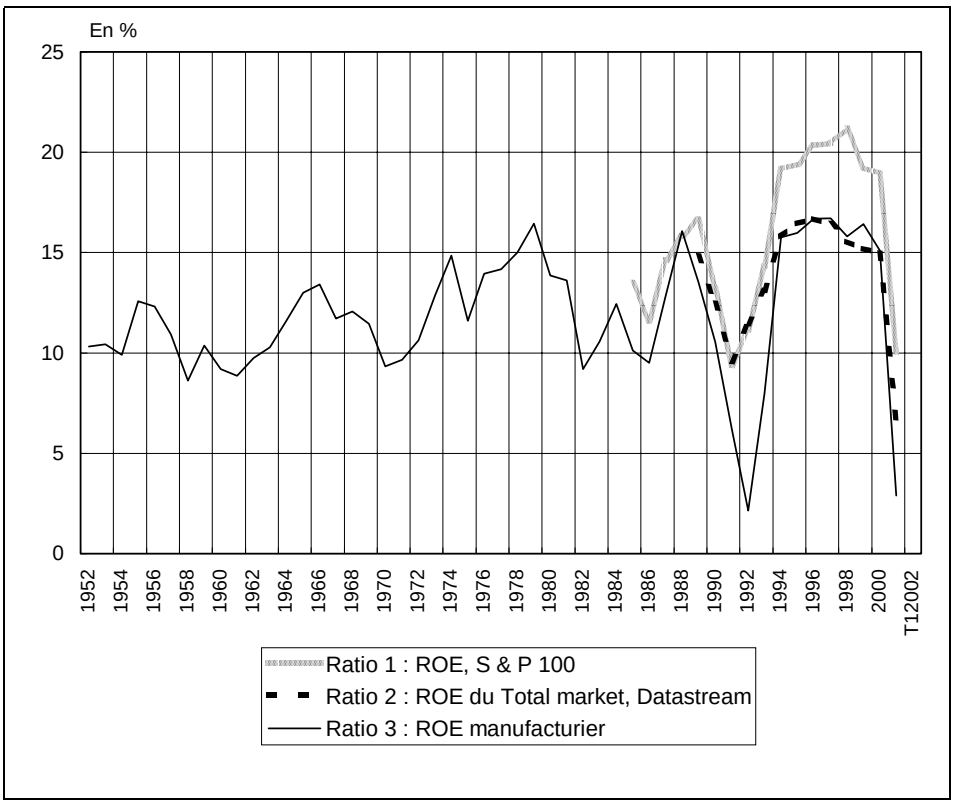
Encadré 6
L'évaluation de la rentabilité financière des entreprises aux États-Unis à partir d'un faisceau d'indices

Le ratio 1 répond à la stricte définition du *ROE*. Il rapporte le « résultat net » agrégé des 100 premières capitalisations boursières à leurs « fonds propres » agrégés (capital + réserves). Mais il ne permet de remonter que jusqu'en 1985.

Le ratio 2 repose sur le même calcul que précédemment (les séries agrégées étant fournies par *Datastream, Total Market*). Il est appliqué à un échantillon beaucoup plus large d'entreprises financières ou non (un millier environ), ce qui accroît sa représentativité. Il comporte toutefois un sérieux inconvénient, parce qu'il est mesuré sur une période plus courte. Évalué directement pour les années 1992-2001, il est étendu par chaînage avec une série plus ancienne jusqu'en 1989.

Le ratio 3 est tiré des séries du « *Quaterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations* », publié par le Department of Commerce, Bureau of the Census. Les données concernant les ventes, les profits et les « *stockholder's equities* » couvrent l'ensemble des entreprises manufacturières. Bien qu'elles comportent quelques discontinuités (notamment en 1973 de moins d'un point, et en 1992 où le changement des règles de provision entraîne un décrochage brutal mais transitoire de la série), elles ont pour avantage de remonter jusqu'au début des années cinquante.

Graphique 11
Le *ROE* estimé à partir des comptes d'entreprise aux États-Unis



Sources : Datastream, Department of Commerce, Bureau of the Census, calculs du SEFI

Les variations qui affectent le *ROE* aux États-Unis du début des années cinquante à nos jours comportent trois caractéristiques essentielles (graphique 11) :

– Tout d'abord, on observe que le *ROE* des entreprises non financières subit de fortes fluctuations cycliques, rythmées par le cycle des affaires et dont l'amplitude s'est nettement accentuée depuis le premier choc pétrolier de 1974.

– Ensuite, conformément aux observations effectuées par la plupart des commentateurs financiers, on assiste à une hausse tendancielle de la

rentabilité financière des entreprises sur longue période. Cette hausse intervient par paliers successifs qui délimitent trois phases distinctes. Du début des années cinquante jusqu'au premier choc pétrolier, le *ROE* se situe autour de 10 à 12 % ; puis du milieu des années soixante-dix jusqu'à la fin des années quatre-vingt il s'inscrit sur une tendance comprise entre 12 et 15 % ; enfin durant les années quatre-vingt-dix il s'accroît à nouveau (notamment pour les grands groupes semble-t-il) en atteignant en moyenne période de 15 à 20 %, avant de brusquement s'infléchir en 2001-2002.

– Par ailleurs, il convient de souligner que les écarts en niveau du *ROE*, selon l'indicateur choisi, montrent que les estimations basses correspondent aux agrégats les plus larges (ratios 2 et 3), tandis que les estimations les plus élevées recouvrent l'agrégat le plus étroit qui porte sur les 100 premières capitalisations boursières (ratio 1). On peut donc en inférer que, lorsque l'on classe les entreprises en fonction du montant de leur capitalisation boursière, le rendement financier d'une entreprise est en général d'autant plus élevé que sa taille est grande.

La rentabilité économique des entreprises et le levier d'endettement

Le second ratio habituellement utilisé en analyse financière concerne le taux de rentabilité économique des entreprises, le *ROCE*, qui rapporte le « profit net » de l'entreprise à son capital engagé. Comme nous l'avons souligné d'entrée de jeu, ce taux joue un rôle primordial pour apprécier la viabilité du taux de rentabilité financière de l'entreprise, le *ROE*, parce qu'il existe un lien strictement défini au plan comptable entre ces deux taux, désigné sous le terme d'effet de levier. Par définition, cet effet mesure l'écart positif qui apparaît entre le *ROE* et le *ROCE* sous l'action de deux facteurs (encadré 7). Le premier provient de la différence entre le *ROCE* et le taux d'intérêt moyen qui correspond à l'ensemble des dettes de l'entreprise comportant des échéances variées ; le second résulte du levier d'endettement *stricto sensu* qui exprime le rapport entre ses dettes et ses fonds propres.

Encadré 7
La mesure de l'effet de levier

Pour mesurer l'effet de levier, il convient de décomposer le « profit net » de l'entreprise en fonction de sa répartition entre intérêts, dividendes et impôts, et de décomposer le passif de l'entreprise en fonction de la nature des capitaux immobilisés, dettes financières et fonds propres.

Les composantes du profit net de l'entreprise
Résultat net avant impôts : RE
Charges financières : FF
Impôts des sociétés : T avec le taux d'imposition : $\tau = \dfrac{T}{RE}$

Les composantes du capital engagé de l'entreprise
Capitaux propres : CP = Capital social + réserves
Fonds propres : FP = Capitaux propres + provisions
avec le taux de provisions : $pr = \text{Provisions}/\text{Fonds propres}$
Capital engagé : K = Dettes financières + capitaux propres + provisions

Les principaux ratios de rendement
Le taux de rentabilité du capital est appréhendé au plan comptable à travers trois ratios :

1°) La rentabilité économique avant impôts du capital engagé : $ROCE = \dfrac{RE + FF}{K}$

2 °) La rentabilité financière avant impôts des fonds propres : $RF = \dfrac{RE}{FP}$

3°) La rentabilité financière après impôts des capitaux propres : $ROE = \dfrac{RE - T}{CP}$

Le levier d'endettement au plan comptable
L'effet de levier avant impôts s'exprime au plan comptable par la formule suivante :

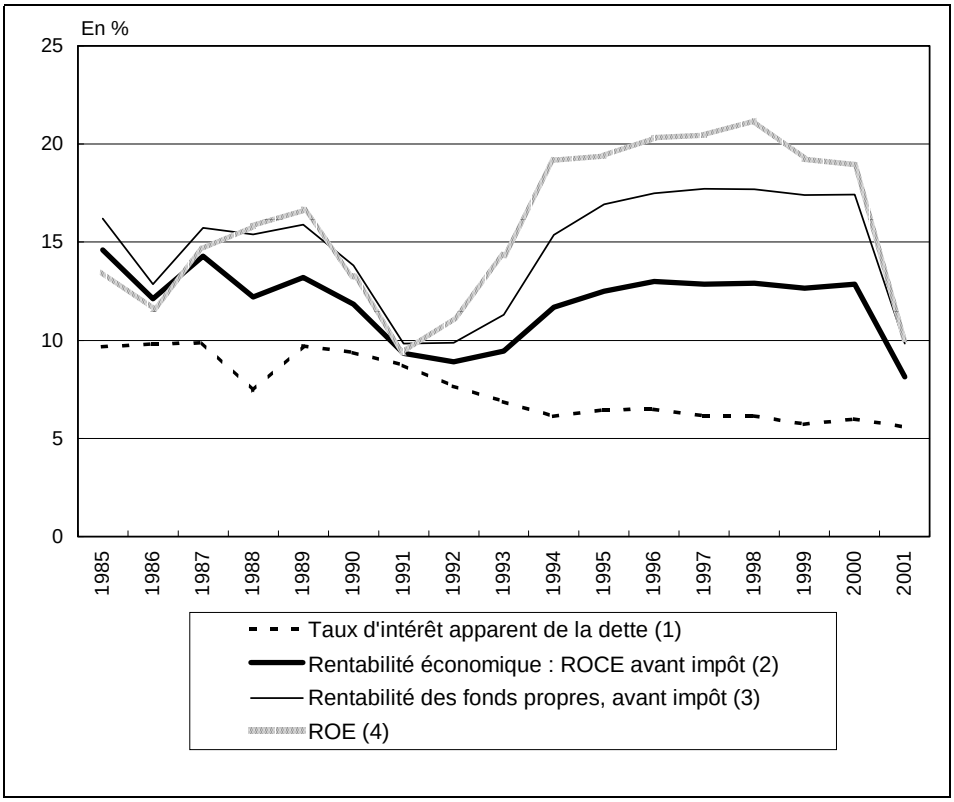
$$RF = ROCE + (ROCE - i)\frac{Dettes}{FP}$$

où i mesure le taux d'intérêt moyen qui résulte du rapport entre charges financières et dettes, et qui intègre par conséquent les différentes échéances des créances.

Enfin, il convient de tenir compte du fait que, à la différence du taux de rentabilité RF, le ROE comprend au numérateur le résultat net de l'entreprise après impôts, et que son dénominateur est calculé sur un périmètre étroit des fonds propres, puisqu'il exclut les provisions :

$$ROE = \frac{1-\tau}{1-pr} \cdot RF$$

Graphique 12
La décomposition comptable de l'effet de levier
des entreprises non financières du S & P 100



Sources : Datastream, Federal Reserve

Le rôle joué par les deux composantes de l'effet de levier au cours des années quatre-vingt-dix est dénué d'ambiguïté (graphique 12). Deux phénomènes majeurs caractérisent cette décennie par rapport à la décennie précédente.

Comme nous l'avons déjà constaté pour le *ROE*, la variation du taux de rentabilité économique, le *ROCE*, reflète avant toute chose le caractère cyclique de la croissance [1]. En revanche, au-delà de ces fluctuations, on ne décèle aucune

---

(1) Son moindre niveau transitoire entre 1990 et 1993 correspond à une phase de récession et de ralentissement pour l'économie américaine. Ce caractère cyclique apparaîtra clairement plus bas dans le graphique 19, où le taux d'utilisation des capacités est superposé à la série.

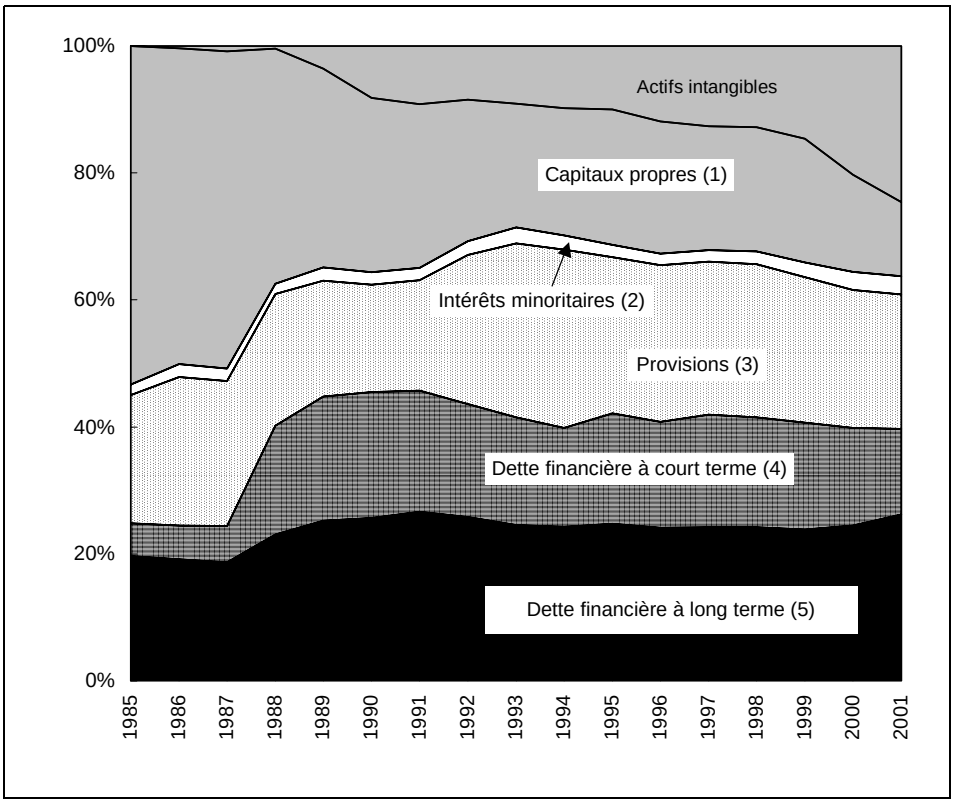
tendance nette à la hausse de ce taux, lorsqu'on passe des années quatre-vingt aux années quatre-vingt-dix. Aussi la hausse de la rentabilité financière que nous avons mise en relief plus haut s'explique-t-elle avant toute chose par la baisse des taux d'intérêt depuis la fin des années quatre-vingt, et donc par l'écart accru qui en résulte par rapport au taux de rendement économique. La baisse des taux a donc joué conjointement comme facteur de majoration des cours comme on l'a vu plus haut et comme levier de hausse de la rentabilité financière.

Mais, à l'encontre des pronostics avancés par la plupart des commentateurs, la baisse des taux d'intérêt n'a pas eu pour conséquence de stimuler l'endettement des entreprises et, par suite, d'amplifier l'effet de levier au cours des années quatre-vingt-dix. Plus précisément la forte poussée de l'endettement et le recul concomitant des fonds propres constatés en fin de cycle des années quatre-vingt n'ont pas débordé sur les années quatre-vingt-dix. Le poids de l'endettement au regard des capitaux propres ou d'éléments plus vastes du bilan (graphique 13) avait en effet fortement augmenté au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Ce constat est corroboré par la plupart des études empiriques sur le sujet (CNCT, 1999, ou A. Brender et F. Pisani, 2001). En revanche, depuis la phase de retournement à la hausse du cycle au début des années quatre-vingt-dix, on assiste à une décrue de l'endettement des entreprises qui atteint un niveau d'étiage stable jusqu'au début des années 2000. Les raisons de douter de la robustesse de la structure du passif des entreprises ne se situent donc pas du côté du poids des dettes. Pour approfondir l'analyse, il est nécessaire de s'intéresser à d'autres éléments du bilan et notamment à la composante « intangible» de l'actif (ou « *goodwill* » au sens large et qui représente la somme des écarts d'acquisition et des autres immobilisations incorporelles).

La structure de bilan des entreprises et les risques de surendettement

L'importance grandissante du « *goodwill* » (encadré 8) tout au long des années quatre-vingt-dix et son brusque accroissement à la fin de la décennie suscitent de sérieuses inquiétudes sur la valeur des capitaux propres compte tenu de l'opacité qui entoure sa composition et des incertitudes qui pèsent sur son évaluation (graphique 13).

Graphique 13
La structure du capital des entreprises non financières du S & P 100



Sources : Datastream, calculs SEFI

Le poste « *intangible* » à l'actif du bilan des sociétés américaines regroupe des postes de bilan hétérogènes. Ils résultent d'une double opération comptable en cas d'achat par une entreprise des titres d'une autre entreprise (OPA, OPE…). La différence entre la valeur d'achat et la valeur des fonds propres de l'entreprise cible est en effet ventilée en deux postes :

– d'une part les actifs incorporels qui regroupent des immobilisations incorporelles telles que les brevets, mais aussi des « actifs » sans délimitation précise telles que les marques ;

– d'autre part un solde, appelé « écarts d'acquisition » (« *goodwill* » au sens étroit) qui reste inscrit à l'actif et dont le traitement comptable a récemment évolué sous la pression des milieux d'affaire (au principe d'amortissement

s'est substitué celui des provisions dans le cas où il y aurait dépréciation de l'acquisition).

Encadré 8
Origine et évaluation de l'écart d'acquisition

En comptabilité d'entreprise, l'écart d'acquisition (le *goodwill* entendu au sens strict) est un poste inscrit à l'actif du bilan consolidé de la société mère (la société consolidante). Il résulte d'un regroupement de sociétés, en général à la suite d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange. L'écart constaté entre le prix payé par l'entreprise acheteuse et la valeur comptable du capital de la société acquise, appelé écart de première consolidation, est pris comme base pour calculer l'écart d'acquisition proprement dit.

Les immobilisations corporelles et incorporelles

Le fait que la valeur de marché du capital d'une société diffère de sa valeur comptable est dû en premier lieu à un effet de prix, puisque les actifs sont enregistrés à leur valeur d'entrée dans le bilan (coût historique) sans prise en compte d'une dérive des prix des biens anciens (terrains notamment). Il s'y ajoute en second lieu un effet de volume puisque le potentiel productif d'une société ne se réduit pas en général au capital fixe productif inscrit à son bilan sous la forme d' immobilisations corporelles :

- Une société peut avoir accumulé pour son propre compte des capacités productives non inscrites, puisque le bilan n'enregistre que les acquisitions ayant fait l'objet d'une transaction sur le marché. Le cas type concerne les activités de recherche et développement effectuées en interne, qui donnent lieu à des charges (salaires) et non à des immobilisations, mais d'autres travaux réalisés par l'entreprise pour elle-même peuvent être concernés (une entreprise de biens d'équipement peut utiliser par exemple ses propres produits).

- Une société peut bénéficier d'une position de marché favorable du fait d'une marque ou d'une position commerciale avantageuse (fonds de commerce, parts de marché…).

- D'une façon plus générale, l'efficience de la combinaison productive d'une entreprise ne peut pas être appréciée par ses seules acquisitions.

Le calcul de l'écart d'acquisition

Les actifs de la société achetée font l'objet d'une double estimation :

- Les immobilisations corporelles sont réévaluées pour tenir compte de l'évolution des prix et, le cas échéant, de l'existence d'actifs non comptabilisés jusque-là.

- Les immobilisations incorporelles donnent lieu à la création d'un nouveau poste regroupant la valeur des marques, des brevets et de la position commerciale, et dont l'estimation est le fait d'experts. Par exemple, la valeur d'une marque dépend des ventes additionnelles qu'elle permet et des coûts occasionnés par sa création et son entretien (publicité).

La réévaluation des immobilisations corporelles et la valeur des immobilisations incorporelles sont ensuite soustraites de l'écart de première consolidation afin de déterminer l'écart d'acquisition. Dans son bilan consolidé, la société acheteuse inscrit par conséquent à l'actif les immobilisations corporelles et incorporelles de la société acquise, ainsi que l'écart d'acquisition calculé par solde. Il importe de noter que celui-ci représente souvent une part très importante de l'écart initial.

Selon le système de normes comptables utilisé par la société consolidante, les méthodes d'évaluation de l'écart d'acquisition peuvent différer, même si les principes généraux d'évaluation des immobilisations incorporelles sont communs aux différents référentiels qu'utilisent les sociétés résidentes en France. L'évaluation de l'écart d'acquisition peut aussi dépendre du mode de règlement des parts de la société achetée, selon qu'il s'agit d'un paiement en espèces ou d'un règlement par échanges de titres.

L'amortissement de l'écart d'acquisition

En tant que poste inscrit à l'actif de la société, au même titre que les immobilisations corporelles, les immobilisations incorporelles peuvent faire l'objet d'un amortissement exprimant une réduction de leur valeur au cours du temps. C'est notamment le cas pour les brevets dont la durée de vie est connue. Mais pour d'autres actifs incorporels, tels que les marques, le principe d'un amortissement est controversé. En effet, de même que les terrains, en tant qu'actifs non produits, ne sont en général pas amortis, il pourrait en être de même d'une marque dont la pérennité est difficile à estimer. L'amortissement représenterait une charge additionnelle aux dépenses de publicité liées à la marque.

La nécessité d'amortir l'écart d'acquisition lui-même soulève des questions plus délicates encore. S'il exprime des gains de productivité liés au regroupement des deux entreprises (synergies, économies d'échelle ou d'envergure…) le principe d'un amortissement est contestable, puisque ces gains, une fois acquis n'ont aucune raison de se réduire avec le temps. Il est toutefois difficile d'estimer par des méthodes comptables ce que le regroupement apporte en supplément aux actifs déjà recensés. L'écart d'acquisition dérivant d'une estimation de marché (la valeur de l'offre publique), on peut aussi supposer que, si les marchés sont efficients, ils valorisent correctement ce supplément de valeur.

Par ailleurs, en tant que poste comptable de l'actif, l'écart d'acquisition peut faire l'objet d'un examen périodique de sa valeur, qui peut donner lieu soit à un amortissement, soit à une provision. Cependant les normes comptables sont encore assez hétérogènes sur ce point :

- Les normes françaises acceptent le principe d'un amortissement sans fixer de durée maximale. Dans les faits, la période d'amortissement est généralement assez longue, de vingt à quarante ans.

- Les normes américaines (US GAAP) n'autorisent aucun amortissement. Les écarts d'acquisition doivent donner lieu chaque année à un test d'évaluation qui peut imposer, en cas de réduction de l'écart d'acquisition, une provision pour moins-value.

- Les normes internationales (IAS) supposent que la période maximale d'amortissement est de vingt ans. Toutefois, la période d'amortissement et la valeur de l'écart d'acquisition doivent être reconsidérées, l'une et l'autre, tous les ans, et des règles très précises définissent les cas où des dépréciations doivent être enregistrées.

Ces deux éléments posent problème, le premier parce qu'il comporte une forte opacité et une dimension hautement spéculative, le second parce qu'il a considérablement augmenté en fin de période, sous l'effet notamment des très nombreuses opérations de fusion ou d'acquisition intervenues dans le contexte d'un marché haussier. Il existe par conséquent un risque de dépréciation des capitaux propres du groupe, s'il s'avère, dans un futur plus ou moins proche, que les prix d'acquisition des filiales ont été largement surévalués et que les dirigeants d'entreprise se trouvent mis dans l'obligation de procéder à des opérations de « vérité des comptes ». Une configuration boursière défavorable suscite alors un risque non négligeable de contraction du résultat par imputation de provisions pour dépréciation (encadré 9).

En définitive, la discussion sur l'effet de levier dont les grandes entreprises ont bénéficié aux États-Unis au cours des années quatre-vingt-dix conduit à porter une appréciation nuancée sur la pérennité de la hausse de leurs taux de rendement financier. En effet, cette hausse est fondée pour l'essentiel sur la baisse des taux d'intérêt, puisque le taux de rendement économique du capital engagé reste pratiquement stable d'une décennie à l'autre, lorsque l'on fait abstraction du caractère cyclique de la croissance. Dans ce contexte, les menaces inhérentes au niveau du taux d'endettement des entreprises et qui pèsent sur la viabilité en longue période de la hiérarchie entre les différents taux de rendement des actifs en capital ne proviennent pas du montant des dettes qui aurait atteint une proportion alarmante au regard des fonds propres. Mais elles tiennent surtout au montant des fonds propres eux-mêmes qui risquent d'apparaître surévalués compte tenu des fortes incertitudes qui affectent l'évaluation des actifs incorporels. Dans ces conditions, une réévaluation à la

hausse du taux d'endettement sous l'effet d'une dépréciation massive des capitaux propres conduirait à une recrudescence des risques d'insolvabilité.

Encadré 9
Chute des cours boursiers et dépréciation du *goodwill*

Conformément à leur vocation d'évaluation publique, les marchés boursiers répercutent sur le cours de l'action d'une entreprise une dépréciation de ses actifs immatériels qui peut être imputée à une cause bien identifiée : une détérioration de son image de marque, la perte d'un réseau de clientèle ou le départ de collaborateurs disposant d'un savoir-faire particulier qui a contribué à la valorisation de l'entreprise...

Mais dans un contexte de baisse généralisée des cours boursiers, c'est la baisse de cours elle-même qui est à l'origine d'une dépréciation du *goodwill* en tant qu'actif non identifié. Cette dépréciation est susceptible, selon son ampleur, de déclencher un processus cumulatif à la baisse. En effet, lorsque la correction de cours exprime une mise en cause des gains espérés à l'occasion d'opérations de fusion ou d'acquisition, les écarts d'acquisition et les autres immobilisations immatérielles apparaissent surévalués, parce que les achats de filiales ont été effectués à des prix qui étaient eux-mêmes surévalués.

Au plan comptable, l'application du principe de l'inventaire fait apparaître une moins-value justiciable d'une provision ou d'un « *write-off* » (passage en pertes sans provision). Le résultat net de l'entreprise s'en trouve réduit d'autant. Mais la diminution du résultat se manifeste aussi par une modification de la structure du passif de l'entreprise, qui risque d'ébranler à nouveau la confiance des opérateurs financiers.

Dans ce cas, la dépréciation du *goodwill* est susceptible de générer une série d'ajustements qui ne se limitent pas à un simple jeu d'écritures comptables et qui peuvent affecter le cash lui-même de l'entreprise. Les risques d'illiquidité encourus peuvent être gradués en fonction de leur gravité de la manière suivante :

(1) *Une dégradation de la notation*, sanctionnant une détérioration du taux d'endettement, provoquera un renchérissement du coût des emprunts (accroissement de la prime de risque sur les titres obligataires ou du *spread* exigible des banques), ce qui contraint l'entreprise à réduire son programme d'investissement ou à limiter son périmètre d'activité, quitte à effectuer des cessions d'actifs, afin de redresser sa situation financière ;

(2) *Un rationnement du crédit*, consécutif aux doutes des prêteurs sur la solidité des collatéraux, se traduira par des obligations de paiement non renouvelées au passif, ce qui oblige l'entreprise à puiser sur sa trésorerie et donc à vendre des actifs dans des conditions d'urgence et de dégradation du marché. Ces transactions révèlent du même coup la valeur de marché des actifs détenus par la société, ce qui risque de

renforcer la défiance des agents financiers sur l'évaluation passée du *goodwill* (menace d'un cercle vicieux).

Dans les deux cas, on assistera à un transfert du contrôle de l'entreprise des actionnaires vers les prêteurs.

La difficulté de statuer sur la gravité des conséquences provoquées par une correction boursière sévère tient notamment à l'information très lacunaire dont disposent les opérateurs financiers quant aux *engagements de hors bilan* pris par l'entreprise et qui ont pour support les cours boursiers. C'est en particulier le cas :

a) lorsque l'entreprise s'est engagée sur un prix de rachat de ses propres actions auprès de leurs détenteurs, options souscrites fréquemment à l'occasion d'OPE (pactes d'actionnaires) ;

b) lorsque l'entreprise s'est endettée en émettant des obligations convertibles en actions. Les créanciers ne faisant pas jouer la clause de conversion en cas de perte de confiance sur l'action de la société débitrice, cette dernière doit rembourser en cash ;

c) lorsque l'entreprise s'est endettée par l'intermédiaire de filiales non consolidées, avec des garanties de paiement de la maison-mère.

1.2. La rentabilité des entreprises en France

La rentabilité économique et financière des entreprises en France est examinée en suivant la même démarche que précédemment. Pour des raisons de fiabilité et de cohérence concernant les données statistiques disponibles, le rapport focalisera son attention sur les comptes consolidés des entreprises non financières du CAC 40. Ce choix est destiné à éviter les biais d'évaluation qui surgissent, lorsque l'on se réfère aux comptes sociaux d'entreprise (annexe 4).

Selon une démarche identique à celle que nous avons adoptée pour les États-Unis, sont successivement examinées la rentabilité financière et la rentabilité économique des entreprises en France afin de spécifier le rôle du levier d'endettement. À chaque étape, nous ferons ressortir les similitudes et les divergences entre les deux économies pour repérer les particularités qui ont modelé leurs régimes de croissance respectifs.

La rentabilité financière des entreprises du CAC 40

La rentabilité financière des entreprises, le *ROE*, est appréciée à partir des mêmes indicateurs que ceux utilisés dans le cas des États-Unis (encadré 10). Seules les entreprises non financières du CAC 40 sont retenues. Elles présentent l'avantage d'offrir des comptes assez homogènes puisque calés sur les normes internationales de consolidation, ce qui accroît la pertinence d'une mesure agrégée de leurs performances.

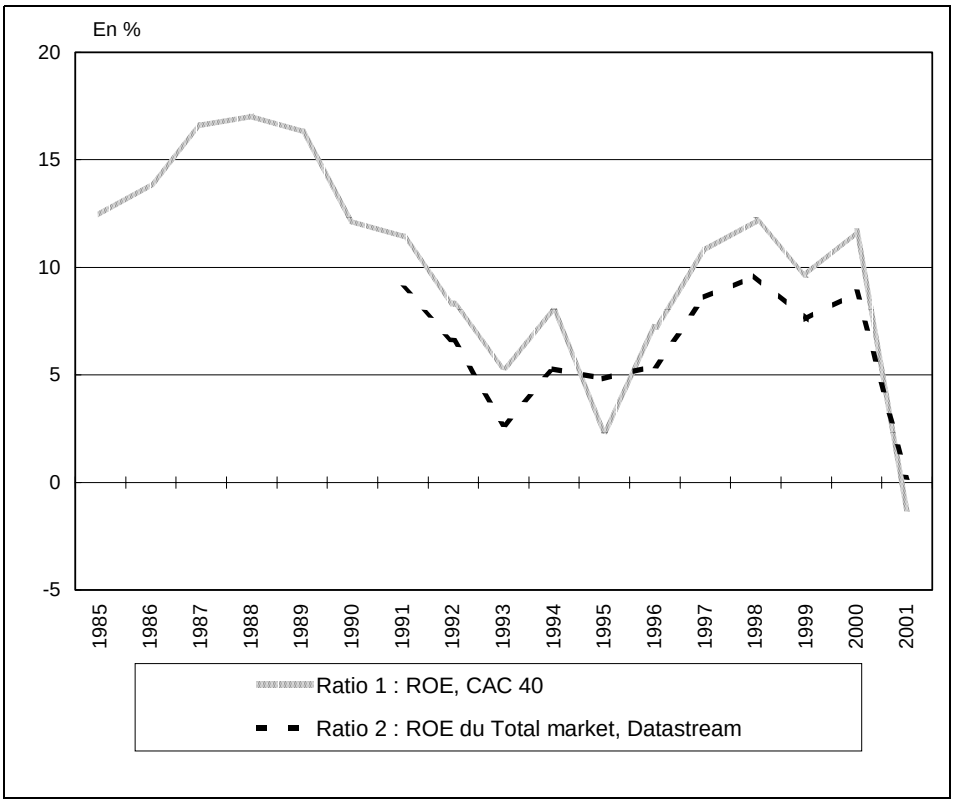
Encadré 10
L'évaluation de la rentabilité financière
des entreprises non financières du CAC 40

Le ratio 1 rapporte le « résultat net » agrégé des entreprises non financières du CAC 40 à leurs capitaux propres agrégés (capital + réserves), ce qui permet de remonter jusqu'en 1985.

Le ratio 2 repose sur le même calcul que précédemment mais il s'appuie sur des séries directement agrégées (*Total Market*) fournies par *Datastream*. Il correspond par conséquent à un échantillon beaucoup plus large d'entreprises financières ou non (200 environ), ce qui accroît sa représentativité. Il comporte toutefois un sérieux inconvénient, parce qu'il est mesuré sur une période plus courte.

L'évolution du *ROE* acquiert en France un profil nettement différent de celui que nous avons constaté dans le cas des États-Unis pour deux raisons essentielles (graphique 14).

Graphique 14
Le *ROE* des entreprises non financières du CAC 40



Sources : Datastream, calculs SEFI

- En premier lieu, contrairement à la tendance haussière qui caractérise l'évolution du *ROE* aux États-Unis au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, on assiste à un fléchissement sensible du *ROE* à la baisse en France au cours des mêmes années. En effet, son niveau moyen chute de 15 % à 11 % lorsque l'on compare la fin des années quatre-vingt à la seconde moitié des années quatre-vingt-dix [1].

---

(1) L'estimation du niveau atteint par le ROE à la fin de la dernière décennie, à laquelle nous parvenons, est très proche des taux de 11,3 % et de 11,2 % établis respectivement par C. Picart pour l'année 2000 pour les entreprises du CAC 40 et pour l'ensemble des sociétés cotées (« Actions non cotées, modes de valorisation et poids économique », Rapport du groupe de travail présidé par J.-P Milot, sept.2002, p. 223)

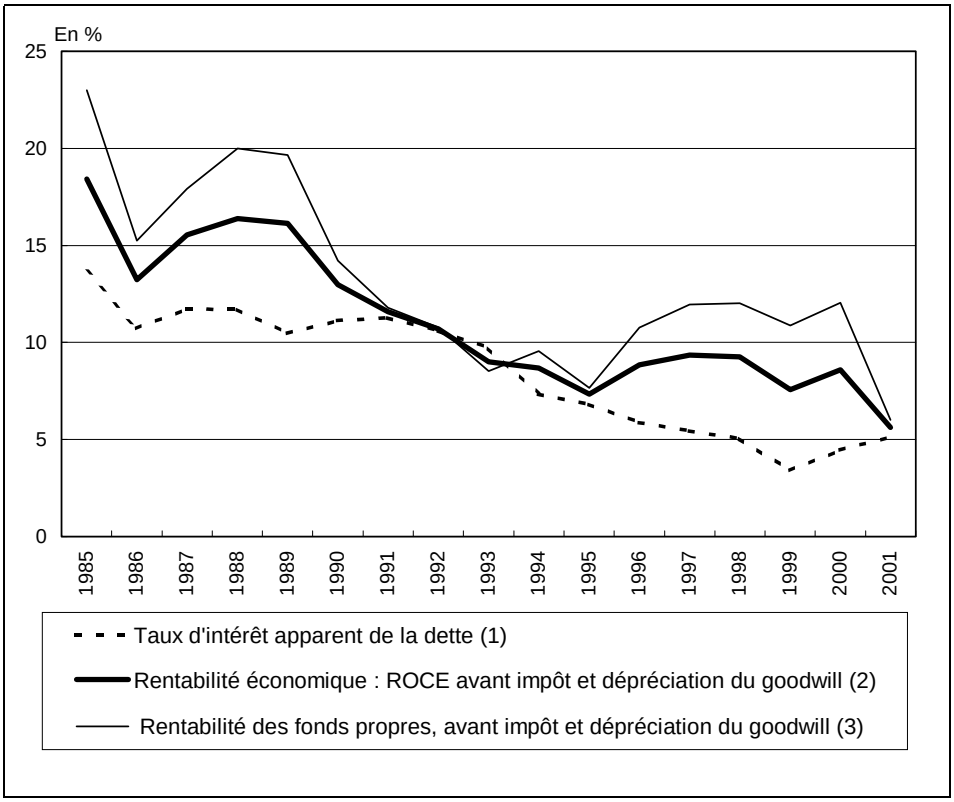
- En second lieu, on constate un retournement du cycle d'activité à la fin des années quatre-vingt en France comme aux États-Unis, qui se traduit par une chute brutale du *ROE*, d'une ampleur comparable d'un pays à l'autre. Cependant, au lieu de s'interrompre rapidement au début des années quatre-vingt-dix comme dans le cas américain, cette baisse se prolonge sur plusieurs années dans le cas français, et il faut attendre le milieu des années quatre-vingt-dix pour observer un renversement de tendance à la hausse. Ce décalage dans le déroulement du cycle montre bien le poids des difficultés rencontrées en Europe dans la reprise de l'activité économique.

Toutefois, ce tableau contrasté doit être nuancé en rappelant qu'il s'agit ici de taux de rendement nominaux. Or, le contexte a radicalement changé en France entre le début des années quatre-vingt qui est caractérisé par une forte inflation, et la fin des années quatre-vingt-dix où les tensions inflationnistes ont pratiquement disparu. Il s'ensuit que la baisse du *ROE* de 15 % à 11 % recouvre de fait un rendement réel accru des titres boursiers et, par suite, un alourdissement de la contrainte de rendement qui pèse sur l'activité des entreprises. Pour approfondir cette interprétation, il est nécessaire d'examiner l'évolution de la rentabilité économique des entreprises et l'action du levier d'endettement.

La rentabilité économique des entreprises et le levier d'endettement

Contrairement au constat effectué aux États-Unis où la rentabilité économique des entreprises s'inscrit sur une tendance moyenne pratiquement stable autour de 11-12 % au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, le *ROCE* subit en France une dégradation de grande ampleur d'une décennie à l'autre (graphique 15). Amorcée à la fin des années quatre-vingt, sa baisse se poursuit de façon continue jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix, de sorte que son niveau moyen chute de 14 % à 9 %. Bien entendu, la remarque que nous avons faite plus haut concernant la disparition de l'inflation d'une période à l'autre vaut pour le *ROCE* comme pour *ROE*, mais le contraste entre les deux économies n'en reste pas moins saisissant.

Graphique 15
La décomposition comptable de l'effet de levier
des entreprises non financières du CAC 40



Note : Contrairement au cas américain, pour des raisons de conventions comptables spécifiques à la France, le ROCE et la rentabilité financière sont évalués ici avant dépréciation du goodwill. En revanche, le ROE français (graphique 14) tient compte de la dépréciation du goodwill comme le ROE américain. Ceci explique que la baisse du ROE en fin de période soit bien plus marquée que celle de la rentabilité financière qui est calculée ici pour pouvoir procéder à une stricte décomposition comptable sur la base des résultats d'exploitation minorés des charges d'intérêt.
Sources : Datastream, calculs SEFI

Le levier d'endettement, quant à lui, est à l'origine d'un écart entre la rentabilité financière et la rentabilité économique des entreprises en France, qui s'explique par les mêmes raisons qu'aux États-Unis (graphique 15). En effet, son action positive est avant tout due à la baisse des taux d'intérêt au cours des années quatre-vingt-dix. Toutefois, le levier d'endettement joue un rôle bien moindre en France, parce que la baisse des taux d'intérêt est strictement parallèle à la

dégradation du *ROCE* pendant toute la première moitié des années quatre-vingt-dix. Son effet est donc nul au cours de cette période. Il ne devient positif que dans la seconde moitié de la décennie. Mais à cette date, les taux d'intérêt se stabilisent, compte tenu du bas niveau qu'ils ont atteint. Il s'ensuit un faible écart entre le *ROCE* et le taux d'intérêt moyen qui s'applique à l'ensemble des dettes, ce qui atténue l'effet de levier.

De façon plus inattendue, le poids de l'endettement dans le total du capital engagé cesse de décroître après 1987 et se redresse après 1997 (graphique 16). Le mouvement de désendettement prolongé qui est souligné par la plupart des études empiriques est très peu apparent sur les données étudiées ici. Il se concentre entre 1985 et 1987, alors que selon la centrale des bilans il serait marqué de 1984 à 1989, notamment dans les grandes entreprises et se serait poursuivi plus modérément jusqu'en 1996 (M. Bardos, D. Lefilliatre et J. Cordier, 1995 ; M. Fried, D. Plihon et M. Sabord, 1997 ; CNCT, 1999). Sans lever toutes les incertitudes statistiques, il faut noter que l'agrégation des comptes sociaux par la centrale des bilans tend à sur-pondérer les capitaux propres par rapport aux comptes consolidés, les participations croisées occasionnant un comptage multiple des détentions croisées. Dans une période marquée par la montée des prises de contrôle, une partie de l'augmentation mécanique du poids des capitaux propres peut être interprétée abusivement comme du désendettement (voir annexe 4), notamment en ce qui concerne les grandes entreprises [1].

Pour apprécier la viabilité en longue période de la hiérarchie qui s'instaure entre les taux de rendement des titres boursiers et des créances, il ne suffit pas d'examiner l'ampleur de l'effet de levier. Il est nécessaire de s'interroger aussi sur la solidité de la structure de bilan des entreprises.

La structure de bilan des entreprises et les risques de surendettement

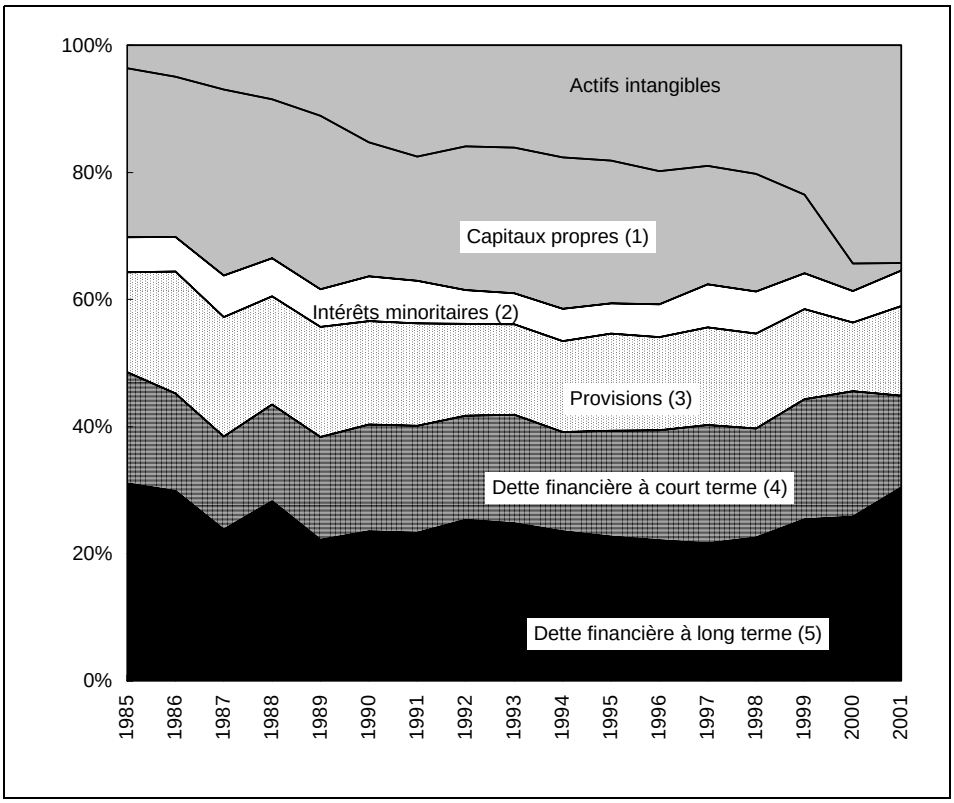
Les entreprises ont un niveau d'endettement en France comparable à celui que l'on observe aux États-Unis. Ainsi que cela vient d'être signalé, la stabilité de leurs comportements après 1987 diffère du diagnostic le plus communément admis d'un désendettement prolongé, mais elle est conforme en définitive au

---

(1) Pour prendre en compte cet élément, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France publiera à la rentrée des séries d'endettement rapportées à la valeur ajoutée. Ce ratio calculé à partir de 1990 confirme la relative stabilité de l'endettement jusqu'en 1997 et épouse un profil similaire à l'indicateur présenté dans ce rapport (voir annexe 4).

contexte de décrue des taux d'intérêt effectifs qui s'amorce après 1990. Cependant, il importe de compléter le tableau en notant qu'on assiste en France, à la différence des États-Unis, à une inflexion sensible à la hausse du taux d'endettement après 1998. Ce changement n'a rien d'alarmant en soi, puisqu'il intervient à une date où les taux d'intérêt sont peu élevés et où l'activité est en forte expansion. En revanche, il suscite quelques inquiétudes, parce qu'il s'accompagne d'une vigoureuse progression des actifs intangibles susceptibles de subir une forte dépréciation (graphique 16).

Graphique 16
La structure du capital engagé des entreprises non financières du CAC 40



Sources : Datastream, calculs SEFI

L'importance du *goodwill* dans l'actif des entreprises du CAC 40 en France apparaît beaucoup plus forte que pour leurs homologues du S & P 100 aux États-Unis (tableau 11). En effet, le *goodwill* représente pratiquement l'équivalent des capitaux propres des entreprises dans le cas français, soit plus d'un tiers du capital engagé, contre près de 60 % des capitaux propres des

entreprises dans le cas américain, soit un quart de l'actif total. La progression accélérée du *goodwill* a les mêmes causes dans les deux économies. Elle s'explique par l'ampleur des opérations de fusion et d'acquisition réalisées au cours des années 1999-2001, c'est-à-dire dans un contexte d'emballement des cours boursiers. Il s'ensuit que les risques d'une dépréciation forte des actifs se sont considérablement aggravés en fin de période. Dans ces conditions, la structure de bilan des entreprises est sensiblement plus fragile en France qu'aux États-Unis.

Tableau 11
Actifs intangibles en pourcentage des capitaux propres
sur la base des rapports annuels de 15 sociétés du CAC 40 (1)
et des données de Datastream, comptes au 31 décembre 2001

En % des capitaux propres	Écart d'acquisition (1)	Autres immobilisations incorporelles (2)	Intangibles (1) + (2)	Intangibles
	Sur la base des rapports annuels			Datastream
ACCOR	45,4	12,9	58,3	65,4
ALCATEL	54,6	4,9	59,5	59,5
Bouygues	7,7	71,9	79,6	82,9
Carrefour	131,7	22,9	154,6	154,6
Danone	85,3	29,2	114,5	108,5
France-Telecom	165,8	86,3	252,1	213,2
Lafarge	63,1	40,9	104,0	108,1
L'Oréal	9,5	57,3	66,9	73,4
LVMH	52,4	64,3	116,7	119,1
Michelin	8,0	2,9	10,9	11,2
Peugeot	21,6	1,8	23,4	23,9
Schneider Electric	45,8	2,5	48,3	50,2
Saint-Gobain	50,9	15,1	66,0	67,6
Total Fina	7,2	2,3	9,4	8,8
Vivendi	102,4	63,4	165,8	170,8
Moyenne	65,9	35,6	101,6	100,0
hors France-Télécom	52,7	28,9	81,5	82,1

(1) Ces 15 entreprises représentent 70 % des fonds propres du CAC 40.
Remarque : La dernière colonne permet de vérifier qu'en dépit de quelques retraitements marginaux, les « Company Accounts » de Datastream fournissent des ordres de grandeur très voisins de l'information que publient les sociétés du CAC 40 dans leurs rapports annuels.
Sources : Rapport annuel 2001 des entreprises mentionnées, Datastream, calculs SEFI

2. La rentabilité des entreprises au regard de la comptabilité nationale

La comptabilité nationale offre une image sensiblement découplée de la précédente, tant en niveau qu'en profil (C. Berthier, O. Leclerc, 1993). Ce constat sème un certain trouble et peut inciter à renvoyer dos à dos les deux systèmes d'évaluation, l'un biaisé par les habillages comptables et la valorisation historique, l'autre pénalisé par l'absence de consolidation et le caractère agrégé de ses données. Pourtant la comptabilité nationale, lorsqu'elle retrace les flux tout au moins, est très largement alimentée par l'information comptable des entreprises. Même si les évaluations des encours diffèrent d'un système comptable à l'autre, on pourrait s'attendre à une certaine similitude des profils.

Cette partie se propose de spécifier les principaux résultats issus de la comptabilité nationale, puis, de sélectionner les ratios les plus pertinents afin de faire ressortir les éléments de concordance ou d'expliciter les sources d'écarts avec la comptabilité d'entreprise aux États-Unis puis en France.

2.1. Rentabilité et risque des sociétés non financières aux États-Unis

Rentabilité économique et rentabilité financière

L'interprétation des profils de la rentabilité économique (encadré 11) sur longue période des sociétés non financières américaines (graphique 17, courbe 1) conduit à s'interroger sur l'éventualité d'une inflexion tendancielle à la hausse après 1983. Ce diagnostic risque de reposer sur quelques points atypiquement faibles en début de période et atypiquement élevés au milieu de la décennie quatre-vingt-dix. En se référant à des phases de cycle identiques, la tendance à première vue incertaine après 1983 semble légèrement positive. En reliant les points bas ou les points hauts du cycle, entre le début des années quatre-vingt et le début des années deux mille, la rentabilité gagne de l'ordre de un demi-point à un point. L'inflexion apparaît donc de faible ampleur [1].

(1) Il convient de tenir compte de la grande incertitude qui affecte le point bas de 2001.

Encadré 11
Rentabilité économique et financière en comptabilité nationale américaine

Aux États-Unis, la rentabilité économique est calculée selon une formule courante mise en pratique par le BEA :

(profits avant impôt + flux nets d'intérêt) / ensemble des actifs tangibles (structures, équipements et software, stocks) [1].

Le numérateur est évalué après « *Inventory Valuation Adjustment* » (*IVA*), et « *Capital Consumption Adjustment* » (*CCA*). Ces deux postes redressent les résultats nets d'exploitation des entreprises, pour tenir compte des hypothèses d'évaluation des stocks et de la consommation de capital fixe propres à la comptabilité nationale. Le second terme d'ajustement incorpore notamment le fait que les amortissements sont évalués sur la base du coût de remplacement du capital d'exploitation.

Le dénominateur est estimé à son coût de remplacement. Cependant la comptabilité nationale américaine, à la différence de la française, produit une évaluation du capital d'exploitation à son coût historique. Dans ce cas, la rentabilité d'exploitation peut être évaluée selon des conventions proches de celles de la comptabilité d'entreprise. Le profit retenu au numérateur sera appréhendé avant *IVA* et *CCA*. En effet, il est plus cohérent de retracer les profits lorsque l'amortissement et l'évaluation des stocks (à l'entrée et à la sortie des comptes) sont faits sur une base historique. Cette correction est importante en période de forte inflation, mais elle l'est beaucoup moins dans la période récente.

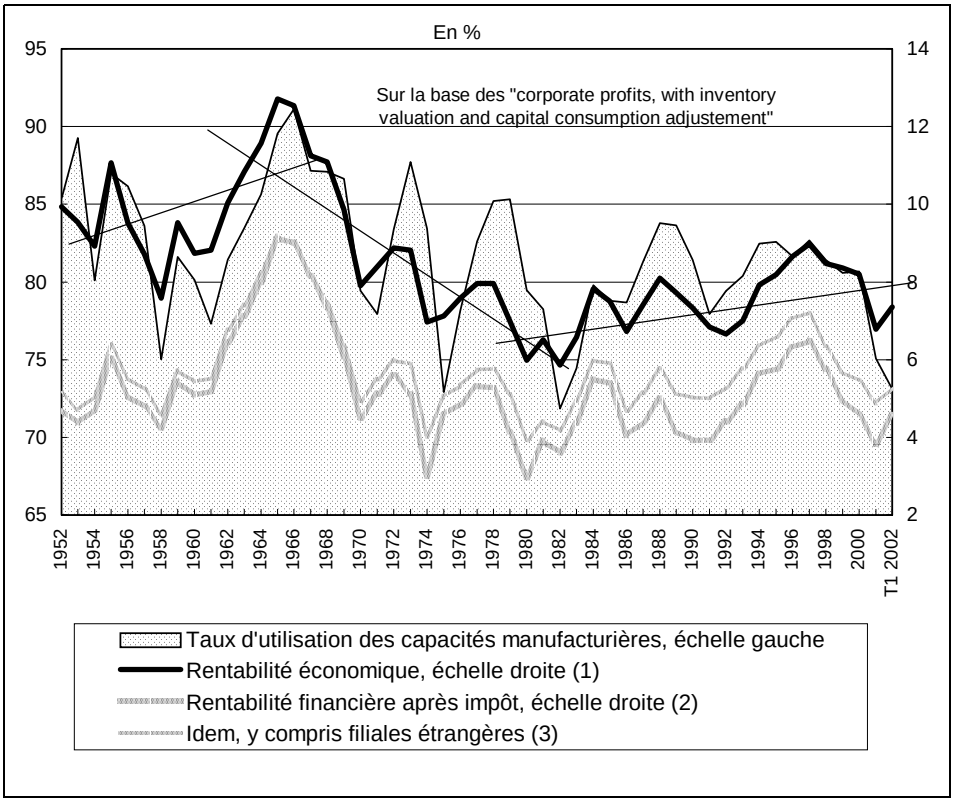
Plusieurs affinements supplémentaires sont possibles. La rentabilité d'exploitation peut notamment être calculée sur un périmètre mondial. Dans ce cas le dénominateur est élargi aux encours d'investissement direct américain détenu à l'étranger et le numérateur incorpore le résultat d'exploitation dégagé par les filiales américaines à l'étranger.

La rentabilité financière, quant à elle, est calculée comme un profit après impôt et intérêts versés, rapporté à la richesse nette des entreprises, évaluée au coût de remplacement du capital. Les mêmes variantes que celles proposées pour la rentabilité économique peuvent être réalisées : coût historique, périmètre mondial.

---

(1) Notre mesure ne diffère de cette méthode que par le fait que le dénominateur à été élargi aux crédits fournisseurs nets des dettes afin de se rapprocher d'un concept de besoin en fonds de roulement. Cet élément ne modifie que de façon infime le résultat obtenu par rapport aux séries du BEA.

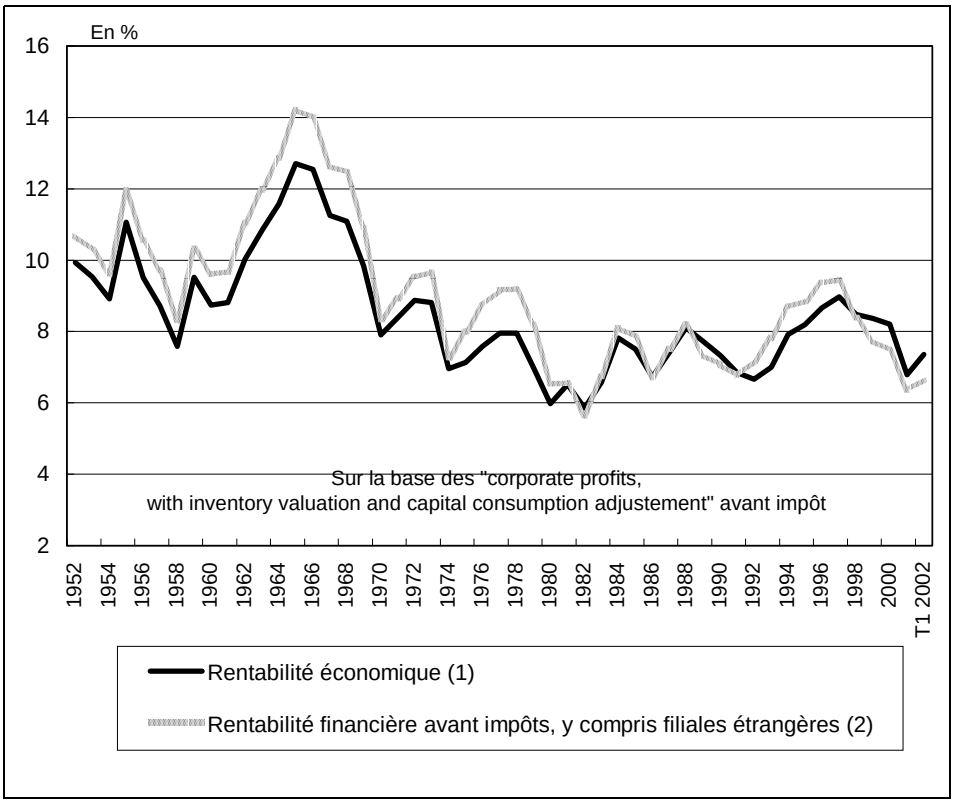
Graphique 17
Rentabilité économique et taux d'utilisation des capacités manufacturières



Source : BEA

La rentabilité financière évaluée au coût de remplacement (graphique 17, courbe 2) offre le même profil général que la rentabilité économique et oscille entre 4 et 6 % au cours des deux dernières décennies. Son niveau est rehaussé de près d'un point en fin de période lorsque l'on tient compte au numérateur des profits dégagés par les filiales étrangères et au dénominateur des participations à l'étranger sous forme d'investissement direct (courbe 3). Cet écart permanent entre la rentabilité financière et économique est très largement imputable au fait que la rentabilité financière est calculée après impôts, contrairement à la rentabilité économique. Lorsque l'on élimine l'effet de la fiscalité (graphique 18), l'impression visuelle d'un effet de levier en permanence négatif disparaît, laissant présager l'existence de sous-périodes durant lesquelles l'effet de levier joue positivement.

Graphique 18
Rentabilité économique et financière, au coût de remplacement secteur des sociétés non financières, FoF



Sources : FoF, calculs SEFI

Comparaison entre comptabilité privée et comptabilité nationale

Un premier rapprochement des mesures de rentabilité qui viennent d'être présentées avec celles issues de la comptabilité d'entreprise montre que les profils et la chronique des inflexions sont assez voisins en ce qui concerne premièrement la rentabilité économique et deuxièmement la rentabilité financière.

A) La rentabilité économique

Dans un système comptable comme dans l'autre, les fluctuations de la rentabilité économique reflètent les principales phases du cycle économique (graphique 19). La rentabilité culmine à des niveaux semblables dans les phases hautes du cycle des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

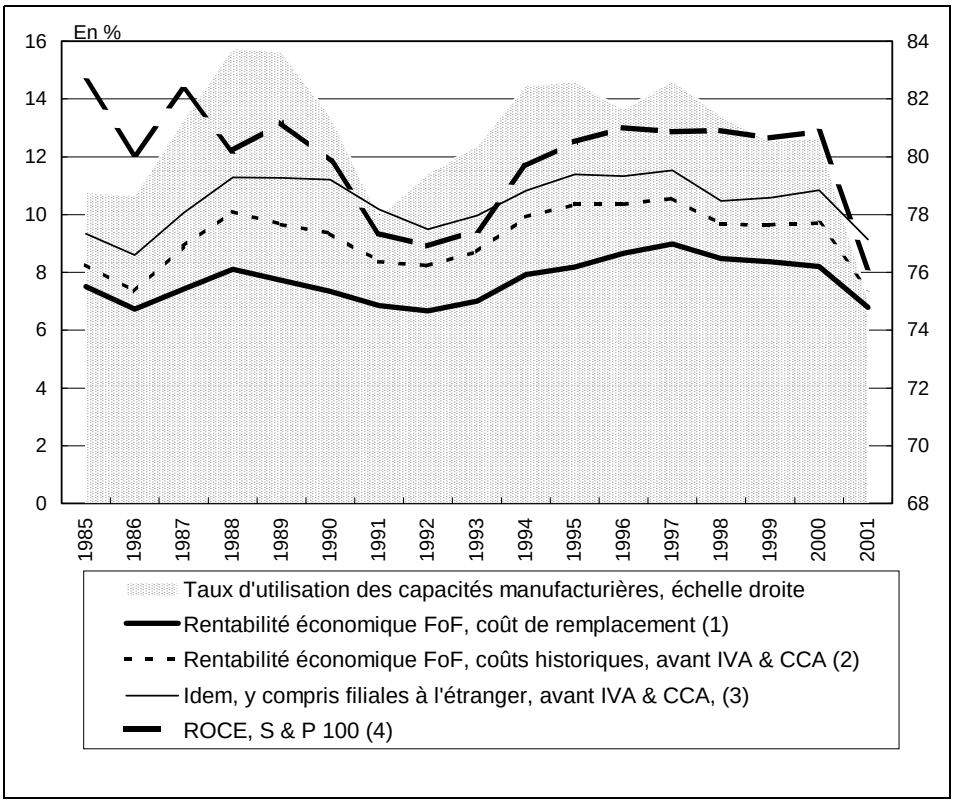
En ce qui concerne les niveaux moyens, la comptabilité nationale renvoie des ordres de grandeur plus faibles. Cet écart peut être réduit sensiblement lorsque l'on se rapproche des conventions de la comptabilité d'entreprise qui évalue les actifs en coût historique et qui tient compte du périmètre mondial des entreprises :

- lorsque l'on utilise une série de capital évaluée au coût historique (évaluation fournie par le BEA depuis 1952), la rentabilité moyenne est rehaussée de deux points ;

- l'ajout au dénominateur des encours d'investissement direct et des flux de profit dégagés à l'étranger réduit encore l'écart avec les ratios d'entreprise, mais beaucoup plus marginalement.

Après toutes ces corrections, un écart de deux points environ subsiste. Il peut tenir à la différence de champ, les ratios issus de la comptabilité d'entreprise ne portant que sur les premières capitalisations. Il tient probablement également à des différences d'hypothèses concernant les durées de vie des équipements et des bâtiments. Rien n'indique que le BEA calque ses hypothèses sur celles des entreprises lorsqu'il évalue le stock de capital au coût historique selon la méthode de l'inventaire permanent.

Graphique 19
Rentabilité économique selon les FoF et les comptes consolidés des 100 premières capitalisations



Sources : FoF, calculs SEFI

B) La rentabilité financière

La réconciliation des différentes mesures de rentabilité financière entre comptabilité nationale et comptabilité d'entreprise est en revanche beaucoup plus problématique. Le *ROE* mesuré d'après les comptes consolidés des entreprises manufacturières non cycliques ou des 100 premières capitalisations américaines suit les mêmes inflexions de court terme que les séries mesurées d'après les comptes des sociétés non financières en comptabilité nationale (graphique 20). Mais les séries longues révèlent de fortes divergences sur les niveaux et les tendances. Des harmonisations similaires à celles proposées pour la rentabilité économique (prise en compte du capital à son coût historique,

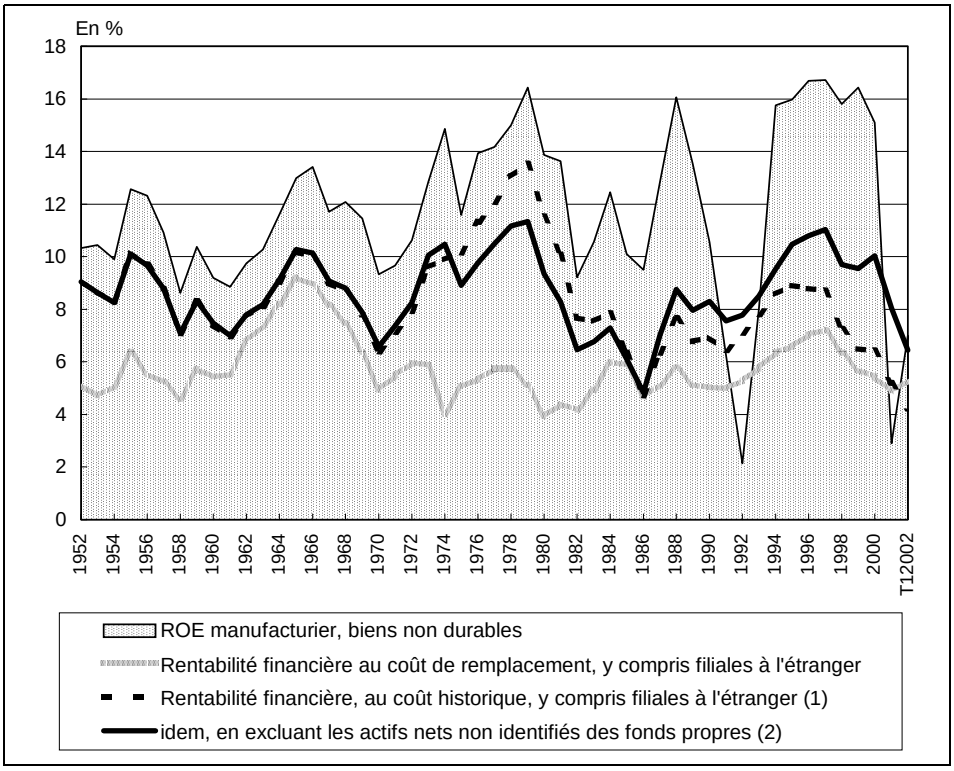
estimation des profits avant *IVA* et *CCA*, incorporation des capitaux et des profits des filiales étrangères) permettent de faire un premier pas vers la réconciliation, mais elles ne lèvent pas toutes les interrogations :

- Avant 1980, la confrontation des différentes mesures de rendement montre d'une part que le haut niveau de rentabilité financière calculé sur la base des comptes d'entreprises au cours des années soixante-dix est largement imputable à un phénomène d'illusion nominale. Les périodes d'inflation induisent en effet une sous-estimation des amortissements et engendrent des plus-values mécaniques sur les stocks qui majorent les profits et par suite la rentabilité. Tout en restant dans le cadre de la comptabilité nationale, la conversion des fonds propres à leur valeur historique et la référence aux profits avant *IVA* et *CCA* améliorent avant 1980, la cohérence entre la comptabilité nationale et la comptabilité privée (courbe 1). Cette mesure met en lumière le biais inflationniste qui dope les *ROE* avant 1980.

- Après 1980, la forte valorisation des créances et des fonds propres (différence entre le total de l'actif au prix de marché et des dettes), écrase la progression de la rentabilité financière en comptabilité nationale. Les différentes hypothèses testées ici incitent à penser que l'écart croissant entre le *ROE* et la rentabilité financière mesurée en comptabilité nationale est largement imputable à cet effet de valorisation qui est intégralement et immédiatement pris en compte par la comptabilité nationale. Premièrement, le décrochage s'effectue au moment où ces effets de valorisation sont supposés jouer positivement sur les titres financiers, puisque s'entame alors le mouvement de reflux des taux d'intérêt à partir de 1983. Or, simultanément, la comptabilité nationale ne rend pas compte des revenus exceptionnels issus de la réalisation des plus-values. Deuxièmement, le poste qui se valorise le plus à l'actif est classé sous l'appellation « *miscellaneous assets* ». On peut le considérer très largement comme le fruit d'une déconsolidation partielle des créances intra-groupe entre entités non financières et financières, pour répondre aux clivages de la comptabilité nationale. Ce poste important est donc sensible aux fluctuations du marché des titres. En comptabilité d'entreprise, cet effet est atténué puisque ces créances et dettes intra-groupe seront soldées et qu'il ne reste plus au bilan qu'une valeur nette évaluée au prix d'émission et d'acquisition des différents actifs. En définitive, le dénominateur à l'œuvre dans la mesure de rentabilité financière dans les *Flows of Funds* est gonflé par des plus-values financières latentes, ce qui tend à réduire le niveau du ratio apparent. Lorsque l'on réduit le dénominateur de la richesse nette adossée aux « *miscellaneous assets and miscellaneous liabilities* », la corrélation entre le

ROE et la rentabilité financière en comptabilité nationale en sort renforcée, notamment en fin de période (courbe 2).

Graphique 20
Rentabilité financière après impôts selon les FoF
et les comptes d'entreprises



Note : Il ne faut pas perdre de vue dans ce graphique que le plongeon du ROE en 1992-1993 relève de facteurs comptables exceptionnels (provisions). Il ne se retrouve donc pas en comptabilité nationale.
Sources : FoF, calculs SEFI, Datastream

Pour conclure, la comptabilité nationale, même si elle renvoie des ordres de grandeur moindres que ceux de la comptabilité privée, tend à confirmer, après correction de l'illusion nominale, le mouvement de hausse de la rentabilité financière au cours des deux dernières décennies. Elle confirme en outre que la rentabilité financière avant impôts a probablement excédé la rentabilité économique à partir du milieu des années quatre-vingt.

Effet de levier et structure des bilans

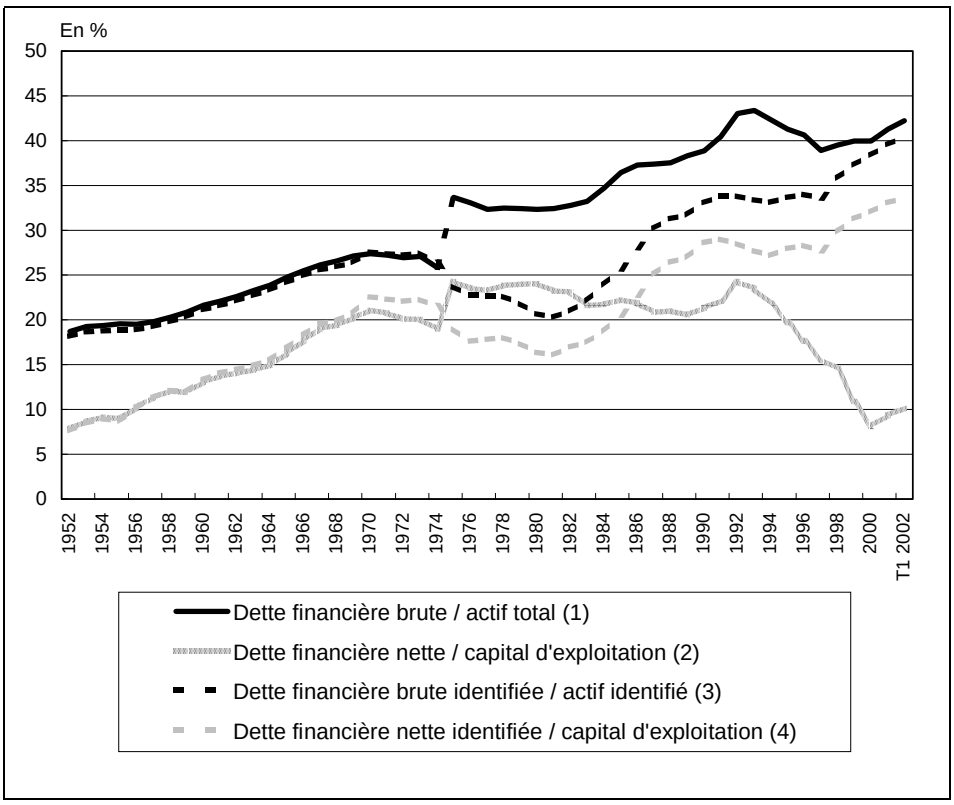
Il reste à instruire à ce stade la question d'une éventuelle montée de l'endettement des entreprises américaines au cours des années quatre-vingt-dix. Nous avons vu plus haut (dans le cadre de la comptabilité d'entreprises) que ce thème récurrent trouvait peu d'assise empirique, mais qu'une partie appréciable de l'actif était exposée à un risque de dépréciation.

Lorsque l'on aborde ce thème à travers le prisme de la comptabilité nationale, les conclusions restent très floues. Cela tient encore pour une large part au traitement que l'on fait des actifs et passifs non identifiés « *miscellaneous assets and miscellaneous liabilities* ». Ces derniers représentent en effet près d'un tiers de l'endettement brut et plus des trois quarts de l'actif financier des sociétés américaines au début de 2002.

La structure des capitaux engagés au passif indique une montée de l'endettement brut total (graphique 21, courbe 1) au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, suivie d'un plateau (plus précisément d'une phase de baisse puis de remontée). Ce profil est en adéquation avec ce qui ressort des comptes d'entreprise (graphique 13 plus haut). Il ne confirme pas une montée en puissance ou une poussée continue de l'endettement au cours des années quatre-vingt-dix. Le diagnostic est même catégoriquement infirmé, lorsque l'on recourt à un concept de dette totale nette des créances financières (graphique 21, courbe 2). La poussée vigoureuse des créances financières à des fins de placement ou de trésorerie à l'actif conduit à un reflux très prononcé de l'endettement net qui atteint des niveaux inconnus depuis le début des années cinquante.

Néanmoins, cette modération est largement imputable aux dettes et aux actifs financiers non identifiés mentionnés plus haut. Les mesures les plus courantes évincent en général cette composante opaque de l'endettement, afin de se référer au concept mieux défini et ventilé de « *credit market instruments* ». Sur cette base plus étroite, il est possible de montrer (surtout si le dénominateur est aussi diminué des actifs financiers non identifiés) que l'endettement (en brut comme en net) a connu une poussée assez significative depuis le milieu des années quatre-vingt-dix (courbes 3 et 4 du graphique 21). On demeure toutefois assez loin de l'idée d'un comportement débridé d'endettement de la part des entreprises.

Graphique 21
Ratios d'endettement des entreprises non financières américaines



Note : Le capital d'exploitation au dénominateur des ratios (2) et (4) de taux d'endettement net est défini comme la somme des immobilisations et du besoin en fonds de roulement, ou de façon équivalente comme le total de l'actif moins les créances financières.
Sources : FoF, calculs SEFI

Le taux d'endettement compris au sens « étroit » est le plus communément utilisé dans le cadre des analyses conjoncturelles. Le choix de cette base relève simplement du fait que la série *« credit market instruments »* fait partie des indicateurs standards du BEA. Plus récemment, A. Brender et F. Pisani (2001) ont apporté une justification à cette acceptation étroite de l'endettement. Ils relèvent que la modération apparente de l'endettement tient massivement à des effets de valorisation positifs à l'actif (évalués à près de 1 000 milliards de dollars depuis 1993), et, de façon plus surprenante, négatifs au passif (- 800

milliards de dollars sur la même période). Or ces effets sont largement concentrés sur les « *miscellaneous assets* ». Pour reprendre les termes des auteurs (p. 159), *« s'il n'y a pas raison de mettre en doute les données comptables publiées, l'origine de la hausse de la valeur des actifs nets reste pour partie au moins obscure. Excluons maintenant, pour cette raison, les postes « actifs ou passifs divers », dans lesquels les effets de valorisation sont concentrés »*. À ce motif on pourrait ajouter les arguments avancés lors de la précédente sous-partie sur le caractère intra-groupe de ces éléments d'actifs et de passif. Les deux auteurs aboutissent alors aux mêmes constats que ceux établis dans le graphique 21 (courbes 3 et 4).

Cette version nuancée de A. Brender et F. Pisani a le mérite de mettre le doigt explicitement sur tous les éléments de la controverse : traitement des actifs et passifs non identifiés, et effets de valorisation asymétriques.

Ces effets de valorisation sont illustrés au graphique 22. Les indices de valorisation implicites sont déduits des encours et des flux par chaînage à partir de la formule suivante :

$$Indice_t = (Encours_t - Flux_t) / Encours_{t-1}$$

Ces indices implicites soulignent l'appréciation des actifs non identifiés et le mouvement conjoint de dépréciation des dettes non identifiées [1]. Ces effets-prix jouent comme modérateur lorsque l'on calcule le poids de la dette totale brute ou nette sur le total des capitaux engagés.

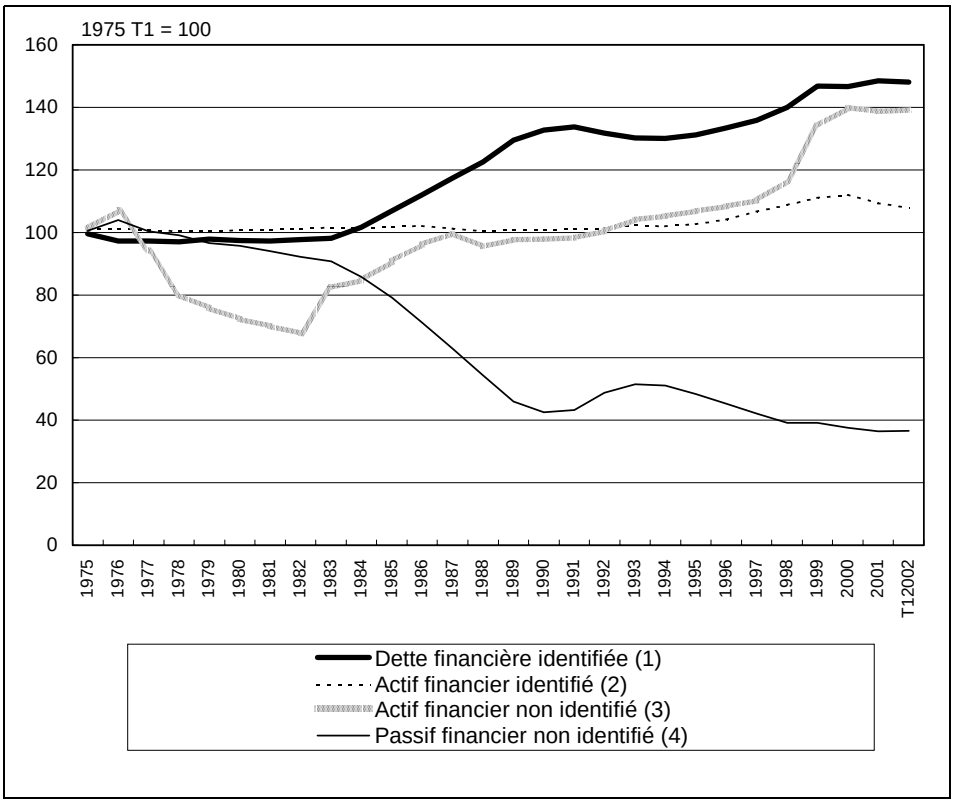
Mais le graphique 22 montre aussi que lorsque l'on élimine les créances et dettes non identifiées, le ratio auquel on aboutit concentrera tous les effets de valorisation sur la dette « identifiée», qui pour une large part est constituée d'obligations d'entreprises. Cette composante s'apprécie logiquement en période de décrue des taux, ce qui est le cas depuis le milieu de la décennie quatre-vingt. Le traitement de la question de l'endettement souffre alors d'asymétrie, puisque très peu d'éléments à l'actif viennent compenser cette tendance d'appréciation des dettes de marché, compte tenu de la convention adoptée (les créances identifiées représentent en effet très peu de chose). Il est

---

(1) Notons que cette dépréciation difficilement explicable accrédite l'idée qu'il s'agit pour partie de dettes intra-groupe dont la renégociation, la dépréciation ou l'abandon sont plus aisées. Peut-être cette observation a-t-elle un lien avec les « Special Purpose Entity », filiales financières de grands groupes qui ont défrayé la chronique lors de l'affaire ENRON.

clair que le profil de l'endettement ainsi obtenu (hors composantes mal identifiées, graphique 21, courbes 3 et 4) porte la marque de ces effets de valorisation des obligations en période de désinflation (courbe 1 du graphique 22).

Graphique 22
Indices implicites de valorisation des encours financiers



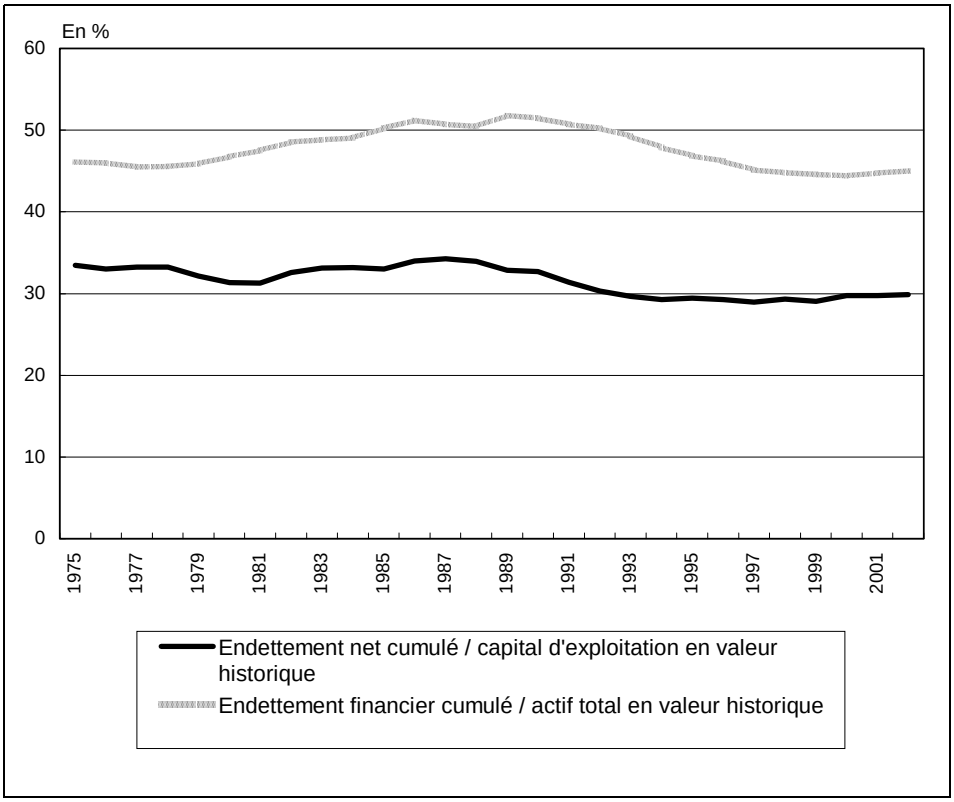
Sources : FoF, calculs SEFI

En définitive, on peut, à l'instar de A. Brender et F. Pisani, éliminer l'impact de la valorisation des actifs pour se rapprocher d'une comptabilité en coût historique, mais pousser jusqu'au bout leur démarche en ne la limitant pas aux seuls actifs et passifs « *miscellaneous* ». Lorsque l'on établit des ratios d'endettement sur la base de flux cumulés et d'un actif physique évalué à sa valeur historique, le profil de l'endettement redevient étonnamment stable (graphique 23).

Au bout du compte, la conclusion que l'on peut porter sur l'endettement des entreprises est très voisine de celle qui ressort des comptes d'entreprise :

- Il existe peu d'indices de dérive continue ou massive des taux d'endettement des entreprises au cours des années quatre-vingt-dix.
- Mais la conclusion précédente reste tributaire de l'évaluation que l'on fait de l'actif. Une dépréciation massive des actifs mal identifiés (et non plus du *goodwill stricto sensu* comme plus haut [1]), pourrait amener à majorer les taux d'endettement apparents puisque une telle correction agirait négativement sur le dénominateur.

Graphique 23
Ratios d'endettement en valeur historique



Sources : FoF, calculs SEFI

(1) Mais finalement les deux phénomènes se ressemblent par leurs causes et par leurs effets.

En résumé, il ressort de ces faisceaux d'indices issus de la comptabilité privée et de la comptabilité nationale un certain nombre de conclusions communes :

- peu d'éléments probants de hausse tendancielle ou prolongée de la rentabilité économique ;

- des niveaux élevés de rentabilité financière, qui s'inscrivent sur une tendance ascendante durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix avant de plafonner et de chuter brutalement au tournant des années quatre-vingt-dix et deux mille ;

- cette performance financière serait avant tout imputable à la décrue des taux d'intérêt dans un contexte de hausse cyclique, mais non durable de la rentabilité économique (rechute après 1995) ;

- peu d'indices étayent en revanche l'idée d'un endettement excessif qui serait mû par la volonté de faire jouer à plein l'effet de levier ;

- des zones d'ombre et d'incertitude subsistent néanmoins sur l'impact des jeux d'écriture, la pérennité des valorisations à l'actif et donc sur celle des ratios d'endettement observés aujourd'hui.

2.2. Rentabilité et risque des sociétés non financières en France

Nous explorerons ici les données de rentabilité telles que l'on peut les mesurer sur la base des comptes de patrimoine et de flux de la comptabilité nationale. La démarche sera identique à celle adoptée dans le cas américain : identifier les mesures usuelles et tenter de comprendre leur articulation avec les données issues des comptes d'entreprise.

Rentabilité économique et rentabilité financière

Les études portant sur la rentabilité économique sont le plus souvent soucieuses d'en cerner le profil, ou le niveau relatif en comparaison internationale. Les niveaux absolus sont plus rarement au cœur des préoccupations, ce qui crée une certaine disparité dans les ordres de grandeur :

- La plupart des évaluations de la rentabilité partent d'une mesure incomplète du dénominateur : le capital fixe hors logement [1]. Cette mesure revient à ne retenir qu'environ 50 % des immobilisations non financières retracées en compte de patrimoine (absence de prise en compte du logement des sociétés immobilières notamment, des actifs non produits et des stocks). En revanche l'intégralité de l'excédent net d'exploitation est repris au numérateur, ce qui aboutit à des taux de rendement économique de 12 à 14 % pour les entreprises non financières hors EI sur la période 1995-2000 (mesure 1 du tableau 12), sur la base des comptes de patrimoine en base SEC 95.

- Lorsque le dénominateur est élargi à l'ensemble de l'actif fixe (y compris donc le logement), le ratio atteint 10 % (mesure 2).

- Lorsque enfin sont pris en compte tous les éléments de l'actif non financier (y compris les stocks et les actifs non produits), la rentabilité économique s'élève à 6 à 7 % (mesure 3).

- Or c'est bien cette dernière mesure extensive qui devrait servir de référence pour évaluer le niveau absolu de la rentabilité économique ou du capital d'exploitation [2]. Si ce chiffre est sensiblement inférieur au *ROCE* de la comptabilité privée (8,5 % en moyenne sur la période 1995-2000), l'ampleur et le signe de cet écart sont acceptables, sachant que le mode de valorisation, l'étendue du capital (le *ROCE* comprend des actifs financiers) et le champ sectoriel auxquels chacun de ces ratios se réfère ne sont pas identiques.

---

(1) Le montant du stock de capital peut être repris des évaluations de l'INSEE, ou bien il peut être estimé directement comme le cumul de la FBCF hors logement, avec une durée de vie moyenne du capital de 12 ans conformément à l'hypothèse la plus souvent retenue. Bien qu'assez frustre, cette seconde méthode à l'avantage de faciliter les comparaisons internationales. Elle aboutit à des ordres de grandeur de la rentabilité nette d'exploitation compris entre 20 et 25 %, ce qui est bien supérieur à la fourchette haute mentionnée par la suite dans ce rapport.
(2) Dans une optique académique qui consiste à faire disparaître les actifs financiers détenus à l'actif en les soldant sur les dettes inscrites au passif.

Tableau 12
Mesures usuelles de la rentabilité économique et financière des sociétés non financières, hors EI, sur la base des comptes de patrimoine SEC 95

		1986-1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	Rentabilité économique sur actif fixe hors logement	13,4	11,7	12,3	13,7	13,1	12,6	11,8
2	Rentabilité économique sur actif fixe	10,3	9,0	9,5	10,6	10,2	9,8	9,2
3	Rentabilité économique sur actif non financier	6,9	6,2	6,4	7,2	6,6	6,2	5,7
4	Rentabilité financière avant impôt sur valeur nette (y.c. participations)	5,0	4,4	4,4	4,8	3,8	3,9	4,0
5	Rentabilité financière après impôt sur valeur nette (y.c. participations)	4,0	3,6	3,5	4,0	3,0	3,1	3,1

Source : INSEE, comptes de flux et de patrimoine SEC 95

En revanche, les mesures usuelles de la rentabilité financière en comptabilité nationale sont à première vue déroutantes. Avant ou après impôts, le calcul qui consiste à rapporter l'excédent net d'exploitation après flux nets d'intérêt [1] aux fonds propres tels qu'ils sont évalués dans les comptes de patrimoine, aboutit à des ordres de grandeur de 3 à 4 % *a priori* irréconciliables avec l'idée d'une rentabilité financière à deux chiffres. Autre anomalie, la rentabilité financière (même avant impôts) serait en permanence inférieure à la rentabilité économique. Ce résultat s'explique pourtant facilement si l'on se souvient que les comptes de patrimoine des entreprises en comptabilité nationale sont construits comme une agrégation de comptes non consolidés, estimés en valeur de marché. Or dans le système non consolidé des comptes sociaux, estimés en valeur historique, la rentabilité financière atteint en 1999 5 % pour les entreprises cotées et environ 8 % pour l'ensemble des entreprises non financières. Les raisons de la sous-évaluation de la rentabilité financière en comptabilité nationale sont les mêmes que celles qui entachent les comptes sociaux (voir annexe 4). En effet, les participations croisées représentent 45 %

(1) Et y compris les dividendes reçus, puisque l'actif comporte des participations.

de l'actif des entreprises non financières [1] à la fin de la décennie quatre-vingt-dix. Or la rentabilité de cette composante de l'actif est systématiquement sous-évaluée puisque le numérateur ne tient compte que des dividendes reçus et il omet par conséquent les profits réinvestis dans les filiales, qui servent à autofinancer l'investissement de ces dernières.

Profils de long terme de la rentabilité économique

Les comptes de patrimoine et de flux par secteurs sont aujourd'hui rétropolés jusqu'en 1978, et des séries longues remontant jusqu'en 1970 de stocks de capital fixe ont été récemment produites. Si l'on admet comme approximation de la rentabilité économique, le ratio ENE/capital fixe communément utilisé et qui ne retient, comme on l'a vu au dénominateur, qu'environ la moitié du capital non financier il est possible de constituer des séries relativement longues.

Deux études récentes : l'une de l'INSEE (A. Sylvain, 2001), l'autre de la Banque de France (G. Cette et A. Sylvain, 2001), viennent conforter cette démarche [2]. Elles évaluent le profil de la rentabilité depuis 1965 et corroborent les résultats établis par P. Villa (1995) sur plus longue période encore. Ces différents travaux confirment en particulier que les niveaux récents de rentabilité sont voisins de ceux qui prévalaient au début des années soixante-dix, ces derniers étant eux-mêmes représentatifs des niveaux observés sur l'ensemble des années soixante. L'encadré ci-après précise les méthodes de calcul sur longue période.

---

(1) Ce pourcentage est calculé en retranchant les dettes fournisseurs inscrites au passif des créances et crédits fournisseurs inscrits à l'actif. Ce résultat est très proche de celui avancé par la centrale des bilans de la Banque de France concernant le poids des immobilisations financières brutes à l'actif des entreprises recensées dans FIBEN, dernière colonne du tableau 2 en annexe 4.

(2) Ces travaux sont précieux pour évaluer les profils ou les niveaux relatifs de rentabilité entre pays. Ils ne permettent pas en revanche d'inférer des niveaux absolus de rentabilité. Les mesures de la profitabilité (par différence entre rentabilité économique et taux d'intérêt réel) que proposent ces deux études sont contestables en raison de l'étroitesse du dénominateur : le rendement net du capital productif évalué par l'étude de la Banque de France est de ce fait en permanence supérieur au taux d'intérêt réel et cet écart est en moyenne (sur 1965-2000) de l'ordre de 15 points en France et de 25 points aux États-Unis.

Encadré 12
Séries longues de rentabilité économique

Les études macroéconomiques comportent quelques variantes qui tiennent premièrement aux modalités de calcul du dénominateur, deuxièmement au champ retenu (les sociétés non financières seules ou y compris les entreprises individuelles, EI).

- Si l'on se réfère à une notion large du capital, ensemble de l'actif non financier des entreprises, la série peut être rétropolée par chaînage jusqu'en 1970 sur la base des comptes de patrimoine en ancienne base.
- Si l'on se réfère à la notion étroite de capital fixe, une série remontant jusqu'en 1970 est produite par l'INSEE sur le champ des sociétés non financières y compris EI.
- Dans les deux études mentionnées dans le corps du texte (A. Sylvain, G. Cette, 2001, et A. Sylvain, 2001), le stock de capital des entreprises est reconstitué sur la base de la chronique du volume de la FBCF hors logement. C'est le choix le plus souvent opéré en comparaison internationale, afin de construire des séries homogènes de stock de capital sur la base de lois de mortalité identiques (de type mort soudaine, c'est-à-dire que tous les équipements d'une même génération sont déclassés en même temps) et de durées de vie des équipements de 12 ans (plus courtes en général que celles adoptées par les instituts nationaux). Pour passer au capital net, les lois d'amortissement sont généralement supposées linéaires. La valorisation au prix de remplacement est effectuée à partir du déflateur de la FBCF de l'année courante.

Le champ considéré n'est pas neutre sur la méthode et le résultat. Si l'on intègre les EI dans le calcul, l'EBE comportera une part importante de rémunération des travailleurs indépendants par définition non salariés. Leur part étant fortement décroissante en France, cet élément tend à rehausser la rentabilité des années passées par rapport aux années récentes. Il est donc nécessaire de corriger le calcul de la « non-salarisation », qui consiste à retrancher à l'EBE des EI les revenus des travailleurs indépendants, en faisant l'hypothèse que ces derniers sont rémunérés sur une base identique à celle des salariés du privé (graphique 24) .

Se limiter au champ des sociétés hors EI constitue une autre manière d'éviter le biais de la non-salarisation.

Cette diversité de méthodes agit sur les niveaux absolus :

- Les séries de rentabilité établies sur la base de séries de capital fixe « calculé » aboutissent à des niveaux de rentabilité systématiquement plus élevés que ceux qui dérivent des séries de stock de capital issues de la comptabilité nationale. Les niveaux absolus des rendements nets du capital qui en découlent, oscillent à la fin de la décennie quatre-vingt-dix entre 20 et 35 % pour les grandes économies de

l'OCDE (hors Japon), niveaux exorbitants si l'on devait les considérer comme représentatifs de la rentabilité économique.

- Lorsque l'on mobilise les données de stocks de capital de la comptabilité nationale, les niveaux de rentabilité des sociétés non financières avec ou sans les EI sont nettement inférieurs aux précédents et très voisins entre eux, une fois corrigé le biais de la non-salarisation (séries 2 et 3 du graphique 24).
- L'élargissement du dénominateur aux actifs non produits et aux stocks renvoie à des niveaux de 6 ou 7 %, déjà mentionnés plus haut comme étant les plus pertinents en termes absolus (courbe 4).

En revanche la diversité des méthodes n'agit pas sur les profils de longue période.

Ce point est mentionné par A. Sylvain (2001), qui montre que les profils de longue période demeurent à peu de chose près inchangés, quelles que soient les durées de vies ou la source d'évaluation du stock de capital (hormis pour les États-Unis où l'hypothèse de durée de vie constante est trop restrictive par rapport aux séries fournies par les comptes nationaux).

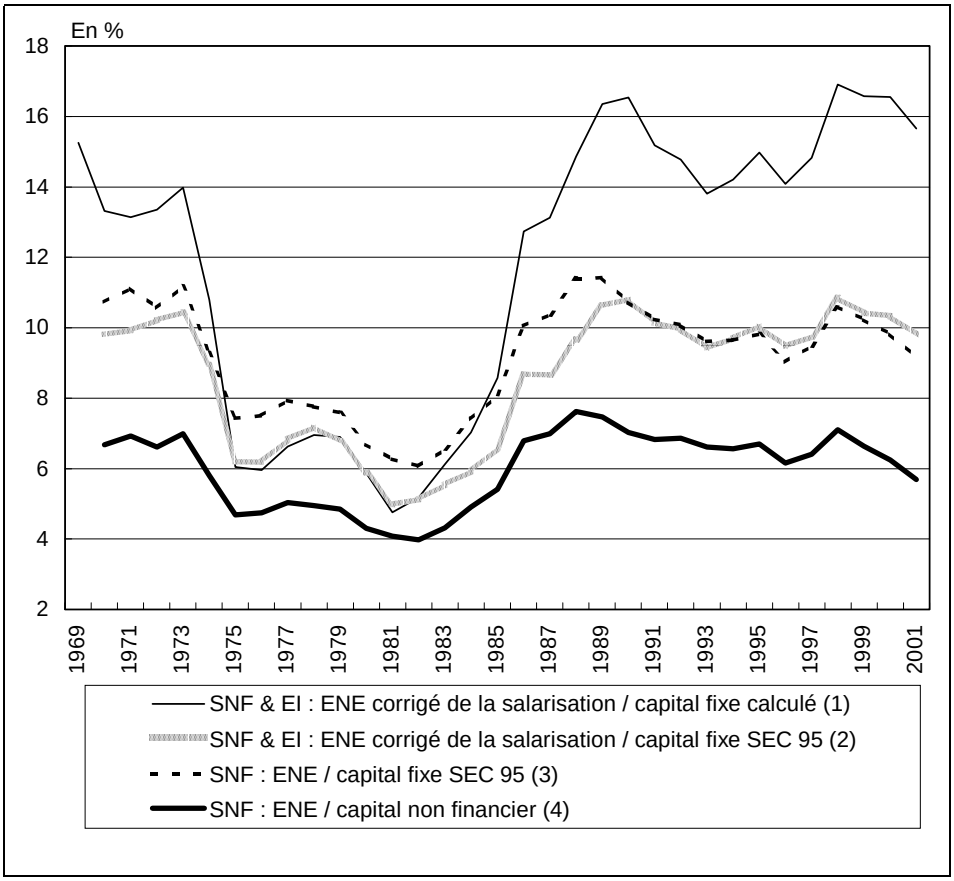
C'est le cas également, quel que soit le champ considéré (sociétés élargies ou non aux EI), lorsque la non-salarisation est corrigée.

Au total, la rentabilité d'exploitation, quelles que soient les séries envisagées, atteint des niveaux similaires pendant les années allant jusqu'à 1973 et pendant les années situées après 1989. La seconde moitié des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt se démarquent nettement à la baisse par rapport aux niveaux qui prévalent en régime de faible inflation.

Il ressort des études de l'INSEE et de la Banque de France, ainsi que des calculs auxquels nous avons procédé selon la même méthodologie, ou de l'utilisation directe des sources de la comptabilité nationale (par chaînage le cas échéant des anciens et des nouveaux comptes) des constats concordants sur les profils de long terme (graphique 24) :

- La rentabilité économique chute après 1973, puis se redresse vivement entre 1985 et 1989.
- Elle reste relativement stable après 1989. Le cycle d'activité imprime néanmoins sa marque avec une légère décrue de la rentabilité durant la première moitié des années quatre-vingt-dix, suivie d'un sensible redressement par la suite.
- Les niveaux actuels sont similaires à ceux qui prévalaient dans les années soixante.

Graphique 24
Calculs de rentabilité corrigée de la salarisation



Sources : INSEE, BdF, calculs SEFI

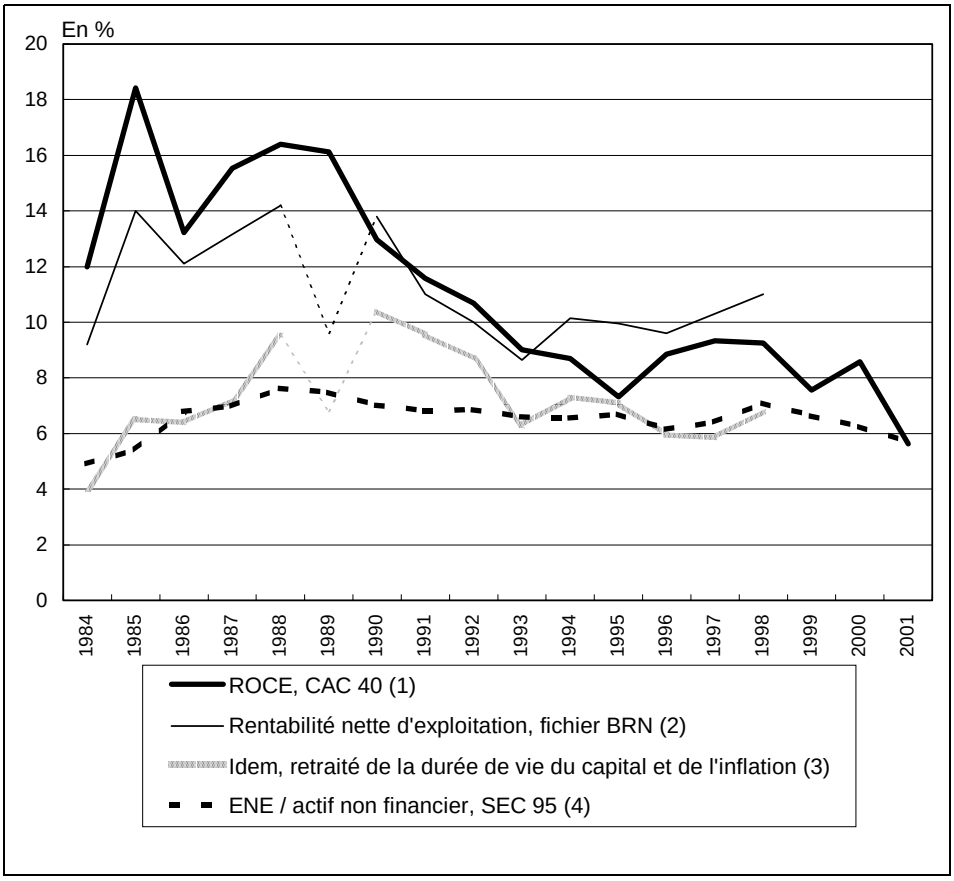
Quelle concordance entre les comptabilités nationale et privée en France ?

Nous sommes à ce stade du raisonnement en mesure d'évaluer la cohérence entre les profils de rentabilité économique issus de la comptabilité nationale et ceux issus des comptes consolidés des entreprises du CAC 40 (graphique 25). Si les niveaux récents paraissent à peu près concordants, les profils sont en revanche très dissemblables. La rentabilité économique (courbe 1) est en net recul entre la fin des années quatre-vingt et le milieu des années quatre-vingt-dix au regard des comptes d'entreprises. Ce déclin prononcé contraste avec la

stabilité après 1990 de la rentabilité mesurée à partir des comptes nationaux (courbe 4).

Le mouvement de baisse de la rentabilité économique entre 1989 et 1993, selon les comptes d'entreprise, est attesté (courbe 2) par une autre étude récente (C. Picart, 2001). La notion de rentabilité retenue dans cette étude est celle de rentabilité d'exploitation (excédent net d'exploitation / immobilisations non financières + BFR – amortissement). Il s'agit en effet du seul ratio pertinent, puisqu'il comporte des données sommables (sans double compte) aussi bien au numérateur qu'au dénominateur. La mesure porte sur les entreprises hors EI à régime fiscal normal du fichier BRN de l'INSEE.

Graphique 25
Réconciliation des différentes mesures de rentabilité économique



Sources : INSEE, Datastream, C. Picart (2001)

C. Picart (2001) montre notamment que l'inflation a conduit à majorer fortement la rentabilité calculée en comptabilité d'entreprise à la fin des années quatre-vingt (cet effet provient d'une sous-estimation de l'amortissement en période d'inflation et d'une sous-évaluation du capital évalué aux prix historiques). Les résultats de son étude sont assez largement corroborés par un document plus récent produit par l'Observatoire des entreprises de la Banque de France (Sylvain, 2002). La cohérence avec la comptabilité nationale peut être améliorée en retraitant les données issues du BRN pour tenir compte de la durée de vie des équipements et de l'inflation. Le passage du coût historique au coût de remplacement dépend de la durée de vie des équipements, du taux d'inflation et du taux d'accumulation. Alors qu'en l'absence de correction les séries de rentabilité calculées à partir des données individuelles d'entreprises divergent fortement de celles calculées à partir de la comptabilité nationale (graphique 25), le traitement effectué sur les données parvient à réconcilier les deux sources en niveau moyen, et en profil, la série comptabilité nationale restant plus lisse (courbes 3 et 4).

Ainsi, une fois pris en compte le biais inflationniste, les différentes sources concordent sur le fait que la rentabilité économique se serait fortement redressée au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt pour se positionner sur un pallier proche de celui des années antérieures au premier choc pétrolier. Sur la première moitié des années quatre-vingt-dix, tous les indicateurs concordent sur le fait que le niveau de la rentabilité se serait plutôt légèrement érodé avant de se stabiliser par la suite ou avant de se redresser légèrement.

L'ordre de grandeur qu'il convient de retenir pour étalonner le niveau de long terme de la rentabilité d'exploitation au coût de remplacement, hors années de crise, est de l'ordre de 6 à 8 %. Il reste alors à vérifier le rôle joué par l'effet de levier dans les années quatre-vingt-dix, qui aurait permis à la rentabilité financière de se démarquer à la hausse. Sur ce point, la comptabilité d'entreprise suggérait un impact positif assez modéré du levier d'endettement dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (graphique 15 plus haut).

Effet de levier et structure des bilans

Nous avons déjà mentionné que les mesures habituelles de rentabilité financière dans le cadre de la comptabilité nationale souffraient d'un biais de sous-estimation. Ce biais peut être réduit si l'on adopte une présentation des comptes de patrimoine plus conforme à la logique des comptes consolidés d'entreprise. Cette opération implique deux corrections essentielles (tableau 13) :

- La première correction consiste à solder les créances et les dettes fournisseurs à l'actif pour s'approcher du concept de capital engagé (au passif) et pour regrouper le capital d'exploitation (immobilisations non financières + BFR) à l'actif.

- La seconde correction revient à omettre les participations à l'actif, en faisant l'hypothèse forte que l'essentiel du capital d'exploitation, des créances et dettes financières qu'elles recouvrent sont déjà décrites dans les différents postes du compte de patrimoine du secteur concerné. Cette hypothèse est excessive puisque les participations recouvrent également des détentions sur le secteur financier et le reste du monde. Mais le biais produit affecte plus la structure du bilan que la mesure de la rentabilité financière ou économique, dans la mesure où les flux de revenus produits par ces unités extérieures au secteur des entreprises non financières ne seront pas non plus pris en compte au numérateur.

Tableau 13
Consolidation partielle des comptes de flux
et de patrimoine des sociétés non financières

		1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Flux en milliards d'euros									
1	ENE	100	110	104	111	128	129	131	126
2	Intérêts versés bruts	52	63	59	57	54	57	61	68
3	Intérêts reçus bruts	17	22	19	18	18	19	20	20
4	Dividendes reçus	15	28	28	31	41	43	56	64
Encours en milliards d'euros									
5	Actif non financier hors stocks : immobilisations corporelles & incorporelles	1188	1386	1426	1477	1534	1655	1783	1901
6	BFR (stocks + créances commerciales nettes)	278	230	213	242	279	293	318	331
7	Créances financières et trésorerie	254	410	445	480	482	607	698	792
8	Capital engagé : (5)+(6)+(7)	1719	2025	2084	2199	2295	2555	2798	3024
9	Dette financière brute	689	855	880	914	926	1050	1166	1280
10	Fonds propres hors participations croisées : (8) – (9)	1030	1170	1204	1285	1369	1505	1631	1744

Source : INSEE

Ce retraitement du compte de patrimoine des sociétés non financières permet de mesurer une rentabilité économique de l'actif engagé selon une formule proche de la comptabilité d'entreprise (tableau 14), en intégrant au dénominateur non seulement le capital d'exploitation mais également les créances financières détenues à des fins de placement et de trésorerie (ligne 12) [1]. La rentabilité financière avant impôt, mesurée comme la rentabilité des fonds propres hors participations croisées, apparaît supérieure à la rentabilité économique après 1997. L'effet de levier aurait donc joué positivement de 1998 à 2000.

Tableau 14
Décomposition comptable de l'effet de levier en comptabilité nationale

a) par sous-périodes (1980-1999)

Décomposition du levier en pourcentage					
		1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999
11	Coût moyen apparent de la dette brute : (2) / (9)	9,3	8,4	7,8	6,3
12	Rentabilité économique du capital engagé : [(1) + (3)] / (8)	4,7	6,9	6,5	6,1
13	Rentabilité financière avant impôt : [(1) + (3) – (2)] / (10)	2,0	5,9	5,7	5,9
14	Levier : (9)/(10)	57,2	61,0	71,1	70,9
15	Dette nette / FP : [(9) – (7)] / (10)	34,7	38,2	41,1	34,0

b) pour la période 1995-2001

Décomposition du levier en pourcentage									
		1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
11	Coût moyen apparent de la dette brute : (2) / (9)	7,6	7,4	6,7	6,2	5,8	5,4	5,2	5,3
12	Rentabilité économique du capital engagé : [(1) + (3)] / (8)	6,8	6,5	5,9	5,9	6,4	5,8	5,4	4,8
13	Rentabilité financière avant impôt : [(1) + (3) – (2)] / (10)	6,3	5,9	5,3	5,7	6,8	6,0	5,5	4,5
14	Levier : (9)/(10)	66,8	73,1	73,1	71,1	67,6	69,8	71,5	73,4
15	Dette nette / FP : [(9) – (7)] / (10)	42,2	38,1	36,2	33,7	32,4	29,4	28,7	28,0

Remarque : La publication récente des comptes de patrimoine rétropolés jusqu'en 1978 (juillet 2002) n'a pas permis une analyse de l'endettement aussi poussée que dans le cas américain. On peut supposer que l'accroissement du taux d'endettement entre 1985 et 1990 tient pour l'essentiel à des effets de valorisation de la dette obligataire.
Sources : INSEE, calculs SEFI

---

(1) Il faut alors augmenter le numérateur des intérêts reçus.

Cette conclusion concorde avec celle du rapport du Conseil national du crédit et du titre de 1999 : « (...) *l'effet de levier calculé montre qu'en 1998 et 1999, l'incitation à recourir à l'endettement plutôt qu'au financement par fonds propres a été plus forte que durant les trois années précédentes. Compte tenu de la consommation de capital fixe pour évaluer la rentabilité nette, ce sont probablement les deux seules années de la période 1995-1999 durant lesquelles l'apport de capitaux externes aura été favorable à la rentabilité financière* » (p. 144).

En définitive, les résultats obtenus sur les années quatre-vingt-dix, conduisent à des constats assez voisins de ceux qui se dégagent sur la base des comptes consolidés du CAC 40 :

- L'endettement des entreprises paraît assez stable sur l'ensemble de la dernière décennie, même s'il tend à se redresser assez nettement sur les dernières années.
- Il y aurait place pour un effet de levier positif, au moins sur la fin de la décennie.
- Cet effet tient pour beaucoup à la décrue des taux d'intérêt apparents.
- Le niveau de la rentabilité financière qui ressort après retraitement des comptes de patrimoine, 6 à 7 % avant impôts, 4 à 5 % après impôt paraît cependant très en deçà de la norme de 15 % supposée exigée par les investisseurs, et très en deçà aussi de la norme associée au CAC 40 : à 12 %. L'évaluation des actifs à leur prix de marché explique probablement une large part de cet écart, mais l'on peut aussi supposer que la comptabilité nationale perd une part importante des revenus exceptionnels engrangés sous forme de plus-values réalisées. On se retrouve ici face à une interrogation analogue à celle qui a été soulevée dans le cas américain, avec un doute important sur la capacité des entreprises de pérenniser les performances affichées dans leurs comptes consolidés dans une phase de déflation du prix des actifs.

Conclusion de la deuxième partie

La hiérarchie des rendements, telle qu'elle ressort de cette partie, indique que :

1) La diffusion de la convention d'un *ROE* à 15 % ne s'est pas traduite par une hausse sensible de la rentabilité économique des sociétés non financières au cours des années quatre-vingt-dix.

2) Le passage à une comptabilité en valeur de remplacement ramène la rentabilité économique sur des ordres de grandeur moins exorbitants que ne le suggère la comptabilité privée. Les thèmes de la non-soutenabilité des rendements exigés et de la sous-accumulation induite perdent par conséquent en acuité.

3) La hiérarchie des taux qui s'est dégagée au fil des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix a indéniablement constitué un vecteur de restauration de la valeur actionnariale puisque l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt sans risque s'est accru.

4) Mais l'écart qui se dégage entre les taux réels sans risque et la rentabilité apparente calculée sur la base des coûts de remplacement ne semble pas délimiter un espace suffisant pour une création de valeur aussi massive que celle que l'on a pu observer sur les marchés boursiers.

5) Ce dernier constat renforce le sentiment d'une surévaluation générale de la Bourse, qui va peut-être au-delà des corrections à l'œuvre jusqu'au milieu de l'été 2002.

6) Enfin, la dégradation peu visible de la structure des bilans reste en grande partie tributaire de la valeur de marché des actifs financiers détenus par les entreprises. Une configuration boursière défavorable suscite alors un risque non négligeable de contraction du résultat net des entreprises par imputation de provisions pour dépréciation. L'analyse de l'effet de levier aux États-Unis au cours des années quatre-vingt-dix conduit donc à un doute sur la pérennité de la hausse des taux de rendement. D'une part, la hausse passée a été fondée pour l'essentiel sur la baisse des taux d'intérêt, le taux de rendement du capital engagé étant pratiquement stable d'une décennie à l'autre hors effets cycliques. D'autre part, si les menaces inhérentes à l'endettement des entreprises ne proviennent pas d'un montant alarmant de dettes au regard des fonds propres, les provisions qui pourraient s'avérer nécessaires pour reconstituer des fonds propres en cas de baisse prolongée de la valeur des titres pourraient s'avérer substantielles. Le risque porte sur la rentabilité des sociétés cotées, mais il peut se muer en crise de solvabilité et de liquidité en cas de détérioration prolongée des cours boursiers.

Troisième partie

Efficacité des facteurs et accumulation du capital

Soutenabilité du régime de croissance

La précédente partie de ce rapport a permis de souligner le décalage entre l'estimation de la rentabilité par les marchés d'une part, et les performances effectives des entreprises d'autre part. Aux États-Unis, le mouvement de restauration de la rentabilité économique enregistré après 1983 apparaît en définitive très progressif et de faible ampleur. En France, après un redressement prononcé durant la seconde moitié des années quatre-vingt, la rentabilité économique se stabilise sur un niveau voisin de celui des années soixante. Dans les deux pays, la rentabilité économique s'infléchit sensiblement en fin de période et la rentabilité financière est fortement marquée par la dépréciation des actifs.

Ces observations ne mettent pas un point final à la discussion sur l'émergence d'un nouveau régime de croissance, si l'on différencie clairement le discours sur le « *new-age* » des années quatre-vingt-dix de l'analyse des mutations à l'œuvre depuis le début des années quatre-vingt :

- Le discours sur le *new-age* de l'économie américaine, centré sur la période 1995-2000, place la performance économique au cœur de son questionnement. Ses partisans mettent en avant un potentiel de croissance non inflationniste plus élevé que par le passé. L'amplitude et la durée exceptionnelle du cycle croissance des années quatre-vingt-dix sont attribuées à l'accélération des gains de productivité liés à la diffusion des nouvelles technologies, et à la capacité de l'économie américaine à drainer l'épargne au plan international du fait d'une rentabilité élevée et de faibles risques inflationnistes.

- Le nouveau régime de croissance, quant à lui, se définit à partir de critères avant tout qualitatifs et d'ordre institutionnel. Les deux moteurs essentiels du changement sont l'évolution de la technologie et l'intégration des marchés financiers. Le régime de croissance qui se met en place dans les années quatre-vingt se caractérise principalement par la montée en puissance des intermédiaires financiers non bancaires, une redéfinition des modes de gouvernance, une extension du marché du contrôle des entreprises, et le redéploiement des politiques publiques vers la prévention des risques de marché. Ce discours, moins fasciné par le dernier cycle que ne l'est celui du « *new-age* », est avant tout centré sur la cohérence du système économique et sur la production de normes qui sont susceptibles de stabiliser les relations entre sphère réelle et financière (à l'image du débat sur les nouvelles normes prudentielles qui a abouti à l'instauration du ratio Cooke à la fin des année quatre-vingt).

Cette différenciation entre les lectures quantitative et qualitative de la croissance permet de lever quelques ambiguïtés. En bref, le « *new-age* » de l'économie américaine apparaît, au regard des risques accumulés au cours de la dernière décennie et des corrections récentes, comme la phase d'euphorie, au sens de Charles Kindleberger (1978), [1] typique de l'émergence d'un nouveau régime de croissance.

Cette dernière partie montrera que :

1. Le régime de croissance qui se met en place depuis le milieu des années quatre-vingt ne peut pas se définir à partir de performances définies *a priori* en matière de productivité, de rentabilité et d'accumulation. En revanche, les phases qui le caractérisent (restauration de la rentabilité, emballement, puis crise qui appelle la mise en place de normes stabilisatrices) sont le propre des périodes de changements profonds sur le plan technologique et organisationnel.
2. Dans le cas américain, la légère inflexion de la rentabilité des entreprises recouvre de fait un redressement significatif de la productivité globale des facteurs d'un point de vue macro-économique. L'accélération de près d'un point de cette dernière s'inscrit sur une tendance bien plus longue que ne l'ont suggéré les tenants du « *new-age* » (environ de vingt ans). Ce constat atténue la controverse entre ceux qui la considèrent de nature purement cyclique et ceux qui lui prêtent un caractère plus fondamental. Par ailleurs, les rythmes d'accumulation qui se dégagent depuis vingt ans ne permettent

(1) C. Kindleberger, « Manias, Panics and Crashes », New-York, Basics Books, 1978.

pas de dresser un diagnostic tranché sur l'existence d'une sur-accumulation ou, au contraire, d'une sous-accumulation généralisée du capital. L'inflexion tendancielle de productivité et le bilan mitigé de l'accumulation incitent ainsi à penser que la correction qui ne manquera pas de peser sur la rentabilité et la croissance, ne devrait pas marquer la fin du régime de croissance, mais elle pourrait plutôt amener sa stabilisation autour de nouvelles normes et de nouvelles modalités de régulation.

3. Dans le cas français, la similitude des performances financières avec celles des États-Unis recouvre d'importantes différences concernant les performances réelles des entreprises. Le retard de la France en matière de productivité du capital place son économie en position de rattrapage. Mais ce décalage et les gisements de productivité qui en découlent ne garantissent pas un cheminement de croissance à l'abri des corrections en cours. La convergence de la rentabilité sur les niveaux américains après 1985 s'est effectuée sans l'apport des gains de productivité substantiels, et dans un contexte de décrue tardive des taux d'intérêt. Elle a donc entièrement pesé sur le partage primaire de la valeur ajoutée et elle a eu de ce fait un impact récessif durable, à la différence de ce qui s'est passé aux États-Unis. Ce décalage a permis à l'économie américaine de drainer d'importants flux de capitaux. *A contrario*, la défiance récente des investisseurs à l'égard du marché américain ne constitue pas forcément une aubaine pour l'Europe dans la mesure où l'accumulation de risques à l'actif des grandes entreprises est au moins aussi importante en Europe qu'outre-Atlantique.

1. Nouveau régime de croissance et performances économiques

Que l'on adopte une lecture à dominante technologique du nouveau régime de croissance, ou que l'on en souligne sa dimension financière, la résultante en termes de productivité, de rentabilité et d'accumulation est loin d'être assurée *a priori*. L'amalgame qui a été opéré dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix entre « *new-age* », accélération de la productivité et hausse de la rentabilité est trompeur.

On retrouve ici l'ambiguïté des nouvelles doctrines de gestion présentées en première partie. Du point de vue des principes, elles peuvent s'interpréter comme l'expression d'une exigence renforcée de rendement de la part des marchés financiers. Elles sont de ce fait fréquemment perçues comme une contrainte qui limite le montant de l'investissement et, par suite, le niveau de la croissance et de l'emploi. Mais au plan pratique, leur portée est altérée par l'incertitude qui entoure le coût du capital et la croissance anticipée des profits, ce qui confère à l'évaluation de ces grandeurs stratégiques un caractère

purement conventionnel. La mise en œuvre très inégale d'une entreprise à l'autre des nouvelles techniques de gestion en atténue par ailleurs l'impact. En clair, l'entreprise-type au *ROE* de 15 %, analysée dans la première partie du rapport, apparaît comme une manifestation de l'euphorie qui caractérise les périodes de renouveau technologique, et la doctrine *EVA-MVA* comme le terrain qui a favorisé le délitage des anticipations de rendement (délitage d'autant plus aisé que, dans un contexte de changement technique intense, les directions d'entreprises souffrent d'un déficit d'apprentissage).

Entre l'espoir d'un regain d'efficacité qu'a suscité le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, associées à des innovations organisationnelles, et l'inquiétude que génèrent la prégnance des investisseurs institutionnels et leurs exigences de rendement sur les choix d'investissement des entreprises, l'analyse de la soutenabilité du nouveau régime de croissance oscille tour à tour entre les risques de sur-accumulation et de sous-accumulation (tableau 15):

- *L'approche technologique* met l'accent sur le choc de progrès technique inhérent à l'émergence de la nouvelle économie et sur la hausse des rendements que l'on peut en attendre. Elle s'intéresse avant tout aux transformations touchant l'économie réelle, de sorte que les variations affectant la valorisation des titres financiers sont perçues comme la résultante de changements profonds touchant l'offre. Elle débouche sur une version optimiste du nouveau régime de croissance, dans la mesure où le bouclage s'opère par la diffusion des gains de productivité et des effets de richesse qui sont avant tout fondés sur l'investissement en matière d'organisation, d'acquisition de compétences collectives et de R & D. Cet optimiste doit être tempéré en rappelant que le progrès technique accélère les déclassements du capital, qu'il se diffuse lentement, par à-coup, et qu'il est soumis en permanence à des risques d'erreur d'anticipation massifs.
- *L'approche financière* met en relief, quant à elle, les innovations financières qui sont à l'origine d'une baisse des coûts de transaction et d'un approfondissement de la mutualisation des risques dans un contexte de libéralisation des marchés financiers. Elle insiste parallèlement sur les menaces d'un rationnement du capital qui résultent de normes élevées de rendement imposées par les investisseurs institutionnels, ainsi que sur les dangers d'un court-termisme lié à la myopie des opérateurs financiers en constante recherche de la liquidité. Selon cette version pessimiste, la croissance nécessite d'être soutenue par de nouvelles modalités de régulation, de nature institutionnelle et prudentielle, afin de contrecarrer les effets néfastes de l'instabilité des marchés financiers sur l'activité

économique. Sous cette réserve, la liquidité accrue des titres financiers est susceptible de susciter une mobilisation plus efficace de l'épargne et de favoriser du même coup l'investissement productif. Dans ce cas, les innovations financières exercent un impact positif sur l'activité des entreprises qui peut être assimilé à celui du progrès technique.

Le nouveau régime de croissance ne peut s'analyser que comme la combinaison de ces deux dimensions technologique et financière. Le développement des technologies de l'information et de la communication constitue en effet l'un des principaux moteurs des mutations financières. En réduisant les coûts de gestion et de contrôle de systèmes complexes d'organisation, les nouvelles technologies favorisent tout à la fois l'accroissement de la taille des entreprises, leur accès à des positions de domination sur le marché et la concentration du capital financier entre les mains d'investisseurs aptes à gérer des portefeuilles diversifiés et donc susceptibles de minimiser les risques. En retour, les investisseurs institutionnels stimulent la diffusion des nouvelles technologies en cherchant à exploiter leurs potentialités de rendement. Les montages financiers complexes et les recompositions de bilan qui accompagnent les changements organisationnels des entreprises ont pour conséquence d'enraciner les nouveaux rapports de pouvoir entre actionnaires et dirigeants et, par suite, les nouveaux modes de gouvernance d'entreprise dans les mutations technologiques en cours.

La nature de la gouvernance qui en résulte conduit en définitive les entreprises à communiquer aussi bien sur le terrain de la rentabilité que sur celui de la croissance. Cette double exigence comporte autant de germes de sur-accumulation que de rationnement du capital. La finance de marché qui a pris le pas sur la finance de banque n'a pas pour seul effet d'orienter l'investissement vers les secteurs où les rendements semblent les plus élevés. Elle est aussi propice à des abus de pouvoir ou à des prises de risques inconsidérées, car elle fait peser sur les directions d'entreprise la constante menace d'une sanction par les marchés financiers. Celles-ci sont en effet incitées à utiliser tous les ressorts de l'ingénierie financière pour « habiller » de façon flatteuse les comptes qu'elles publient, et à communiquer ainsi aux marchés une information rassurante sur la situation de l'entreprise (annexe 1). Le caractère conventionnel de la comptabilité privée et les jeux d'écriture qu'elle autorise jettent ainsi un sérieux doute sur l'objectivité et la transparence des évaluations comptables inscrites au bilan. La suspicion que les grandeurs comptables renvoient une image tronquée de la situation de l'entreprise contribue à entretenir l'instabilité des marchés financiers. Celle-ci se manifeste de manière récurrente par des réévaluations brutales de la valeur des actifs, et les déconvenues subies par les opérateurs financiers sont susceptibles de déstabiliser à leur tour l'activité économique elle-même.

Tableau 15
Deux représentations du nouveau régime de croissance des années quatre-vingt-dix

	(1) « La nouvelle économie » fondée sur le primat de la technologie	(2) « L'économie financiarisée » fondée sur le primat de la finance
Éléments fondateurs du nouveau régime de croissance	• Innovations technologiques dans les domaines de la communication et de l'information • Nouvelles modalités d'organisation des entreprises : - flexibilité des systèmes techniques - activité en réseau • Investissement stratégique en matière d'organisation, d'acquisition de compétences collectives et de R & D	• Innovations financières et accroissement de la liquidité des actifs financiers • Approfondissement de la mutualisation des risques financiers et possibilité d'apparition de bulles spéculatives • Nouveau pouvoir des actionnaires : - concentration des actions dans les mains des investisseurs institutionnels - diffusion des règles de gouvernance anglo-saxonnes
Effets attendus sur l'activité des entreprises	• Hausse de la rentabilité économique : - accroissement de la productivité globale des facteurs lié à l'amélioration de la productivité du capital - diffusion des gains de productivité aux secteurs traditionnels • Développement des activités de service • Différenciation accrue des biens	• Hausse de la rentabilité financière : - partage de la valeur ajoutée défavorable aux salaires - recours intensif à l'effet de levier et au rachat d'action • Incitation à la croissance externe • Disparité entre les performances des entreprises cotées et non cotées
Caractéristiques de l'accumulation du capital	• Accumulation du capital stimulée par : - l'approfondissement des marchés - l'accroissement des opportunités de profit • Effets défavorables : - diffusion lente et par à-coup du progrès technique - déclassement accéléré du capital	• Accumulation du capital freinée par : - des exigences élevées de rendement - la montée du court-termisme liée à l'instabilité des marchés financiers • Effets favorables : - mobilisation accrue de l'épargne - facilités d'accès au financement de marché

Dans son ouvrage « *Manias, Panics and Crashes* », fondé sur une démarche historique, Charles Kindleberger relève trois phases caractéristiques des cycles de marché. La première est liée à l'introduction de nouveaux procédés technologiques qui provoquent un choc positif sur l'économie, lié aux nouvelles opportunités de profits. Dans un second temps, l'euphorie et l'emballement suscités par l'émergence de nouveaux procédés et de nouveaux produits induisent une confiance excessive concernant les profits futurs ou la capacité elle-même des nouvelles activités à générer des profits. Cet accès de fièvre altère le comportement des divers acteurs économiques : *« L'irrationalité domine dans la mesure où les acteurs économiques adoptent le mauvais modèle, ne prennent pas en compte une information cruciale ou ignorent même toute information qui ne serait pas liée au modèle implicite qu'ils ont choisi* (...). *Tous succomberont au sophisme qui veut que de temps en temps, le tout ne soit plus la somme de ses parties* » [1]. Enfin dans un troisième temps, un événement particulièrement frappant, tel que la faillite d'une banque, d'une grande entreprise ou la révélation d'une fraude, provoquera un mouvement de panique et de repli plus ou moins désordonné.

La crise que traverse le système économique ne dément pas pour autant le fait que de nouveaux agencements institutionnels ou que de nouvelles technologies en ont modifié la cohérence. La crise de 1873 des chemin de fer ne signe pas la fin du transport commercial sur rail, pas plus que la crise de 1929 ne marque la fin du régime de la production de masse. Bien au contraire, le nouveau rapport salarial qui émerge après la crise et la définition de nouvelles modalités de conduite des politiques publiques constitue le socle conventionnel sur lequel le régime de croissance fordiste se stabilise après-guerre. Ces rappels historiques incitent à prendre un sérieux recul lorsque l'on songe aux difficultés auxquelles se heurte la croissance des pays développés dans la période récente, et à ne pas perdre de vue les perspectives ouvertes par les mutations en cours.

L'analyse des dynamiques comparées de la productivité et de l'accumulation du capital aux États-Unis et en France permet de mettre en perspective les évolutions de rendement sur la longue période.

---

(1) Page 44 dans la version française : « Histoire mondiale de la spéculation financière », Éditions P.A.U., 1994

2. Productivité et accumulation du capital aux États-Unis

Dans une première étape, seront mis en avant les facteurs qui ont un impact déterminant sur le taux de rendement économique des entreprises. Selon cette perspective, nous examinerons tour à tour les effets du *partage de la valeur ajoutée* d'une part, et les effets de la *productivité globale des facteurs* d'autre part, en isolant ce qui relève de la productivité du capital.

Dans une deuxième étape, sera étudiée l'évolution du *taux d'accumulation du capital* qui est gouverné par les rendements escomptés de l'investissement en longue période, et nous nous interrogerons sur la soutenabilité de ses modalités de financement. Le but est d'identifier les risques de sous-accumulation ou de suraccumulation, ainsi que les tensions qui s'exercent sur le partage primaire et secondaire du revenu et qui conditionnent les rythmes de croissance du stock de capital.

2.1. Productivité des facteurs, partage de la valeur ajoutée et rentabilité économique

La décomposition comptable de la rentabilité économique

Les performances en matière de rentabilité économique au cours des années quatre-vingt-dix apparaissent en relative continuité avec celles des années quatre-vingt aux États-Unis. Cette absence de rupture apparente renvoie au débat sur la productivité. L'analyse de la dimension réelle des performances économiques nécessite de scinder les effets de volume et de prix (encadré 13) :

Encadré 13
La décomposition comptable de la rentabilité :

Nous procéderons en trois temps sur la base des notations suivantes :

ENE : excédent net d'exploitation
Y : valeur ajoutée nette au prix des facteurs
Y vol : valeur ajoutée nette à prix constant
K : immobilisations corporelles nettes à prix courant
K vol : immobilisations corporelles nettes à prix constant
P_y : prix implicite de la valeur ajoutée nette
Pk : prix implicite des immobilisations
L : volume de travail
PGF : productivité globale des facteurs

1) $\frac{ENE}{K} = \frac{ENE}{Y} \times \frac{Y}{K}$

Cette première décomposition permet de remonter à la productivité nette en valeur.

2) $\frac{Y}{K} = \frac{Yvol}{Kvol} \times \frac{Py}{Pk}$

Cette seconde décomposition permet de dissocier ce qui relève des volumes et des prix relatifs.

3) Productivité du capital à prix constant = PGF x $\left(\frac{L}{K}\right)^{\alpha}$

Cette troisième décomposition permet de séparer conventionnellement, lorsque l'on adopte une représentation de la fonction de production de type Cobb-Douglas, l'évolution de la productivité du capital qui relève du volume de travail par unité de capital (phénomène de substitution qui n'informe pas sur l'efficacité intrinsèque de la combinaison productive), et ce qui relève du progrès technique proprement dit.

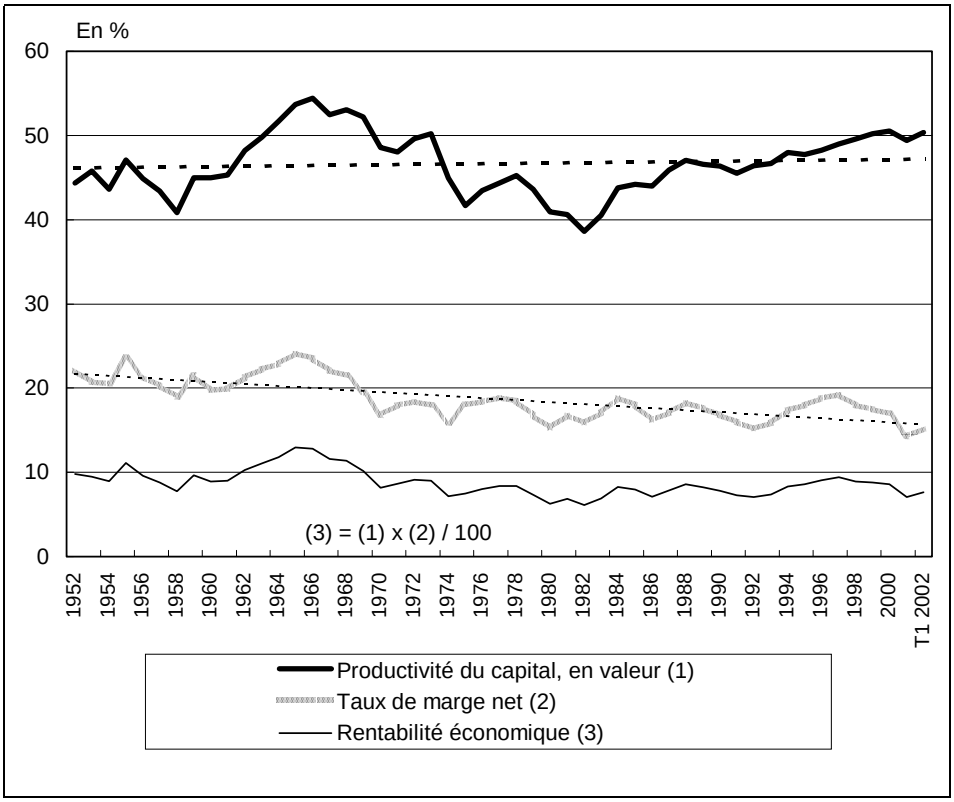
Au total la démarche vise à identifier la chaîne complexe des paramètres qui relie la rentabilité au progrès technique, les deux notions étant parfois confondues par raccourci.

La décomposition de la rentabilité économique entre le taux de marge et la productivité du capital en valeur fait apparaître deux évolutions contrastées (graphique 26):

- une légère érosion tendancielle du taux de marge (part des profits dans la valeur ajoutée nette) sur longue période, qui peut surprendre et sur laquelle nous reviendrons. Elle tient essentiellement à la montée du poids de l'amortissement dans la valeur ajoutée. Sur données brutes, cette tendance baissière disparaît ;

- un redressement tendanciel de la productivité du capital après une longue phase de déclin entre le milieu des années soixante et les premières années de la décennie quatre-vingt. Le point d'inflexion se situe précisément en 1983.

Graphique 26
Décomposition comptable du taux de rentabilité des sociétés non financières américaines

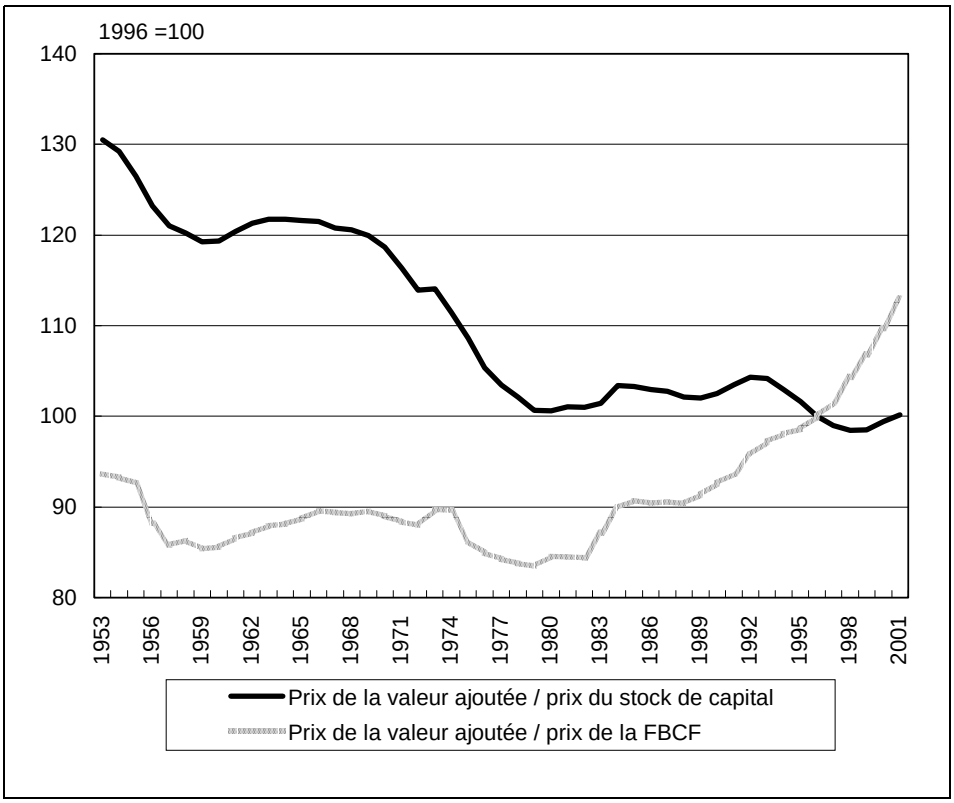


Sources : BEA, calculs SEFI

Le profil de la productivité apparente du capital est sensiblement modifié par l'élimination de l'effet des prix relatifs. La correction joue bien dans le sens attendu (graphique 27). L'évolution des prix relatifs est en effet plus favorable à la rentabilité après 1983 que durant la période qui précède. La correction peut néanmoins surprendre ceux qui ont en tête une baisse significative du prix relatif des biens d'équipement au cours de la dernière décennie, qui serait imputable au poids croissant des biens informatiques et au passage à un système de prix hédoniques. En effet, la baisse des prix relatifs de la FBCF après 1983 (qui succède à une longue phase de stabilité) n'apparaît pas lorsque l'on se réfère au déflateur du stock de capital. Compte tenu de la structure particulière du stock de capital total, et notamment du poids prépondérant des bâtiments au détriment des biens d'équipements à forte rotation (notamment software), le prix relatif de la valeur ajoutée par rapport au prix du stock de capital reste

stable au cours des deux dernières décennies, après avoir baissé tendanciellement. Autrement dit, la courbe du prix relatif du stock de capital pivote par rapport à la courbe du prix relatif de flux de FBCF.

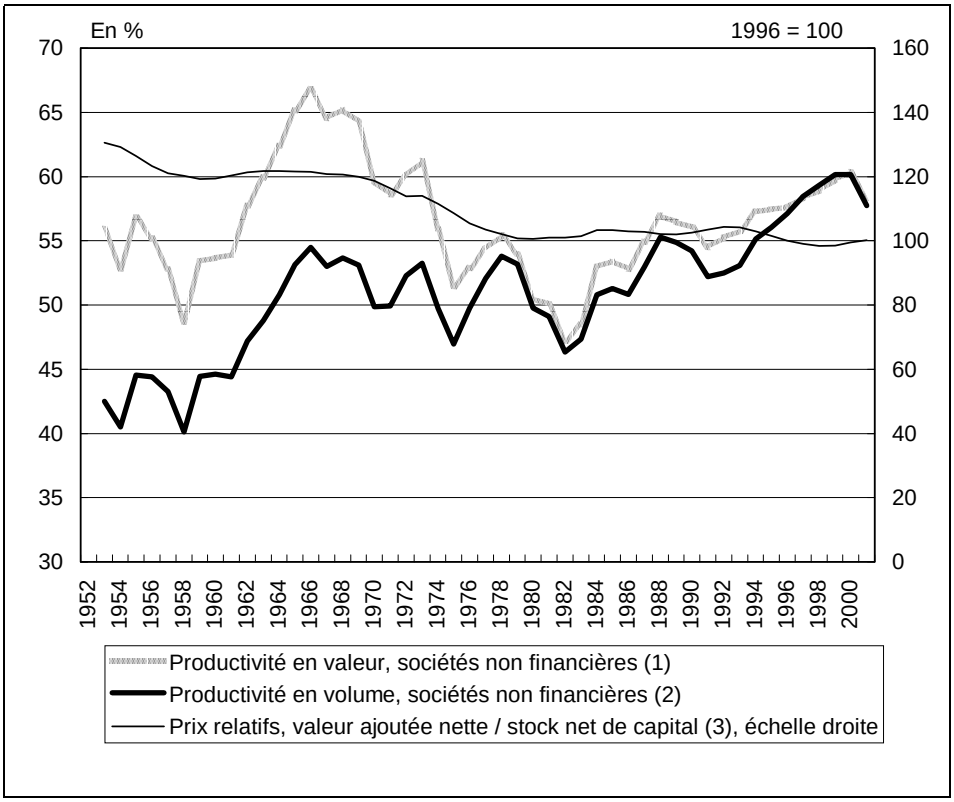
Graphique 27
Prix relatifs de la valeur ajoutée et des biens d'équipement des sociétés non financières



Source : BEA

Au bout du compte, la productivité du capital en volume perd le profil en « V » qui caractérisait la productivité du capital en valeur, mais le constat d'une inflexion positive après 1983 demeure. (graphique 28). Plus précisément, la productivité du capital en volume s'inscrit sur une tendance à la hausse sur la longue période, interrompue par un pallier qui s'étale de 1965 à 1983. Après cette période de stagnation et d'érosion, elle renoue avec une tendance haussière sensiblement supérieure à 1 %. Les années quatre-vingt-dix, en revanche, ne paraissent pas se singulariser et s'inscrivent par conséquent dans la continuité du mouvement enclenché après 1983.

Graphique 28
Productivité nette du capital en valeur et en volume des sociétés non financières

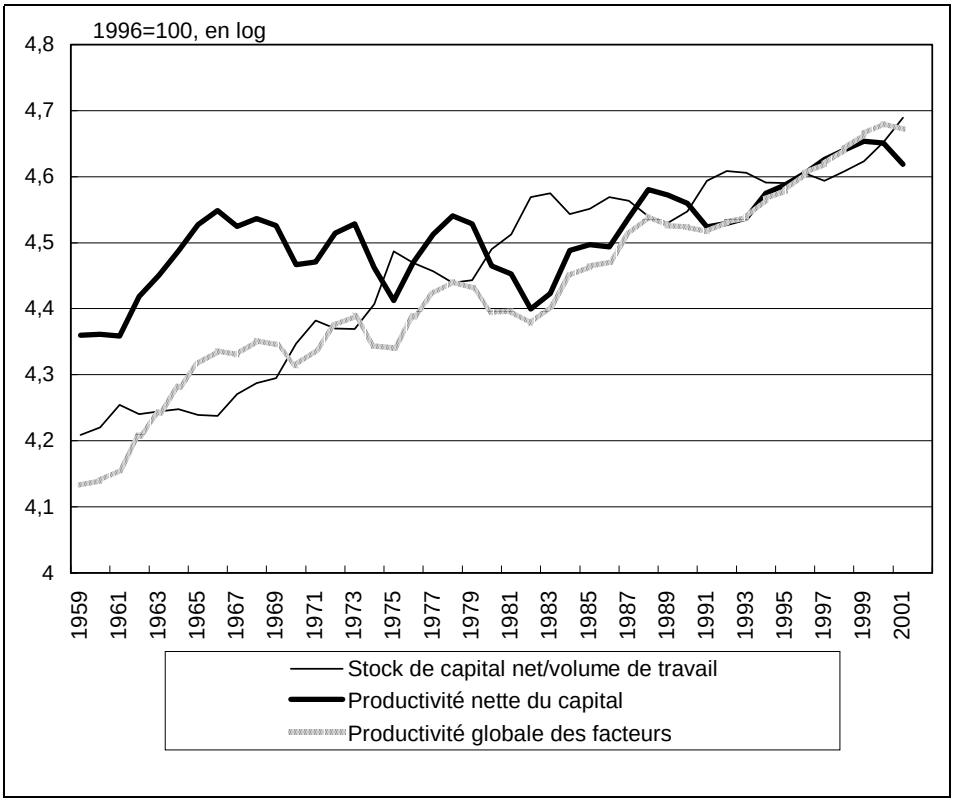


Sources : BEA, calculs SEFI

Progrès technique et rentabilité

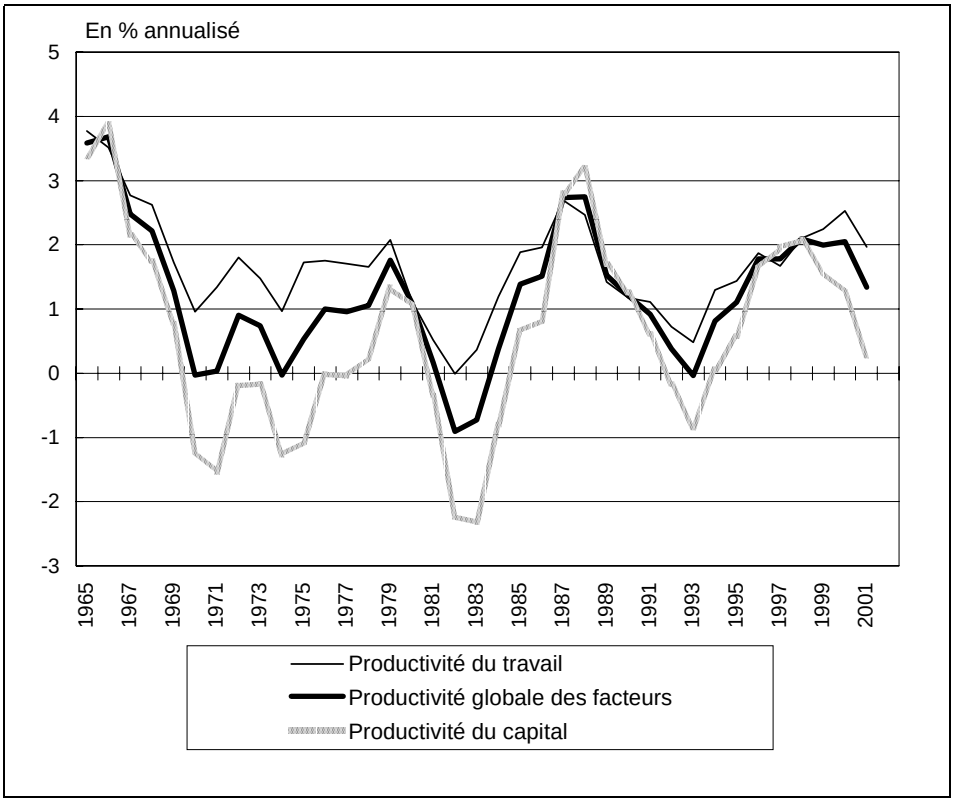
Si l'on cherche à identifier ce qui dans l'inflexion haussière de la productivité du capital relève à proprement parler du progrès technique, c'est-à-dire de la composante de la croissance qui n'est pas expliquée par l'accroissement des facteurs travail ou capital, il apparaît que les deux tiers de l'amélioration de l'efficacité du capital peuvent être attribués à la hausse du taux de croissance de la productivité globale des facteurs après 1983, le reste étant imputable à la décélération de la substitution du capital au travail (tableau 16). Les rythmes de croissance du progrès technique et de la productivité du capital s'inscrivent par conséquent, l'un comme l'autre, dans la continuité du mouvement entamé au début de la décennie quatre-vingt (graphiques 29 et 30).

Graphique 29
Décomposition de la productivité du capital :
K/L et *PGF* dans le secteur des sociétés non financières



Sources : BEA, calculs SEFI

Graphique 30
Rythme de croissance sur 5 ans de la productivité des facteurs des sociétés non financières américaines



Sources : BEA, calculs SEFI

Tableau 16
Contributions de la *PGF* et de la substitution du capital au travail à la croissance de la productivité du capital

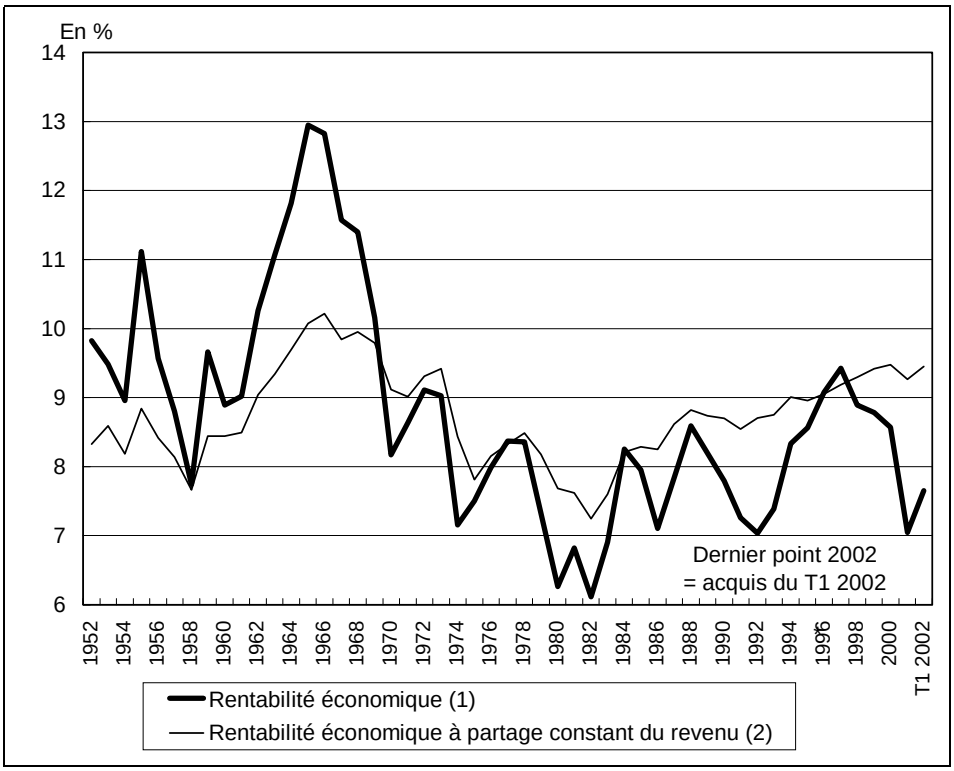
	Productivité du capital installé	Productivité globale des facteurs	Substitution capital / travail
1965-1983	– 0,6	0,5	– 1,1
1983-2001	1,1	1,5	– 0,4
1991-2001	1,0	1,6	– 0,6
1995-2001	0,5	1,6	– 1,1

Sources : BEA, calculs SEFI

Au total, l'accélération de la productivité globale des facteurs, le ralentissement de la substitution du capital au travail et l'arrêt de la hausse du prix relatif du capital ont tous les trois influencé positivement la rentabilité économique après 1983.

Toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire à partage constant de la valeur ajoutée, la contribution de la hausse de la productivité du capital en valeur entre 1983 et 2001 a généré mécaniquement de 1,5 à 2 points supplémentaires de taux de rentabilité. La courbe 2 du graphique 31 montre cet impact positif en mesurant ce que serait la rentabilité en fixant le partage de la valeur ajoutée à son niveau moyen sur l'ensemble de la période 1952-2001.

Graphique 31
Contribution de la productivité du capital à la rentabilité économique

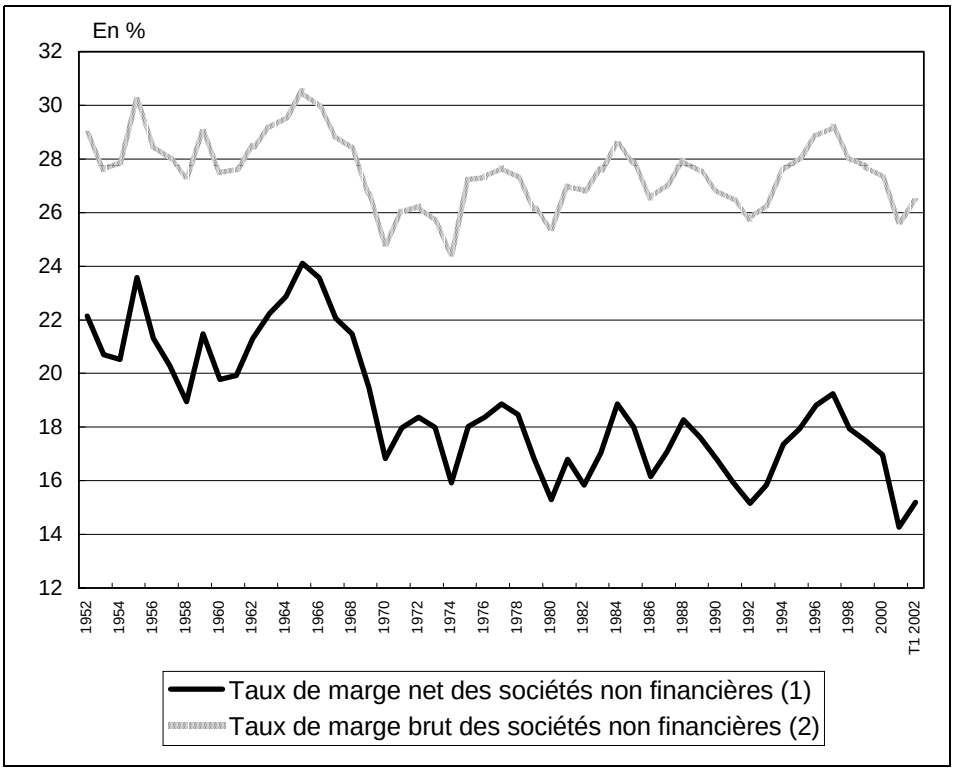


Sources : BEA, calculs SEFI

Cependant dans la pratique, la contribution positive de la productivité du capital en valeur est en partie contrebalancée par un partage du revenu de moins en

moins favorable au capital au fil des trois dernières décennies. Ce constat reste conforme à l'idée bien établie d'une grande stabilité de ce partage aux États-Unis par rapport aux principaux pays européens, mais il prend plutôt à rebours l'opinion commune d'un partage tendanciellement plus favorable au capital au cours de la dernière décennie. Pour éclairer la discussion, il importe d'introduire une distinction entre les taux de marge brut et net. Les deux courbes sont en apparence très semblables, mais elles comportent après 1970 deux tendances faiblement opposées (graphique 32).

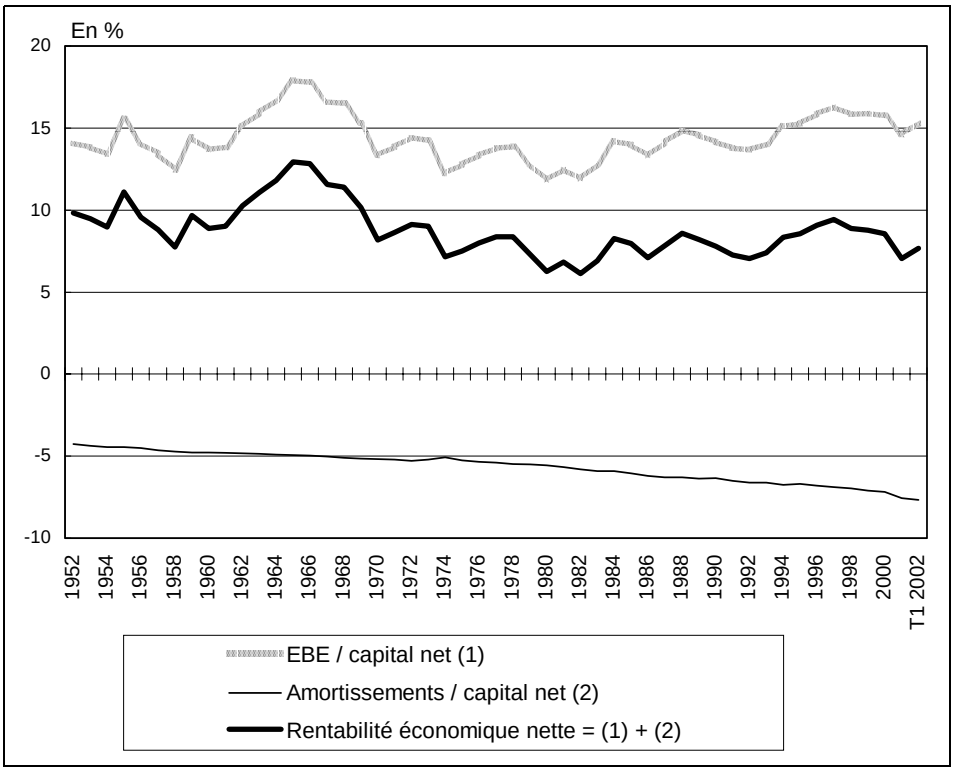
Graphique 32
Taux de marge brut et net des sociétés non financières



Source : BEA

La comparaison du partage net (1) et brut (2) de la valeur ajoutée permet de mettre le doigt sur un aspect essentiel de la période considérée : la baisse de la durée de vie moyenne du capital a eu des retombées en matière d'amortissement et, par conséquent, sur le rendement net du capital. L'amortissement représente en effet une proportion croissante du stock de capital et de la valeur ajoutée (graphique 33). Ce phénomène est lié à la diminution significative de la durée de vie des biens d'équipement, qui s'est réduite de 25% depuis le début des années quatre-vingt et de près de 45 % depuis le début des années cinquante.

Graphique 33
Influence de l'amortissement sur la rentabilité économique nette



Source : BEA

En conclusion, l'accélération de la productivité globale des facteurs, la décélération de la substitution capital/travail, la déformation des prix relatifs entre capital et production ont contribué pour 1,5 à 2 points à l'amélioration de la rentabilité du capital depuis 1983.

À l'inverse l'érosion du taux de marge influence négativement ce dernier, du fait en particulier des amortissements accélérés.

Au total, le redressement de la rentabilité économique peut être estimé au mieux de l'ordre de 0,5 à 1 point en l'espace de deux décennies. Par ailleurs, toutes les décompositions comptables situent l'éventuel point d'inflexion positive de la rentabilité au premier tiers des années quatre-vingt.

Nouvelles technologies et rentabilité

Ces éléments nous conduisent au seuil d'un des débats les plus animés dans la période récente (tableau 17). Quelle place tiennent les nouvelles technologies dans l'amélioration de la performance du capital et, par suite, dans l'explosion des cours sur le marché des actions ?

Les indicateurs qui ont polarisé la discussion ne sont pas tout à fait identiques à ceux mobilisés plus haut, en termes de couverture sectorielle, [1] de délimitation des sous-périodes ou de révision des données disponibles :

- La controverse sur l'existence d'une rupture à la hausse de la productivité globale des facteurs s'est focalisée sur une comparaison de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix à la première moitié des années quatre-vingt-dix, ou à l'ensemble de la période allant du premier choc pétrolier jusqu'en 1995. Ne portant que sur la seule phase d'expansion du cycle et sans que ce dernier ne soit achevé, cette approche véhicule de sérieux doutes typiques de toute mesure effectuée sur un cycle incomplet.

- Les changements de méthodologie concernant les conventions de partage prix-volume, les hypothèses de durée de vie des équipements, ainsi que les révisions de compte, ont généré une certaine instabilité des mesures. La révision la plus récente a amené à écrêter sensiblement les rythmes de croissance de la productivité du travail qui se profilaient en 1999 et 2000. Les données s'accordent néanmoins sur le fait que le rythme de croissance

---

(1) En général les études macroéconomiques portent sur le « non farm business », à la différence du champ adopté ici : « non financial corporate business ».

de la productivité apparente du travail aurait été de 1 à 1,5 point supérieur à celui qui prévalait de 1973 à 1995 ou entre 1990 et 1995, et celle du capital de l'ordre de 1 point au cours du même laps de temps. Au total, l'accélération de la productivité globale des facteurs avoisinerait un point.

L'essentiel de la controverse s'est centrée sur les facteurs explicatifs du point supplémentaire de croissance de la productivité globale des facteurs. Est-il de nature cyclique ou structurelle ? Témoigne-t-il d'une diffusion des gains de productivité à l'ensemble de secteurs utilisateurs des nouvelles technologies, ou reste-t-il concentré dans les secteurs producteurs de ces nouvelles technologies ?

- R. J. Gordon (2000) a tranché dans un premier temps le débat en attribuant plus des deux tiers de l'accélération à des effets purement cycliques (taux d'utilisation des facteurs notamment), et aux prix relatifs, en notant que le reste de l'accélération restait intégralement concentré dans les secteurs producteurs des nouvelles technologies. Autrement dit, il ne constatait aucune diffusion des gains de productivité aux secteurs utilisateurs.

- D'autres travaux (D. W. Jorgensen et K. J. Stiroh, 2000 ; S. D. Oliner et D. E. Sichel, 2000), ont abouti à des conclusions inverses en attribuant l'essentiel de l'accélération à des facteurs structurels, plus de la moitié étant localisée dans les secteurs utilisateurs des nouvelles technologies.

Tableau 17
Accélération et facteurs explicatifs de la productivité aux États-Unis, dans la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix

	Gordon (2000)	Jorgensen et Stiroh (2000)	Oliner et Sichel (2000)	US Council of Economic Advisers (2001)
Période d'étude	1995-1999	1995-1998	1995-1999	1995-2000
Accélération de la productivité du travail	1,33	0,95	1,16	1,63
Dont :				
Substitution capital / travail	0,33	0,29	0,33	0,38
Liée aux NTIC		0,34	0,5	0,62
Autres		– 0,05	– 0,17	– 0,17
Productivité globale des facteurs	0,31	0,65	0,80	1,19
Contribution des secteurs NTIC	0,29	0,24	0,31	0,18
Reste de l'économie	0,02	0,41	0,49	1
Autres facteurs	0,69	0,01	0,04	0,04
Effets cycliques	0,50			0,04
Mesure des prix	0,14			
Qualité du travail	0,05	0,01	0,04	0

Source : FMI World Economic Outlook, p. 112, octobre 2001

Les mesures opérées dans le présent rapport sur le champ des sociétés non financières concordent avec les ordres de grandeur des études citées plus haut, bien qu'elles intègrent les dernières révisions à la baisse de la productivité du travail (tableau 18). Mais les sous-périodes adoptées dans ces études ont pour résultat de gommer la datation la plus pertinente du point d'inflexion de tendance. En effet, on a vu que la décennie quatre-vingt-dix s'inscrit, au-delà des fluctuations cycliques, dans la continuité des années quatre-vingt. Isoler la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix et la comparer à l'ensemble des années qui précèdent, en remontant jusqu'au premier choc pétrolier écrase cette inflexion majeure. *A contrario*, la référence à la période 1990-1995 accorde un poids excessif à la récession du début des années quatre-vingt-dix. La productivité globale oscille sur des rythmes de 1 à 2 % au cours des années quatre-vingt comme au cours des années quatre-vingt-dix. Les années soixante et soixante-dix apparaissent en revanche nettement en retrait de ces performances, comme il a été souligné plus haut.

L'évolution récente qui intègre quelques trimestres de ralentissement de l'activité par rapport aux études mentionnées ici, conforte partiellement la thèse

de R. J. Gordon, selon laquelle la composante cyclique de l'accélération de la productivité serait significative. Si en partant de 1995 on étend successivement la période de calcul à 1999, 2000 ou 2001, on constate que la tendance de la *PGF* s'infléchit sensiblement. Le tableau qui suit montre ainsi la sensibilité des mesures à la sous-période adoptée pour caractériser les tendances récentes. Plus cette période s'allonge, plus elle équilibre les points d'expansion et de récession, et moins elle se singularise de la décennie quatre-vingt.

Tableau 18
Mesures de la productivité sur la base de la valeur ajoutée brute

	Période de référence			Tendances récentes		
	1973-1995	1990-1995	1983-1995	1995-1999	1995-2000	1995-2001
Productivité globale	0,9	1,1	1,5	2,2	2,0	1,6
Productivité du travail	1,3	1,4	1,5	2,5	2,5	2,2
Productivité du capital	0,3	0,6	1,4	1,7	1,3	0,5
K/L	1,0	0,9	0,1	0,8	1,2	1,6

Sources : NIPA, OCDE, calculs SEFI

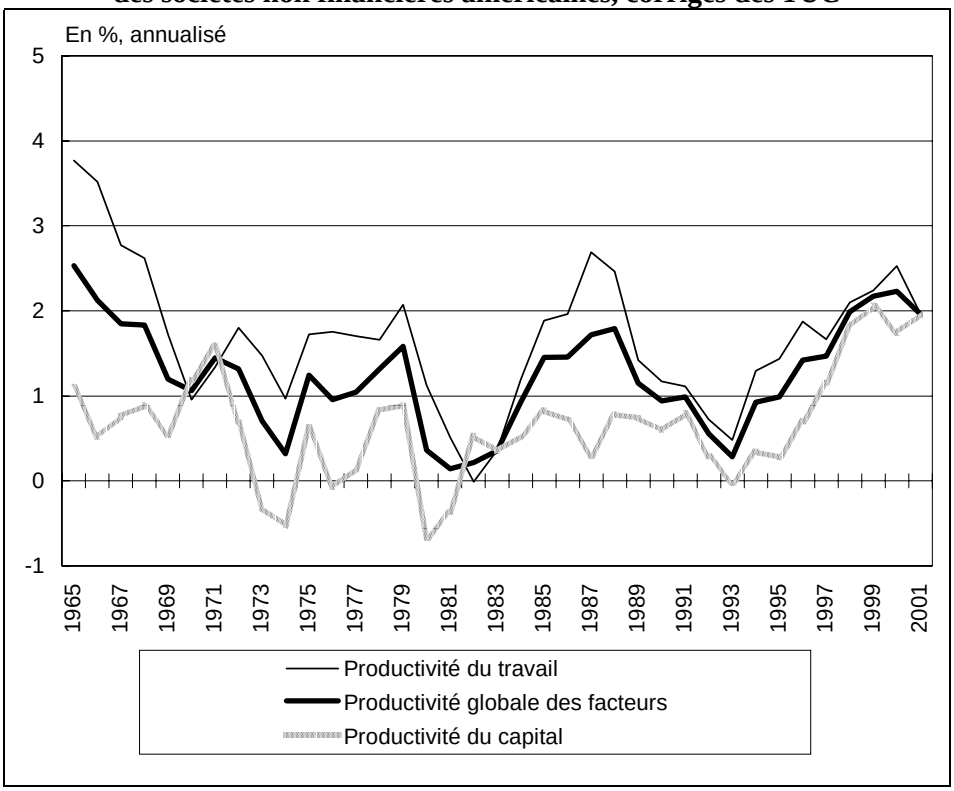
Pour atténuer la sensibilité des résultats au cycle, on est généralement conduit à corriger la mesure du capital par le taux d'utilisation des capacités de production. Cette correction conventionnelle cherche à neutraliser le mouvement apparent pro-cyclique de la productivité, non pertinent pour l'analyse de moyen à long terme. Cette correction produit des résultats significatifs, mais elle n'élimine qu'imparfaitement les fluctuations cycliques de la *PGF*. Par ailleurs, le *TUC* n'étant disponible que dans les branches industrielles, on est contraint d'appliquer aux branches non industrielles, largement prédominantes, le *TUC* moyen observé dans l'industrie. Ce choix est un pis-aller qui fragilise les évaluations. Dans le cas américain où les cycles dans les services et l'industrie ont été particulièrement décalés à la fin de la dernière décennie, les risques de biais sont particulièrement importants.

Enfin, il faut souligner que la série de taux d'utilisation des capacités comporte une tendance baissière dont l'interprétation est délicate, surtout si l'on ne dispose pas d'information complémentaire sur la durée d'utilisation des équipements. La correction par le *TUC* accrédite ainsi l'idée d'une productivité du capital « utilisé » ou « efficace » en nette accélération en fin de période. Si ce

constat est validé, malgré les réserves émises, il conforte l'idée selon laquelle la vague récente d'innovations aurait accru l'efficacité intrinsèque du capital dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Mais dans l'optique qui est la notre et qui consiste à s'interroger sur l'impact des technologies sur la rentabilité, la meilleure efficacité associée à une moindre utilisation structurelle du capital combine deux phénomènes qui se neutralisent de fait.

En définitive, après correction du taux d'utilisation, le cycle de productivité globale ressort légèrement plus ample et plus vigoureux lors des années quatre-vingt-dix que lors du cycle des années quatre-vingt (graphique 34). Les thèses en faveur du contenu technologique de la croissance américaine et d'un éventuel « new-age » peuvent en tirer partie. Mais ces changements ne sont pas en mesure d'améliorer la rentabilité économique puisque le capital a été structurellement utilisé dans le même temps à un moindre degré.

Graphique 34
Rythme de croissance sur 5 ans de la productivité des facteurs des sociétés non financières américaines, corrigés des *TUC*



Sources : BEA, calculs SEFI

2.2. La dynamique de l'accumulation du capital

L'écart positif entre la rentabilité économique et les taux d'intérêt signalé en deuxième partie ou la forte hausse des divers ratios rapportant la valeur de marché du passif à celle de l'actif des entreprises (*Price-to-Book* ratio, *Q de Tobin* empirique) sous-tendent en théorie un climat favorable à l'accumulation du capital, son rendement espéré excédant le rendement exigé par les créanciers. Cet écart peut être aussi conçu, comme on l'a vu, comme le produit d'exigences fortes en matière de rentabilité financière ou d'objectif de création de valeur. Dans ce cas, la sélection des investissements dont la rentabilité est nettement supérieure au coût d'opportunité du capital conduit à pérenniser cet écart. Ce dernier ne dope plus l'accumulation, mais il génère en revanche une sélectivité accrue du capital et une incitation pour les entreprises à racheter leurs propres actions ou à distribuer des dividendes. C'est effectivement ce qui est suspecté à travers le thème de la « dictature » du *ROE*, et qui est susceptible de conduire à un régime de sous-accumulation.

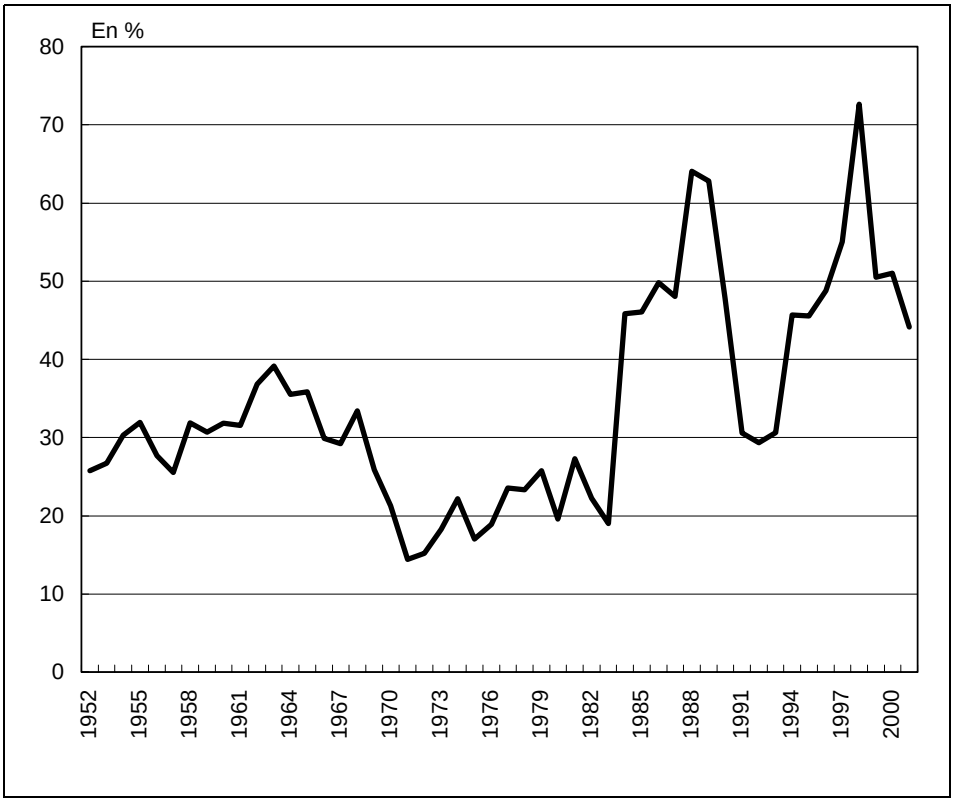
Dans le cas américain, en dépit de l'emphase placée sur le thème du rachat d'actions, l'idée d'un rationnement du capital dans les années quatre-vingt-dix trouve difficilement une assise probante.

La montée en puissance des achats nets d'actions et l'accroissement des versements dividendes, lorsqu'on les rapporte au montant de la FBCF, relèvent à première vue de cette logique (graphique 35). Ces flux qui représentaient environ 25 % de la FBCF jusqu'en 1983 ont atteint 45 % par la suite, avec une pointe à plus de 70 % en 1999. Cette dérive s'explique par une montée en charge des dividendes, qui n'est toutefois pas corroborée par les données de marché selon lesquelles les dividendes auraient plutôt crû moins vite que les profits [1], et surtout par d'importantes vagues de rachats nets d'actions par les entreprises du secteur non financier. Cette inversion des flux d'émission nets correspond cependant moins à un rachat d'actions proprement dit des entreprises sur elles-mêmes, qu'à des vagues de fusions-acquisitions qui conduisent les entreprises à acquérir des titres dilués entre petits actionnaires. Elles relèvent donc surtout d'une logique de prise de contrôle et donc de croissance externe moins que d'une logique de sous-investissement.

---

(1) On peut en effet se demander si la consolidation des flux de dividendes est correctement effectuée en comptabilité nationale.

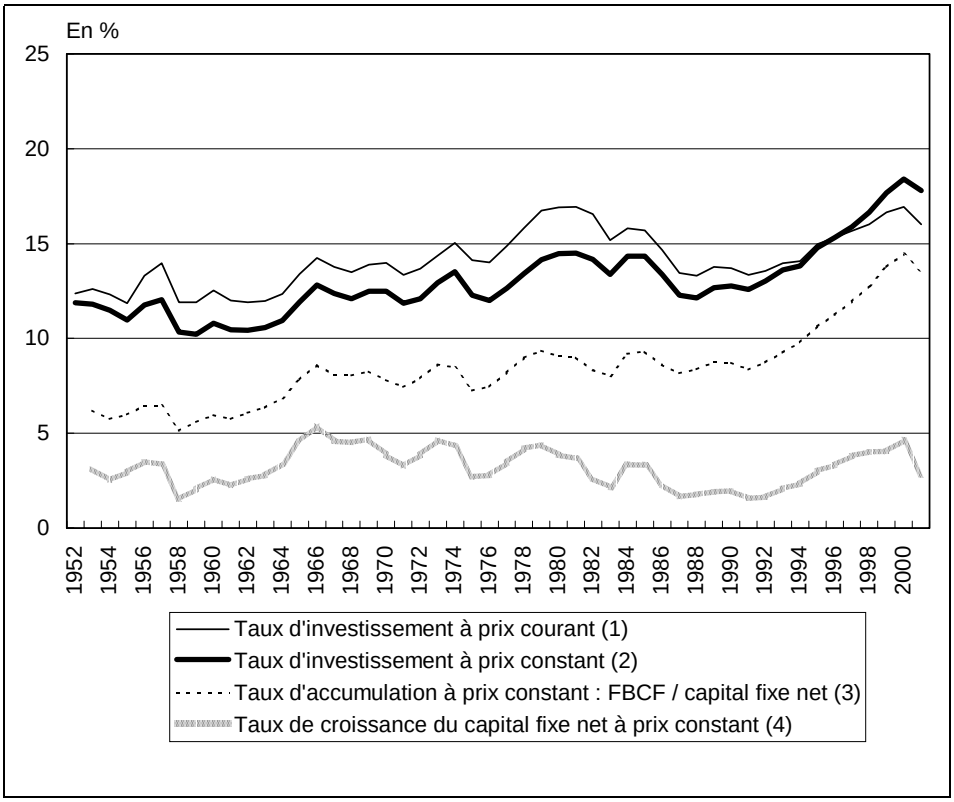
Graphique 35
Achats nets d'action et dividendes en % de la FBCF



Sources : BEA, FoF

Par ailleurs, les taux d'investissement en valeur et surtout en volume, aussi bien que les taux d'accumulation tendent plutôt à montrer une vigueur sans précédent de l'effort d'accumulation au cours de la décennie quatre-vingt-dix (graphique 36). Cet élément cadre mal avec l'idée d'un rationnement de l'effort d'accumulation, même si les déclassements accélérés rendent cet effort moins perceptible lorsqu'on le traduit en croissance du stock de capital en volume. L'effort d'investissement sans précédent couvre ainsi de plus en plus un besoin de renouvellement accéléré de biens d'investissement à faible durée de vie, c'est-à-dire à forte rotation.

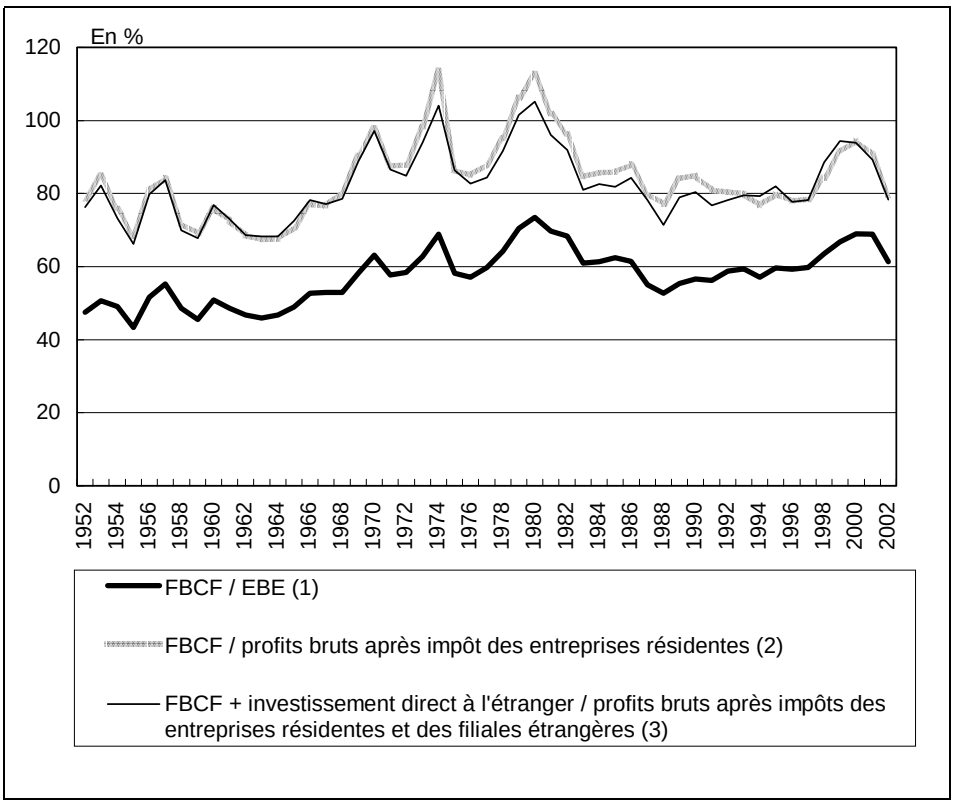
Graphique 36
Taux d'investissement et croissance du capital fixe des sociétés non financières



Source : BEA

Surtout, la FBCF nationale ou internationale des entreprises résidentes, même si son prix relatif décroît, représente toujours une part soutenue et relativement stable de l'excédent brut d'exploitation ou des ressources d'autofinancement (graphique 37). Ce constat cadre mal avec le fait que les marchés exerceraient une ponction croissante sur les ressources de trésorerie disponibles des entreprises au détriment de l'activité réelle.

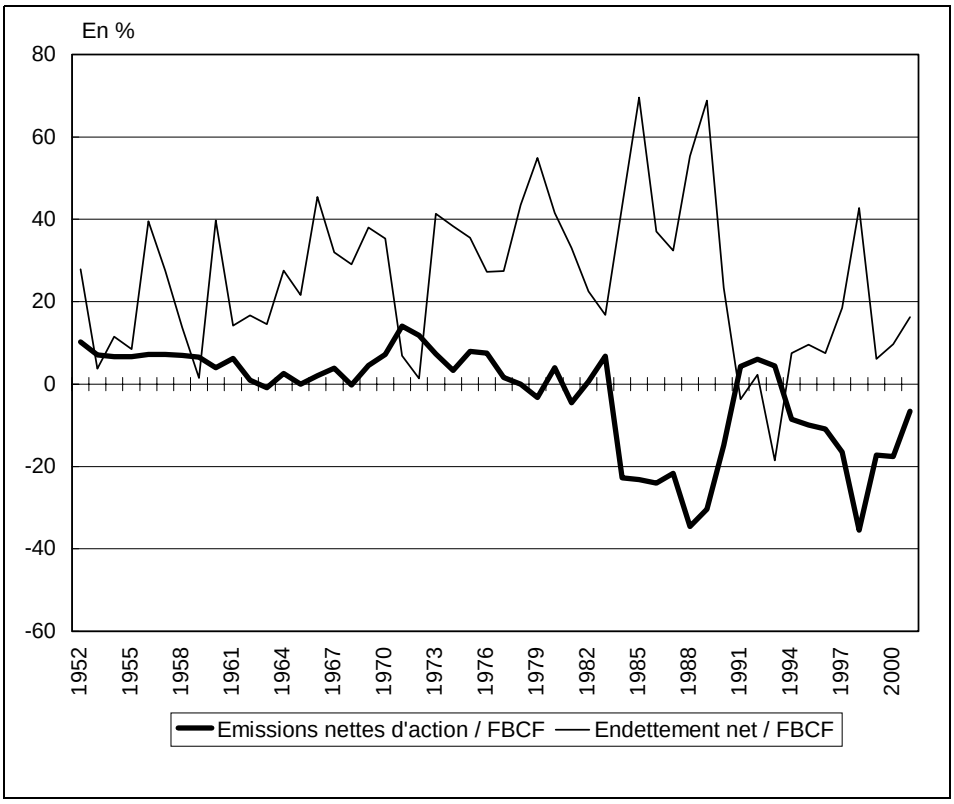
Graphique 37
Poids de la FBCF dans les profits américains



Source : BEA

L'apparent paradoxe entre les graphiques qui viennent d'être commentés peut être levé lorsque l'on rapproche les flux nets d'endettement aux émissions nettes d'actions. L'essentiel des fluctuations des émissions nettes d'actions ont pour contrepartie une variation des flux marginaux de dette, sans que ces derniers atteignent des proportions très importantes au cours de la dernière décennie (graphique 38). À travers ces flux peut être ainsi saisi un comportement de levier marginal qui était écrasé dans les données de stock. Ces statistiques ne corroborent cependant pas l'idée d'un comportement d'endettement débridé lié à des jeux de levier.

Graphique 38
Flux de financement externe en pourcentage de la FBCF des sociétés non financières américaines

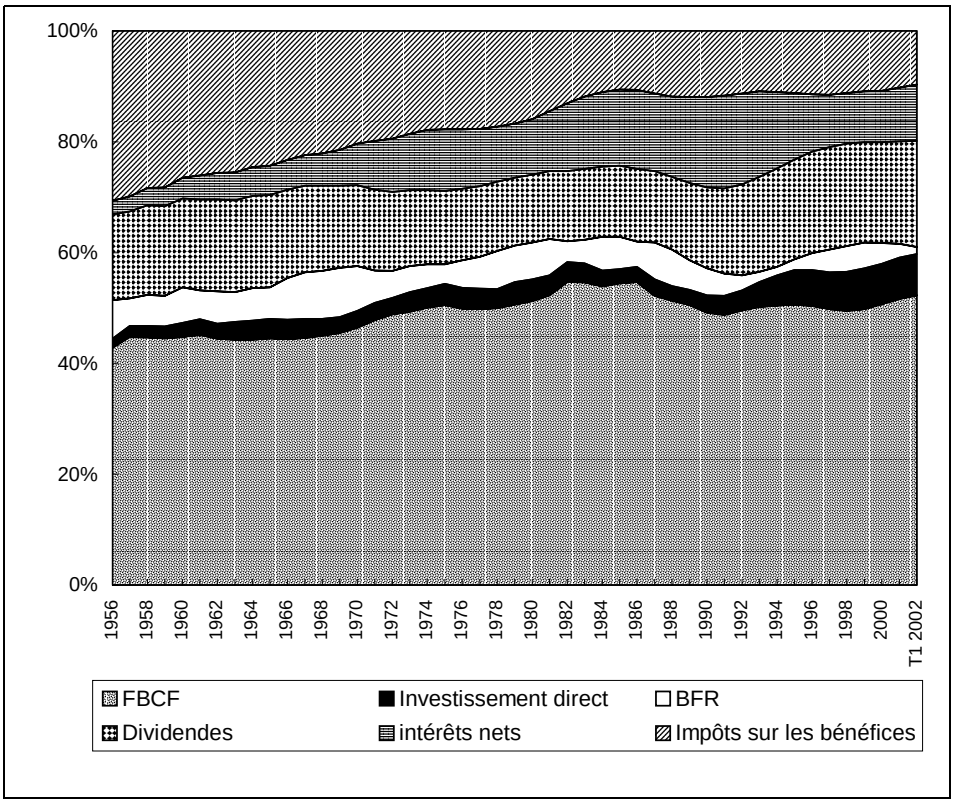


Source : Flows of Funds

En définitive, par rapport à l'ensemble des ressources, qu'elles soient internes ou externes, issues des investisseurs nationaux ou étrangers, la part de l'investissement national ou à l'étranger est stable et plutôt en progression au cours de la dernière décennie ou des deux dernières décennies (graphique 39). La montée des dividendes a pour principale contrepartie un net recul du poids de la charge de la dette (argument souvent avancé également pour tempérer les risques de surendettement), et un recul significatif de la variation du besoin en fonds de roulement (variations de stocks + accroissement net des crédits fournisseurs). Ce dernier point semble concrétiser l'un des principaux objectifs recherchés à travers la création de valeur actionnariale. Enfin, le rachat net d'actions limite bien le montant des ressources disponibles à des fins

d'investissement. Mais mis au regard des régularités passées, il ne pèse que marginalement sur la FBCF.

Graphique 39
Utilisation de leurs revenus par les sociétés non financières américaines, flux cumulés sur 5 ans



Source : Flows of Funds

Ni les rythmes d'accumulation du capital, ni ses modalités de financement ne portent la marque d'une sous-accumulation ou d'une sur-accumulation notoire et généralisée à l'ensemble des secteurs. Les rythmes récents d'accumulation ne semblent pas avoir exercé de tension majeure sur le partage primaire ou secondaire du revenu. En revanche, une hausse de l'épargne des ménages et le ralentissement induit de leur consommation, combiné à un comportement prudent de crédit de la part des banques, devraient limiter les ressources d'autofinancement aussi bien que celles d'origine externe dans un proche avenir. Dans ce contexte, les rythmes d'accumulation devraient sensiblement ralentir. À l'aune de ces nouvelles anticipations de croissance et de rentabilité,

c'est bien un diagnostic de suraccumulation qui l'emportera pour caractériser la décennie passée.

3. Productivité et accumulation du capital en France

3.1. Productivité des facteurs, partage de la valeur ajoutée et rentabilité économique

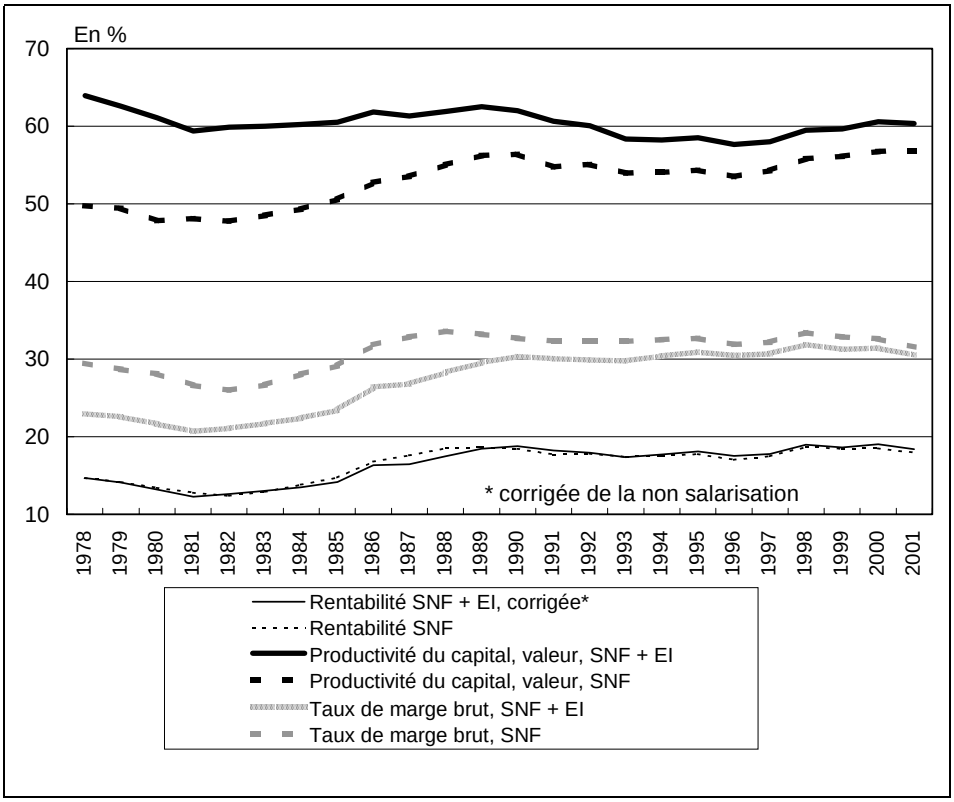
La décomposition comptable de la rentabilité économique

La même décomposition comptable que précédemment entre rentabilité, taux de marge et productivité du capital, appliquée au cas français permet de différencier assez nettement les performances hexagonales de celles des entreprises américaines (graphique 40). S'il y a bien une certaine similitude des performances en matière de rentabilité dans les années quatre-vingt-dix, qui peut être assimilée à un mouvement de convergence, les mécanismes qui président à cette dernière sont profondément différents.

La première différence majeure relève du fait que l'essentiel du redressement opéré en matière de rentabilité économique, au cœur des années quatre-vingt et jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, est imputable presque exclusivement au redressement du taux de marge. L'amélioration de la rentabilité s'opère donc par une modification du partage de la valeur ajoutée, contrairement aux États-Unis où l'inflexion légèrement haussière peut être rattachée à des facteurs technologiques et à l'évolution des prix relatifs du capital et de la production. Cette conclusion est corroborée par des travaux récents de la Banque de France ou de l'INSEE (G. Cette, A. Sylvain, 2001) :

« *En France, on constate une baisse de la productivité du capital (en valeur) avant le premier choc pétrolier, puis des évolutions autour d'un niveau assez stable à moyen terme* » (...). « *Le niveau du taux de marge des entreprises françaises est actuellement assez élevé, au regard du passé, ce qui semble compenser une productivité du capital (en valeur) qui se serait stabilisée à un niveau plus bas, depuis le milieu des années soixante-dix, que celui observé antérieurement. En conséquence, le niveau du taux de rendement du capital productif serait actuellement équivalent à celui observé avant le premier choc pétrolier. Un retour à un partage favorable à la rémunération du travail sans dégradation du rendement du capital supposerait une amélioration de la productivité du capital* ».

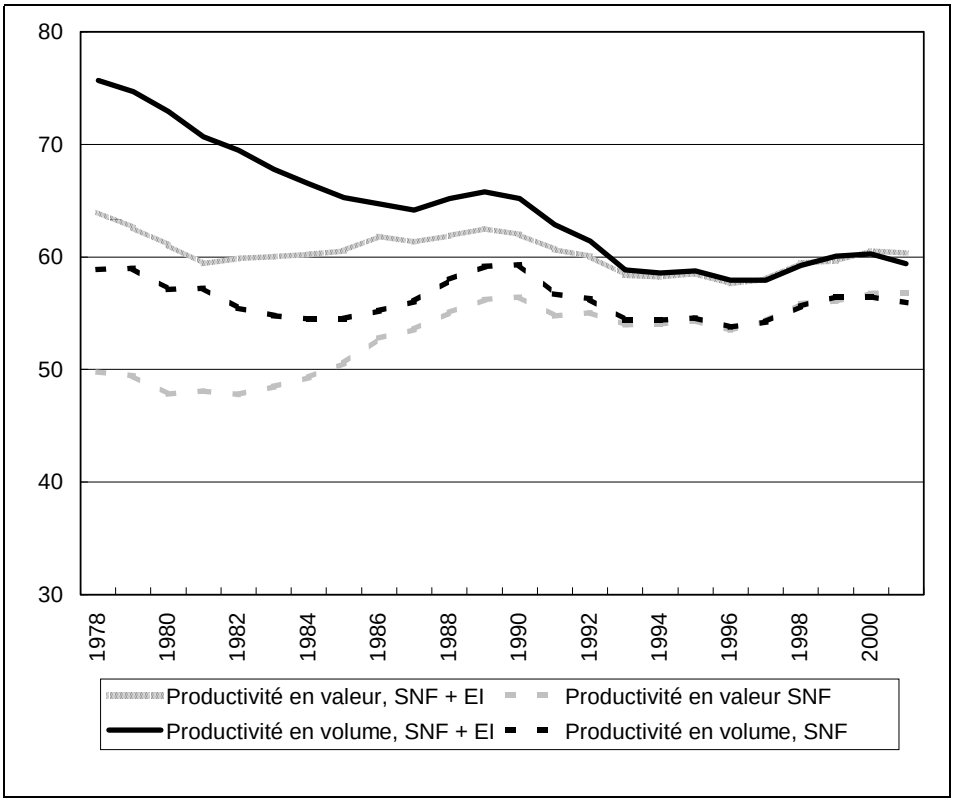
Graphique 40
Décomposition comptable du taux de rentabilité des sociétés non financières et entreprises individuelles françaises



Sources : INSEE, calculs SEFI

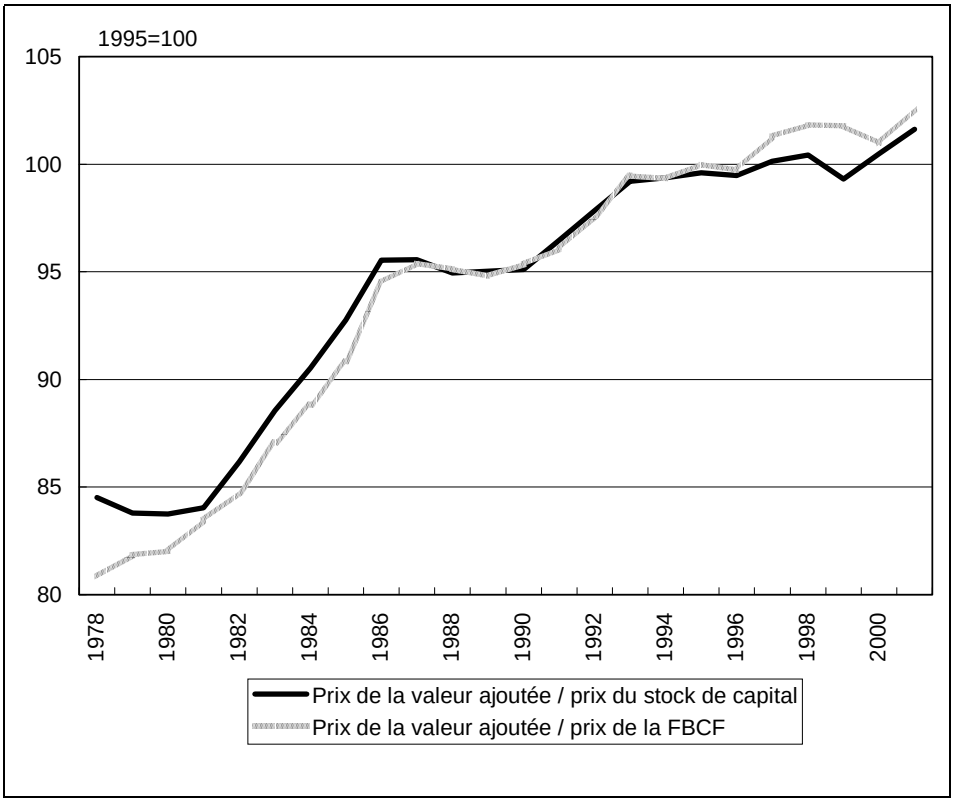
Lorsque l'on pousse plus loin la décomposition pour remonter à la productivité en volume du capital, la tendance qui se dégage est plus nettement baissière. (graphique 41). Néanmoins la productivité se stabilise à partir de 1993 et amorce une légère remontée à la fin des années quatre-vingt-dix. La France semble connaître alors avec près de 15 ans de décalage par rapport aux États-Unis un mouvement de redressement de la productivité du capital. La ressemblance s'arrête cependant là car l'évolution des prix relatifs du capital et de la production, qui peut être considérée comme l'un des éléments caractéristiques de la nouvelle économie à travers la thématique des prix hédoniques, n'impriment pas leur marque en France (graphique 42).

Graphique 41
Productivité en valeur et en volume des sociétés et EI non financières françaises



Sources : INSEE, calculs SEFI

Graphique 42
Prix relatifs de la valeur ajoutée et du capital fixe des sociétés non financières + EI



Sources : INSEE, calculs SEFI

Productivité du capital et progrès technique

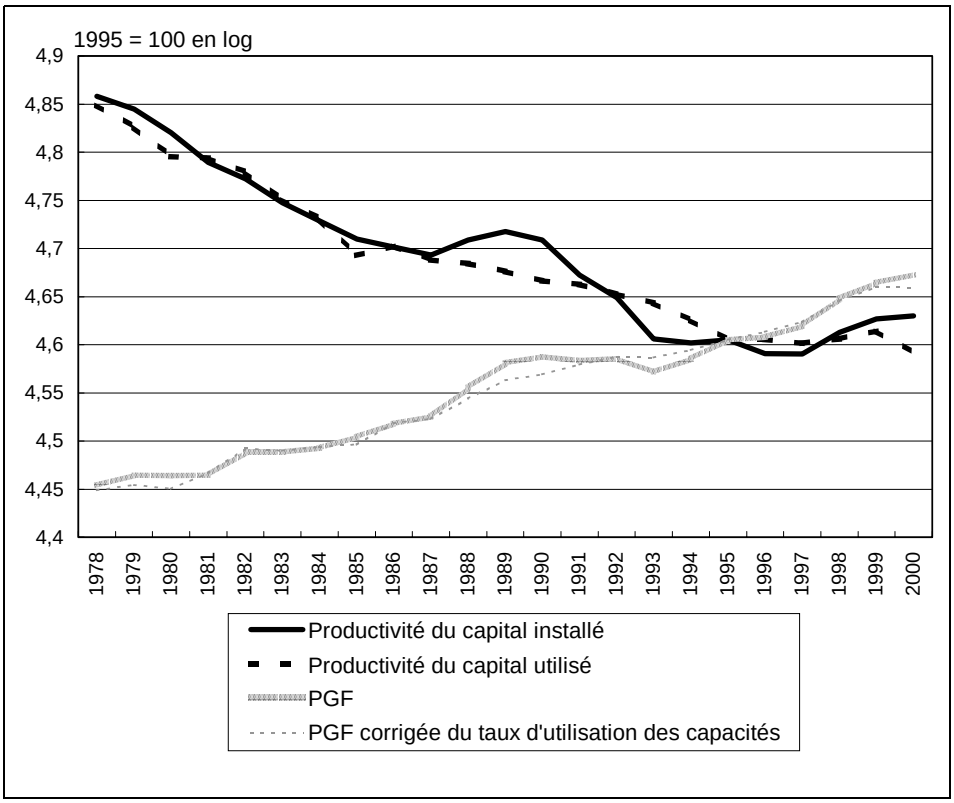
L'arrêt de la tendance baissière de la productivité du capital au cours des années quatre-vingt-dix ressort encore plus clairement après correction du stock de capital par le degré d'utilisation des capacités (tableau 19, graphiques 43 et 44). Cette inflexion ne peut pas néanmoins être rattachée à une quelconque accélération des gains de productivité globale. En fin de période, le ralentissement de la substitution capital / travail (en nombre d'heures travaillées), qui a alimenté le discours sur l'accroissement du contenu en emploi de la croissance, a constitué le principal facteur de stabilisation, voire de léger redressement de la productivité du capital.

Tableau 19
Contributions de la *PGF* et de la substitution du capital au travail à la croissance de la productivité du capital, SNF + EI

	Productivité du capital		Productivité globale des facteurs		Substitution capital / travail
	Installé	Utilisé	Installé	Utilisé	
1978-1984	- 2,1	- 2,0	0,6	0,7	- 2,8
1984-1990	- 0,3	- 1,1	1,6	1,3	- 1,9
1990-1996	- 1,9	- 1,0	0,3	0,7	- 2,3
1996-2000	0,8	- 0,5	1,4	0,9	- 0,7

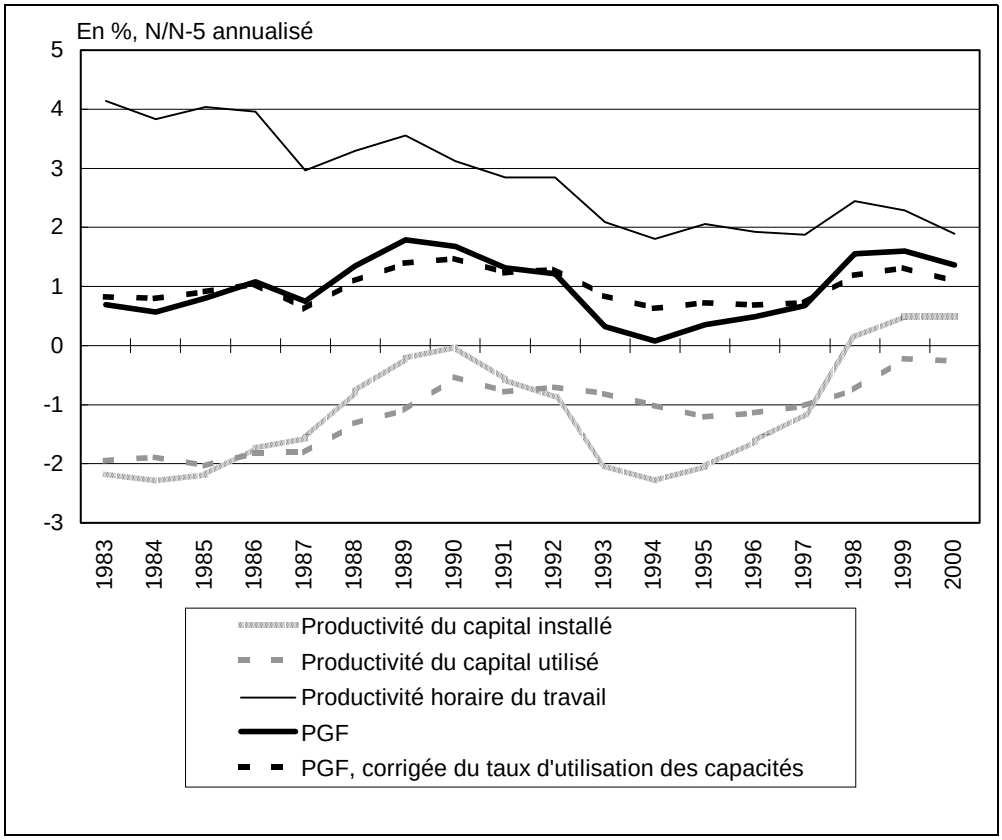
Sources : INSEE, calculs SEFI

Graphique 43
Productivité du capital et *PGF* des sociétés non financières et EI



Sources : INSEE, calculs SEFI

Graphique 44
Rythme de croissance sur 5 ans de la productivité globale des facteurs des SNF + EI



Sources : INSEE, calculs SEFI

Ces profils sont conformes aux résultats d'autres études, notamment celle de J. Accardo, L. Bouschrain, M. Jlassi (1999) sur la base des comptes nationaux SEC 90 portant de 1970 à 1997. Néanmoins, l'ajout des derniers points de la décennie quatre-vingt-dix atténue le contraste de tendance avec la décennie précédente. Par ailleurs, l'étude de l'INSEE aggrave le diagnostic concernant le ralentissement de la *PGF* à partir de mesures plus fines sur le plan sectoriel, et d'une identification plus complète de facteurs tels que l'amélioration des qualifications, le degré d'utilisation et l'âge moyen du capital. Trois résultats essentiels en ressortent :

– La moindre baisse de la productivité du capital entre 1990 et 1997 que durant la période 1975-1990 est confirmée.

– Mais la productivité du travail ralentit dans l'ensemble des branches et plus nettement encore dans le secteur tertiaire. Ce ralentissement est encore plus net lorsque l'on prend en compte l'évolution de la structure de qualification des actifs.

– Finalement le ralentissement de la productivité des facteurs est essentiellement dû aux branches de services jusqu'en 1997.

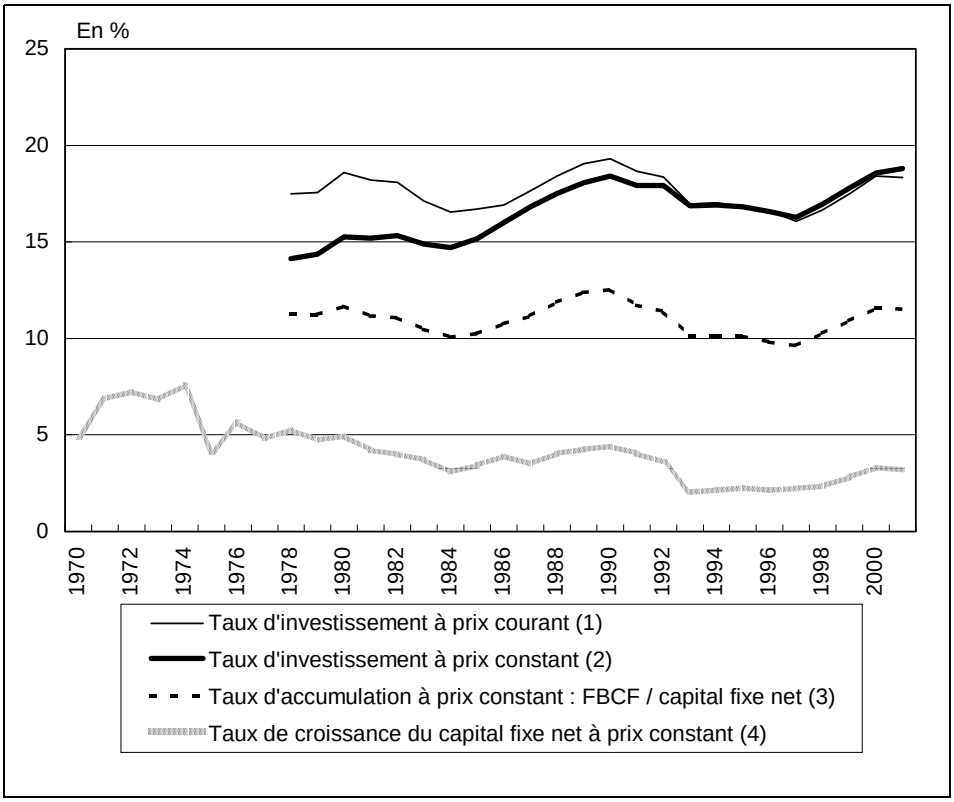
Dans ce contexte, il est très difficile de réconcilier ces données avec l'idée d'une forte prégnance des nouvelles technologies et des nouvelles formes d'organisation sur l'efficacité du capital ou plus globalement de la combinaison productive.

3.2. La dynamique de l'accumulation du capital

Le bilan de l'investissement et de l'accumulation sur longue période (graphique 45) est tout aussi mitigé que celui de la productivité lorsque l'on compare la France aux États-Unis. Le taux d'investissement à prix constant s'est redressé à partir du milieu des années quatre-vingt (courbe 2) dans le sillage de la restauration de la profitabilité du capital. Il oscille ensuite cycliquement autour d'une tendance plate durant les années quatre-vingt-dix. Le taux d'accumulation à prix constant qui en résulte (courbe 3) reste stable sur longue période. Aussi le poids croissant de l'investissement en proportion de la valeur ajoutée dans la seconde moitié des années quatre-vingt traduit plus la dégradation prononcée de la productivité du capital durant cette période, qu'un effort d'accumulation accentué.

En définitive le rythme de croissance du stock net de capital fixe en volume s'inscrit sur une tendance baissière jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix et il ne se redresse que modérément par la suite. En 2001, sa croissance (proche de 3,5 %) demeure très en deçà des rythmes qui prévalaient au sommet du cycle des années quatre-vingt (près de 4,5 %) ou de ceux que l'on observait au début des années soixante-dix (près de 7 %).

Graphique 45
Taux d'investissement et croissance du capital fixe des SNF + EI



Sources : INSEE, calculs SEFI

Les entreprises françaises n'ont pas attendu la diffusion des nouveaux modèles de gestion de type *EVA-MVA* pour entrer dans une ère de rationalisation du capital. La concurrence accrue sur le marché des capitaux liée à leur libéralisation a agi dès le début des années quatre-vingt comme un aiguillon à la convergence des rendements. Cette convergence, transitant essentiellement par un partage des revenus moins favorable aux salaires, a eu un impact dépressif durable sur la demande. Les médiocres performances en matière d'accumulation et de productivité globale en portent finalement la marque allant à l'encontre de l'objectif initial d'amélioration de l'efficacité de la combinaison productive. La libéralisation financière, combinée à l'accélération de la productivité américaine, semble constituer la principale cause des difficultés des entreprises françaises et européennes, bien plus que la diffusion récente des *benchmarks* de rentabilité financière, et a ancré le sentiment que le nouveau régime est défavorable à la croissance et à l'emploi.

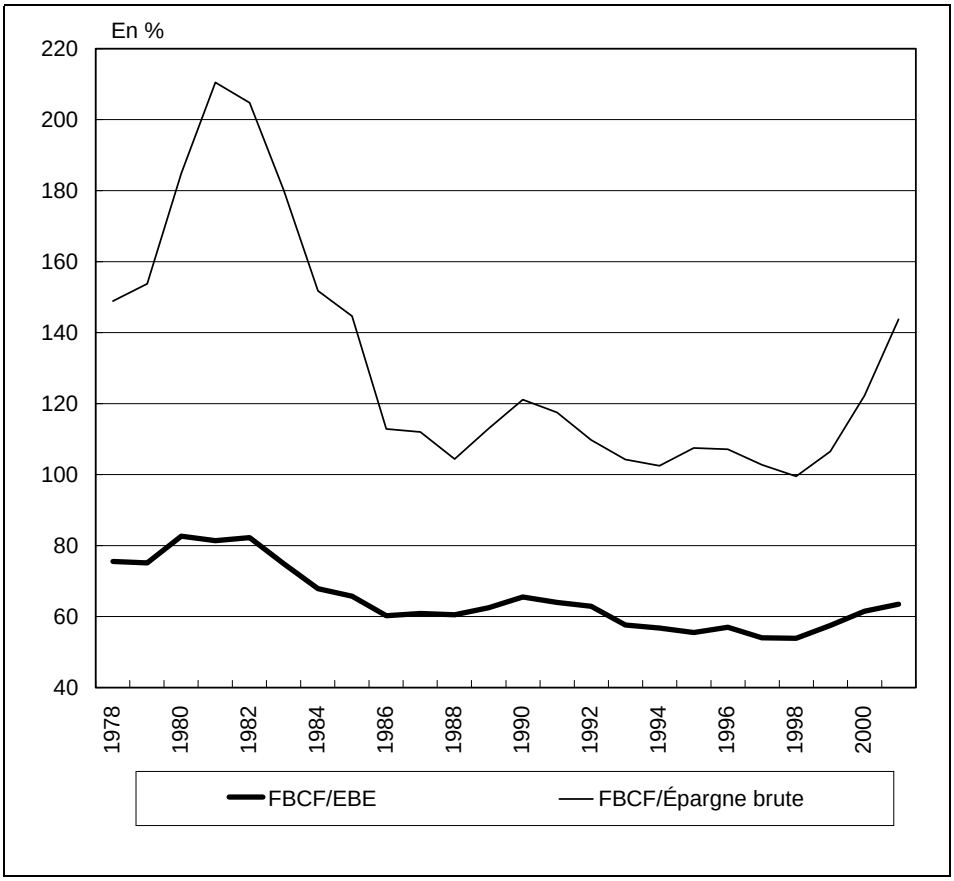
La transformation des structures de financement des entreprise participe à ce processus de rattrapage et de convergence des entreprises européennes par rapport aux entreprises américaines (M. Fried, J.-P. Moussy, D. Plihon, 2001). Le nouveau partage de la valeur ajoutée favorable aux profits a eu pour principale conséquence d'augmenter la part du financement par fonds propres (épargne des entreprises et plus marginalement émissions d'actions) au détriment de l'endettement. En outre, au sein de cette deuxième composante, la part des financements de marché par émission de titres tend à devenir plus importante que le financement auprès des banques.

Le fait marquant des deux derniers cycles est ainsi la hausse record du taux d'autofinancement qui s'établit en moyenne à plus de 90 % pour l'ensemble des sociétés non financières après 1986. Cette évolution résulte de la conjonction de deux phénomènes : une progression rapide des résultats qui a permis l'accumulation d'une épargne abondante et un manque de dynamisme de l'investissement au regard de l'excédent brut d'exploitation ou de l'épargne que dégagent les entreprises (graphique 46).

La faiblesse relative de l'effort d'investissement des entreprises, conjuguée à l'accumulation d'une épargne abondante, leur a permis de dégager des disponibilités importantes qui ont été affectées à trois types d'emplois : le remboursement des dettes dans un premier temps, jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, les placements financiers et plus récemment le rachat de leurs propres actions. C'est là un aspect de la « financiarisation des entreprises » qui se traduit par une augmentation de la part des emplois financiers au détriment des emplois directement productifs. En ce sens, l'économie française porte davantage la trace de signes de sous-accumulation que l'économie américaine.

Les adaptations conjoncturelles de l'appareil productif témoignent de l'effort continu d'économie en capital des entreprises françaises même après la reprise de l'activité de 1997. La relance de l'investissement dans la seconde moitié des années quatre-vingt a certes entraîné une accélération de la croissance du stock de capital. Mais le taux d'utilisation a dépassé dès 1988 ses précédentes pointes historiques. La reprise de 1997 a également produit des tensions aussi fortes que dix ans auparavant. La rapide montée du taux d'utilisation des capacités en période de reprise différencie encore la France des États-Unis. Les entreprises adoptent une attitude de prudence à l'égard de l'investissement et compensent la faiblesse relative des capacités par l'allongement de la durée d'utilisation du capital. Ce fut le cas de 1983 à 1990, période pendant laquelle cette dernière a progressé de plus de 5 % et plus encore de 1993 à 1999 où le temps de fonctionnement des équipements s'est élevé de plus de 10 % (OFCE, 2000).

Graphique 46
FBCF en pourcentage de l'EBE et l'autofinancement des SNF



Sources : INSEE, calculs SEFI

En définitive, l'objectif de rentabilité a agi comme une contrainte beaucoup plus sélective pour les entreprises françaises que pour leurs homologues américaines. Les entreprises françaises ont développé de ce fait des comportements malthusiens à l'égard de l'accumulation et de l'emploi, à la différence de leurs rivales américaines, et elles n'ont pratiquement jamais été en mesure (hormis peut-être au cours des trois dernières années grâce aux gains différés de la décrue des taux d'intérêt) d'enclencher un cercle vertueux de croissance comparable à celui qui se développait outre-Atlantique. En revanche, la vague de fusions et d'acquisitions de la part des grandes entreprises (mais qui a gagné

également les plus petites à travers le développement des *LBO* [1]), qui devait participer à la poursuite de cet effort de rationalisation par l'obtention de synergies, est victime des mêmes erreurs d'appréciation sur le prix des actifs qu'aux États-Unis. Les entreprises françaises se retrouvent dès lors, sans pour autant avoir produit le même effort d'accumulation que leurs homologues américaines, dans la situation paradoxale de devoir assainir la structure de leurs bilans, c'est-à-dire de devoir s'attaquer à des symptômes qui sont typiques d'une crise de sur-accumulation. Ce paradoxe s'explique par le fait que les entreprises françaises ont non pas trop investi en volume, mais qu'elles ont payé trop cher leurs acquisitions.

Conclusion de la troisième partie

Le présent rapport a tenté de mettre en cohérence un certain nombre de faits stylisés concernant la rentabilité et les risques associés au régime de croissance qui s'est développé au cours des deux dernières décennies. À ce titre, il entre en résonance avec les questions soulevées par les récentes turbulences financières et il en offre une grille d'interprétation structurelle.

Les évolutions qui ont été analysées doivent être mises dans une perspective de très long terme. À ce sujet, les travaux menés par les historiens comme C. Kindleberger (1978) apportent deux séries d'enseignements. En premier lieu, les phases passées de mutations technologiques et de changement de régime de croissance vont généralement de pair avec des turbulences boursières et la remise en cause des conventions financières. En second lieu, l'analyse historique montre qu'en dépit des crises économiques et financières qui le frappent d'une manière récurrente, le capitalisme n'a cessé de se transformer en intégrant les vagues successives d'innovations technologiques.

Selon cette vision, la période actuelle serait une phase de transition vers un nouveau régime de croissance, dont les deux piliers sont les nouvelles technologies et la finance de marché. Cette transition est marquée par l'instabilité financière endogène du capitalisme et par la recherche de nouveaux repères par les agents économiques et financiers à la suite de la mise en cause

---

(1) Un LBO ou Leveraged Buy Out est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement, une holding est constituée et s'endette pour racheter la cible. La holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée.

de la convention boursière fondée sur une rentabilité de 15 %. Ces ajustements impliquent, en règle générale, des aménagements d'ordre institutionnel destinés à favoriser l'émergence de nouvelles modalités de régulation du système économique.

Le constat central de ce rapport porte sur l'inertie des rendements économiques durant les années quatre-vingt-dix dans un contexte de forte décrue des taux d'intérêt nominaux et réels. Le fait que l'ensemble des rendements n'ait pas épousé le profil baissier des taux d'intérêt suggère que la profitabilité du capital s'est redressée. Les conditions d'une restauration de la valeur des entreprises se sont donc mises en place au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, après une phase de marasme qui a duré près de 15 ans. La profondeur accrue des marchés financiers, les possibilités plus poussées de diversification des actifs, la crédibilité des banques centrales en matière de lutte préventive contre l'inflation ou la confiance des opérateurs sur la fonction de prêteur en dernier ressort qu'entendent jouer de façon coordonnée les autorités monétaires en cas de crise de liquidité constituent autant d'éléments qui ont joué favorablement sur les cours.

Beaucoup d'arguments attestent néanmoins d'un emballement des marchés boursiers dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix et laissent supposer que la correction actuelle ne constitue pas un accident transitoire. La décrue des taux d'intérêt a induit une croissance exceptionnellement élevée des profits et de la Bourse. Cet épisode a indéniablement généré un excès de confiance sur les rendements boursiers futurs, ainsi que sur la croissance anticipée des profits et sur leur moindre volatilité. Cependant, lorsque la capitalisation boursière vaut plus de cinq fois la valeur des capitaux propres comptables des entreprises et qu'à ce niveau de cours les profits représentent moins de 5 % de cette capitalisation, il est légitime de penser que l'édifice de valorisation boursière, fondé sur des rentabilités anticipées de l'ordre de 15 %, va au devant de sérieux déboires.

La surévaluation des actions occasionne un risque aisément identifiable pour les particuliers, dont l'épargne financière est de plus en plus exposée sur les produits de marché. Avec le développement du marché du contrôle, la surévaluation des titres boursiers occasionne aussi des coûts et des risques importants pour les entreprises. Les enjeux stratégiques que constituent l'obtention d'une taille critique, d'une position dominante sur le marché européen ou mondial, ou le recentrage sur les métiers de base, conduisent à d'importantes recompositions du capital. Les entreprises ont certes bénéficié dans les années quatre-vingt-dix de la décrue des taux d'intérêt, de la baisse du prix de certains biens d'équipement et, probablement aussi, d'une réduction des

primes de risque attendues sur le marché des actions. La conjonction de ces facteurs a créé des conditions de coût extrêmement favorables à l'accumulation. Mais à travers le jeu des fusions-acquisitions, les entreprises ont payé parallèlement le contrôle de leurs filiales à un prix probablement exorbitant. L'envolée des prix des actifs peut certes dans un premier temps opérer des transferts en faveur de la demande et produire des effets positifs sur la croissance. À plus long terme, elle fait peser de grands risques sur la qualité des bilans. La dépréciation des capitaux propres risque alors de gripper la reprise de l'activité en la faisant buter sur une contrainte de rationnement du crédit.

Les autorités de contrôle, et notamment les banques centrales ont démontré qu'elles avaient progressé dans la gestion des crises. Elles ont assumé leur rôle de prêteur en dernier ressort notamment en 1987, mais aussi lors des alertes qu'ont constituées les crises asiatiques et mexicaines. Elles ont ainsi évité les risques de faillite en chaîne des intermédiaires financiers. Cet élément constitue un facteur de confiance supplémentaire pour les marchés. Le risque de crise systémique qui constituait l'une des principales préoccupations des années quatre-vingt semble être passé au second plan aujourd'hui. Mais du même coup, les banques centrales contribuent aussi à l'excès de confiance des marchés qui ont parfaitement intériorisé le fait qu'ils pouvaient compter sur un apport de liquidité en cas de graves difficultés. Ayant progressé sur le terrain de la gestion de la déflation des actifs, il reste probablement aux autorités de contrôle à démontrer qu'elles peuvent agir de façon symétrique en cas d'inflation du prix des actifs.

Bibliographie

ACCARDO (J.), BOUSCHARAIN (L.) et JLASSI (M.), « Le progrès technique a-t-il ralenti depuis 1990 ? », *Économie et Statistique*, n° 323, 1999.

AGLIETTA (M.), *Macroéconomie financière*, 2 volumes, La Découverte, Collection Repères, n° 307 et 308, 2001.

AGLIETTA (M.), *Le capitalisme de demain*, notes de la Fondation Saint-Simon, novembre 1998.

AGLIETTA (M.) et BRETON (R.), « Systèmes financiers, contrôle des firmes et accumulation du capital », *Rapport sur la gouvernance d'entreprise*, chapitre 3, Commissariat général du Plan, 2002.

AGLIETTA (M.) et MOUTOT (P.), « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41, 1993.

ARTUS (P.), « La valorisation boursière : une vision à très long terme », *Flash*, n° 238, 2001.

ARTUS (P.) et DEBONNEUIL (M.), « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, 1999.

ASSOCIES EN FINANCE, « *De la droite de marché au plan de marché* », document interne, en ligne sur le site Associés en Finance, 2001.

BANCEL (F.) et CEDDAHA (F.), « *Vers une prime de risque unique* », document interne, en ligne sur le site Associés en Finance, 1999.

BARDOS (M.), LEFILLIATRE (D.) et CORDIER (J.), « L'évolution des financements et des placements des sociétés et quasi-sociétés des années 1980 aux années 1990 », *synthèse des résultats de la comptabilité nationale et de la centrale des bilans de la Banque de France*, Observatoire des entreprises, 1995.

BAUDCHON (H.) et BROSSARD (O.), « Croissance des technologies de l'information en France et aux États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 76, 2001.

BAUDRU (D.) et MORIN (F.), « Gestion institutionnelle et crise financière – Une gestion spéculative du risque », *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, 1999.

BEA, « Note on Profitability of Domestic Nonfinancial Corporations, 1960-2000 », *Survey of Current Business*, septembre, 2001.

BELLETANTE (B.) et PARANQUE (B.), « Accès aux marchés financiers et performances des entreprises industrielles », *Bulletin de la Banque de France*, n° 53, mai 1998.

BERTHIER (C.) et LECLER (O.), « Comptes d'entreprises et comptes nationaux : un rapprochement des diagnostics financiers », *Économie et Statistique*, n° 268-269, 8/9, 1993.

BOUCHER (C.) et PLIHON (D.), « Le « e-krach » et sa signification », *Le rapport moral sur l'argent dans le monde en 2001*, Association d'Économie financière, 2002.

BOYER (R.), *La croissance, début de siècle. De l'octet au gène*, Albin Michel, 2002.

BRENDER (A.) et PISANI (F.), *Les marchés et la croissance*, Economica, 2001.

BRENDER (A.) et PISANI (F.), *Le nouvel âge de l'économie américaine*, Economica, 1999.

BRI, *69e rapport annuel*, Bâle, 7 juin 1999.

BRI, *70e rapport annuel*, Bâle, 5 juin 2000.

CAMPBELL (J. Y.) et SHILLER (R. E), « Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook », *Journal of Portfolios Management*, n° 24, ou NBER, *document de travail*, n° 8221, 1998.

CETTE (G.), MAIRESSE (J.) et KOCOGLU (Y.), « La mesure de l'investissement en technologies de l'information et de la communication : quelques considérations méthodologiques », *Économie et Statistique*, n° 339-340, 9/10, 2000.

CETTE (G.) et SYLVAIN (A.), « Partage primaire du revenu et rendement du capital : quelques repères empiriques pour plusieurs grands pays industrialisés », *Bulletin de la Banque de France*, n° 93, septembre 2001.

CHEVALIER (P.-R.) et DURE (D.), « Quelques effets pervers des mécanismes de gestion », *Annales des Mines*, septembre 1994.

CHIAPPORI (P.-A.), « La prime de risque », *Bulletin mensuel*, Centre d'information sur l'épargne et le crédit, n° 209-210, 1998.

CNCT, *Le financement de l'entreprise*, janvier 1999.

COCHRANE (J. H.), « Where is the Market going ? Uncertain facts and novel theories », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* (novembre, décembre), ou NBER, *document de travail*, n° 6207, 1997.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, Rapport du groupe présidé par Jean-François Bigay, *La nouvelle nationalité de l'entreprise*, La Documentation française, 1999.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, Rapport du groupe franco-allemand sur la compétitivité, *Compétitivité globale : une perspective franco-allemande*, La Documentation française, 2001.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, « *Actions non cotées - Modes de valorisation et poids économique* », Rapport du groupe de travail présidé par J.P. Milot, septembre 2002.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, *Economic Report of the President*, United States Government Printing Office, 2001.

DERVIEUX (L.), « L'internationalisation des groupes non financiers du CAC 40 », *Document de travail INSEE*, n° E2002/06, 2002.

EUROPEAN COMMITEE OF CENTRAL BALANCE SHEET OFFICES, *Corporate Finance In Europe from 1986 to 1996*, Own funds Working Group, *1999*.

FAMA (E.) et FRENCH (K.), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, n° 25, p. 23-49, 1993.

FAMA (E.) et FRENCH (K.), « Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns », *Journal of Finance*, n° 50, p. 131-155, 1995.

FAMA (E.) et FRENCH (K.), « Industry costs of equity », *Journal of Financial Economics*, n° 43, p. 153-193, 1997.

FMI, *Global Capital Flows and Developments in Foreign Exchange Markets*, p. 4-39, 2001.

FRIED (M.), PLIHON (D.) et SABORD (M.), « Les entreprises sont-elles riches ou pauvres ? », *Les Cahiers Lasaire*, n° 9, 1997.

GLASSMAN (J. K.) et HASSET (K. A.), *Dow 36,000*, Times Books, 1999.

GORDON (R. J.), « Does the *New Economy* Measure up to the Great Inventions of the Past ? », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Full), pp. 44-74, 2000.

HAN (B.), MANRY (D.) et SHAW (W.), « Un modèle de prévision du biais de prévision des analystes financiers », in : *Organisation et qualité des marchés financiers*, sous la direction de B. Biais, D. Davydoff et B. Jacquillat, 1997.

HEATON (J.) et LUCAS (D.), « Stock Prices and Fundamentals », NBER, *Macroeconomics Annual*, 1999.

HOARAU (C.) et TELLER (R.), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Éditions Vuibert, 2001.

JORGENSON (D. W.) et STIROH (K. J.), « Raising the Speed Limit : U.S. Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity* : 1, Brookings Institution, pp. 161-67, 2000.

KEYNES (J. M.), *Théorie générale de l'emploi, du taux de l'intérêt et de la monnaie*, édition anglaise, 1936 ; traduction française, Payot, 1969.

KILEY (M. T.), « Stock Prices Fundamentals in a Production Economy », *Federal Reserve Board*, Washington DC, 20551, 2000.

KINDLEBERGER (C. P.), *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, Basics Books édition française, 1978 ; *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éditions P.A.U., 1994.

LEVINE (D. B.), *Wall Street, confessions d'un golden boy*, Payot, 1993.

MALKIEL (B.), « The Equity Risk Premium Puzzle », *Keynote Speech at 1996 Ibbotson Associates Equity Risk Premium Conference*, Chicago, IL, 1996.

MOREL (C.), et TEILETCHE (J.), *Une estimation de la prime de risque sur le marché français des actions*, Bureau des opérations financières, 31 octobre 2001.

MOTTIS (N.) et PONSSARD (J.-P.), « L'impact des fonds d'investissement étrangers sur le pilotage de l'entreprise », in : *La montée en puissance des fonds d'investissement – Quels enjeux pour les entreprises ?*, sous la direction de D. Plihon et J.-P. Ponssard, Les Études de La Documentation française, 2002.

OFCE, *L'économie française 2001*, Repères, La Découverte, 2001.

OLINER (S. D.) et SICHEL (D. E.), « The Resurgence of Growth in the Late 1990s : Is Information Technology the Story », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Fall), pp. 3-22, 2000.

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

PASSET (O.), « Menace américaine sur l'équilibre financier mondial », *Revue de l'OFCE*, n° 68, janvier 1999.

PETRICK (K. A.), « Comparing NIPA Profits with S & P 500 Profits », *Survey of Current Business*, avril 2001.

PICART (C.), *La rentabilité des entreprises : une étude empirique*, mémoire de DEA sous la direction de P.-C. Hautcoeur, DELTA–2001, 2001.

PLIHON (D.), « Les investisseurs institutionnels », in *Crise mondiale et marchés financiers*, Les Cahiers Français, La Documentation française, n° 289, 1999.

PLIHON (D.), *Le nouveau capitalisme*, Flammarion, Collection Dominos, 2001.

PLIHON (D.) et PONSSARD (J.-P.) éditeurs, *La montée en puissance des fonds d'investissement – Quels enjeux pour les entreprises ?*, Les Études de La Documentation française, 2002.

PLIHON (D.), PONSSARD (J.-P.) et P. ZARLOWSKI, « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », in : *La montée en puissance des fonds d'investissement – Quels enjeux pour les entreprises ?*, sous la direction de D. Plihon et J.-P. Ponssard, Les Études de La Documentation française, 2002.

POCHON (F.), *Un point sur l'évaluation des marchés boursiers*, Direction de la Prévision, avril 2001.

RIVAUD-DANSET (D.), DUBOCAGE (E.) et SALAIS (R.), « Comparison between the financial structure of SMES and that of large enterprises (LES) using the BACH database », *Economic Paper*, European Communities, juillet 2001.

ROLL (R.), « A Critic of Asset Pricing Theory's Tests : on Past and Potential Testability of the Theory », *Journal of Financial Economics*, mars 1977.

SAUVE (A.) et SCHEUER (M.), *Modes de financement des entreprises allemandes et françaises*, projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, 1999.

SHILLER (R. J.), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

SIEGEL (J.), « The Equity Premium : Stock and Bond Return Since 1802 », *Financial Analysts Journal*, févier 1992.

SIEGEL (J.), « The Shrinking Equity Premium : Historical Facts and Future Projections », in *The Equity Premium and Stock Market Valuations*, Conference Proceedings, Anderson School at UCLA, 1999.

STULZ (M.), « The Cost of Capital in Internationally Integrated Markets : The Case of Nestlé », *European Financial Management*, volume 1, p. 11-22, 1995.

SYLVAIN (A.), « Rentabilité et profitabilité du capital : le cas de six pays industrialisés », *Économie et Statistique*, n° 341-342, 1/2, 2001.

SYLVAIN (A.), *Capital en coût historique et en valeur : comparaison à partir d'un échantillon issu de la centrale des bilans*, Observatoire des entreprises, Banque de France, avril 2002.

DU TERTRE (R.), *La formation des prix dans « l'économie de Keynes ». Incertitude et prévision*, thèse de doctorat de sciences économiques, université Paris X – Nanterre, 2000.

YARDENI (E.), « Fed's Stock Market Model Finds Overvaluation », *Topical Study*, n° 38, 25 août 1997.

Composition du groupe

« Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance »

Président

M. PLIHON (Dominique), professeur de sciences économiques à l'université de Paris XIII ; Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN-CNRS)

Rapporteurs

M. KLEINPETER (Marc-Antoine), chargé de mission au Commissariat général du Plan

M. PASSET (Olivier), chargé de mission au Commissariat général du Plan

M. DU TERTRE (Renaud), conseiller scientifique au Commissariat général du Plan

Membres

M. AGLIETTA (Michel), professeur de sciences économiques à l'université de Paris X – Nanterre, conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)

M. AMANATIAN (Jean-Luc), directeur à Natexis-Finance

Mme BARDOS (Mireille), chef de service de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France

M. BEAUMONT (Daniel), associé, Associés en Finance

- Composition du groupe -

M. BORJEIX (Jean), directeur général délégué, Oddo et Cie, Sociétés de Bourse

M. BOUCHER (Christophe), professeur de sciences économiques à l'université de Paris XIII – Paris-Nord ; CEPN - CNRS

M. BRENDER (Anton), directeur des études économiques à la Compagnie parisienne de réescompte (CPR), professeur à Paris-Dauphine

M. CHERBONNIER (Frédéric), chef du bureau Industrie à la Direction de la Prévision

Mme COHEN (Myriam), conseillère pour les affaires et la gestion, Société française des analystes financiers (SFAF)

Mme COHEN (Janina), Société française des analystes financiers (SFAF)

M. DEPOUTOT (Raoul), chef de la division Synthèse des statistiques d'entreprises à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

M. DUVAL (Guillaume), rédacteur en chef adjoint à « Alternatives Économiques »

M. EYSSARTIER (Didier), chef du bureau Opérations financières à la Direction de la Prévision

M. FAYOLLE (Jacky), directeur adjoint du département des Études à l'Observatoire français de conjoncture économique (OFCE)

Mme FLANDRIN (Gwénaëlle), chargée d'études au bureau des Opérations financières à la Direction de la Prévision

M. FRIED (Michel), retraité, Natexis-Finance

M. GOLDBERG (Marc), directeur des questions technologiques (Chief Technology Officer), Reuters Venture Capital

M. HAYE (Martin), responsable de mission confirmé, Salustro Reydel

M. HOARAU (Christian), professeur au Conservatoire national des arts et métiers (CNAM), directeur de recherche à l'université de Paris 1 – Panthéon-Sorbonne, laboratoire GREGOR

M. JESTAZ (David), économiste au département des Études à l'Observatoire français de conjoncture économique (OFCE)

Mme JEFFERS (Esther Sasson), enseignante-chercheur à l'université de Paris VIII – Vincennes-Saint-Denis ; LED-Paris VIII, CEPN – Paris-Nord

M. LE CORNEC (Christophe), analyste financier à la Société française des analystes financiers (SFAF)

Mme LEVRATTO (Nadine), professeur à l'université de Corse

Mme MAUREL (Françoise), chef du département des Études économiques d'ensemble à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

M. NARBUTAS (Stéfan), directeur général délégué BFT gestion, groupe Crédit Agricole

M. PARANQUE (Bernard), économiste, chef du bureau du Financement des entreprises, Direction des entreprises commerciales artisanales et de services au ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

M. PICART (Claude), chef de la section Études à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

M. PONSSARD (Jean-Pierre), directeur de recherche au CNRS, laboratoire d'économétrie de l'École polytechnique

Mme RIVAUD-DANSET (Dorothée), professeur à l'université de Reims – Champagne-Ardenne, chercheur associée au CEPN-CNRS, Paris XIII

M. ROUX (Sébastien), chef de la division Marchés et stratégies d'entreprises à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

Mme SAUVE (Annie), adjointe au chef de service de l'Observatoire des entreprises à la Banque de France

M. SIGOGNE (Philippe), chef économiste à la Banque de financement et de trésorerie

M. THESMAR (David), responsable conjoncture internationale au département de la Conjoncture à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

A N N E X E S

Annexe 1

Ingéniérie financière, rentabilité et risque d'entreprise

Michel Fried

Les opérations d'ingénierie financière ont connu un développement explosif durant les quinze dernières années puisque, bien qu'on ne dispose pas d'approche statistique précise, elles représentent désormais plus du tiers du PNB des grands groupes bancaires. Le concept d'ingénierie financière, bien que figurant, sans être défini, dans la loi bancaire (article 5) au titre des autres activités bancaires, ne fait l'objet d'aucune description consensuelle et connote l'idée de montage complexe, associant en général des opérateurs bancaires, des financements de marché, voire l'intervention des assureurs. Nous proposons de définir l'ingénierie financière de façon plus précise comme un ensemble d'opérations qui permettent à l'entreprise d'obtenir des financements auxquels elle n'aurait pu prétendre au vu de ses performances intrinsèques ou de diminuer ses coûts financiers.

Le développement des opérations d'ingénierie financière résulte d'une triple évolution. La première évolution concerne la transformation des conditions d'exercice de l'intermédiation bancaire ; celle-ci a été affectée par une exigence renforcée de couverture de risques par les fonds propres dans un contexte de rentabilité accrue des fonds propres, ce qui a accentué la sélectivité des engagements de crédit, et a incité les banques à développer leurs activités de conseil, de monteur et d'arrangeur. La seconde évolution concerne la demande financière des entreprises elles-mêmes ; celles-ci ont voulu profiter des possibilités nouvelles de financement offertes par des techniques plus sophistiquées que les crédits bancaires traditionnels, les augmentations de capital ou les émissions obligataires classiques ; l'allègement de la législation qui, par exemple, interdisait jusqu'en 1985, la création de titres financiers complexes non définis par la loi, ou qui limitait les possibilités de titrisation

(réformes de 1995 et 1998) a facilité cette évolution. Ces nouvelles techniques se sont révélées non seulement particulièrement efficaces pour réaliser des opérations de financement que les banques ne voulaient plus faire, mais aussi pour accompagner le recentrage des entreprises sur leurs métiers de base ou le délestage d'actifs à médiocre rentabilité. Enfin, le développement des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers, et la professionnalisation des sociétés de gestion d'actifs a alimenté une demande pour des titres complexes, plus difficiles à analyser, mais plus rémunérateurs que des titres classiques.

Pour illustrer les enjeux de ce développement de montages complexes, on en décrira sommairement quatre exemples : le financement de projets, les opérations de déconsolidation, les opérations de réduction des coûts de financement, et les LBO.

La technique de **financement de projets** est une technique ancienne de financement des grands équipements publics : il s'agit de financer, par appel au marché, un équipement à créer appartenant à une société exclusivement dédiée à son exploitation. Le financement de l'opération, en général à fort effet de levier, est assuré par des fonds propres souscrits par les « sponsors » de l'opération, futurs gestionnaires de l'équipement, capital risqueur et investisseurs sur le marché, et par de la dette sous forme d'obligations ou de crédits souvent syndiqués.

À la différence d'une opération de financement traditionnel, le risque n'est pas pris sur une entreprise, mais sur la séquence des *cash flows* prévisionnels attendus de l'exploitation future de l'équipement. Si la technique n'est pas nouvelle, son application au financement des entreprises offre pour celles-ci la possibilité de financer de nouveaux équipements, sans déséquilibrer son bilan.

À la différence du financement de projets, les opérations de **déconsolidation ou de titrisation** visent, en cédant un actif existant, à permettre à une entreprise de se désendetter ou de réduire ses coûts de financement. Tous les types d'actifs peuvent être concernés, qu'il s'agisse d'immeubles de bureaux, de flottes de véhicules, de stocks de matières premières, de créances commerciales existantes ou futures. Les actifs cédés, dont l'usage reste à l'entreprise cessionnaire, sont acquis par une société *ad hoc*, souvent *off shore*, qui se finance à cet effet sur les marchés ; le prix de cession permet à l'entreprise soit de se désendetter, soit de transformer sa dette (opération de gestion de passif). La société *ad hoc* (fonds commun de créances, « *special purpose vehicle* »…) remboursera ses créanciers en leur remettant les flux financiers produits par les actifs cédés (flux de loyers, remboursement de créances…).

L'entreprise cédante améliore ainsi son bilan car les normes comptables interdisent de consolider une société dont on ne détient pas au moins une partie du capital (toutefois, si la société cédante a garanti tout ou partie de l'opération, les engagements pris doivent figurer en annexe de ses comptes), on obtient ainsi de nouveaux financements, moins coûteux, qui se substituent aux anciens. Pour que l'opération soit intéressante pour les nouveaux investisseurs ou les nouveaux créanciers il faut que le risque sur les actifs cédés soit inférieur au risque de l'entreprise cédante. Différentes techniques permettent d'obtenir ce résultat telles que le surdimensionnement des actifs cédés, la garantie de l'entreprise cédante, la couverture du risque par un assureur dont la prime est payée par l'entreprise cédante.

Les montages destinés à **réduire les coûts de financement et/ou à consolider l'endettement** peuvent prendre des formes multiples. Elles font souvent appel à des émissions de dettes subordonnées (remboursables seulement après les porteurs de dettes classiques) plus onéreuses, mais qui permettent alors l'émission d'une dette junior moins coûteuse, car moins risquée. On citera deux exemples de montage de ce type : le premier fait appel à une technique proche de la cession d'actifs au bénéfice d'une société de champagne qui ne pouvait céder ses bouteilles sous peine de perdre son droit à la dénomination « champagne ». Le montage repose, non sur la cession des stocks de champagne, mais sur leur nantissement au profit d'une société *ad hoc* selon une technique juridique (« gage avec dépossession ») assurant que ces bouteilles ne pourront être saisies par le liquidateur en cas de faillite. Par ailleurs, la dette de cette société se compose d'une tranche junior (notée BBB), en sorte que le risque résiduel de l'émission obligataire a pu être noté A1. Ce montage a permis tout à la fois de remplacer l'endettement à court terme qui finançait les stocks par un financement à 7 ans et de réduire le coût total de l'endettement.

D'autres techniques peuvent être utilisées pour réduire le risque de financement de la société *ad hoc*. Certains montages ont ainsi utilisé l'émission d'actions à dividende prioritaire (ADP) dont le dividende est versé avant la rémunération des actions ordinaires. Le dividende dont la probabilité de versement est ainsi renforcée va assurer le remboursement d'une émission obligataire dont le risque est ainsi réduit.

Les normes comptables, les caractéristiques juridiques mais aussi les avantages fiscaux jouent un rôle essentiel dans la réalisation des objectifs assignés aux opérations d'ingénierie financière. L'exemple des **TSDI « repackagés »** est exemplaire :

Les TSDI (titres subordonnés à durée indéterminée) sont des titres intermédiaires entre les fonds propres et la dette : comptablement, du fait de leur subordination, ils sont classés en fonds propres et ont les caractéristiques d'une obligation perpétuelle, remboursable à l'initiative de l'émetteur ou, en cas de faillite, seulement après le désintéressement des autres créanciers. La rémunération des TSDI a la nature d'un dividende, puisqu'il s'agit d'une affectation du bénéfice distribuable. Une émission de TSDI permet donc de renforcer les capitaux propres de l'émetteur. Le « *repackaging* » des TSDI a pour objet de donner à ces émissions le caractère d'un substitut à un prêt bancaire ou à un emprunt obligataire remboursable à l'échéance.

Pour obtenir ce résultat, la société émettrice de TSDI verse à une société *ad hoc* un montant *cash* (appelé intérêt précompté), qu'elle investira en obligations à coupon zéro notées AAA (bons du trésor américain). Le montant *cash* est déterminé de façon à ce que la capitalisation de l'investissement obligataire permette à son échéance (en général 15 ans) le remboursement des TSDI. Ce remboursement s'effectue par application d'une convention entre l'émetteur de TSDI et la société *ad hoc*. L'émetteur de TSDI a donc accru ses fonds propres et le souscripteur bénéficie d'une créance bien rémunérée et garantie par des titres sans risque.

Cette technique de « *repackaging* » de TSDI a été utilisée, entre 1988 et 1993, par près d'une entreprise sur deux du CAC 40. Elle a ensuite disparu, condamnée tout à la fois par un durcissement de la fiscalité des zéro coupons (les zéro coupons étrangers étaient exonérés fiscalement sous réserve d'un agrément fiscal individuel du SLF) et d'un durcissement des normes comptables, à l'initiative de la COB, qui a interdit d'enregistrer dans les comptes consolidés le produit de la cession des TSDI en capitaux propres.

D'autres montages ont pour but de **dissocier le pouvoir économique de la détention du capital**. La façon la plus simple d'obtenir ce résultat est la création d'une cascade de holding qui permet de contrôler une société sans détenir la majorité de son capital. L'utilisation de l'effet de levier de la holding est amplifiée par la mise en œuvre de montages plus subtils, permettant de proposer à des investisseurs des titres ou des créances adaptés au couple risque-rentabilité qu'ils recherchent. Le démembrement des actions (souscription séparée de certificats d'investissement par des investisseurs cherchant le rendement et des droits de vote par les investisseurs recherchant le contrôle) est une solution dont les limites tiennent aux caractéristiques des certificats d'investissement (ils ne peuvent pas représenter plus du quart du capital et un actionnaire qui acquiert des droits de vote et des certificats d'investissement peut reconstituer les actions). D'autres techniques peuvent être utilisées comme

l'adoption par la holding du statut de société en commandite par actions (qui donne aux dirigeants de la holding la totalité du pouvoir, quelle que soit la part du capital qu'ils détiennent, en contrepartie de la responsabilité sociale qu'ils assument), mais qui a l'inconvénient d'interdire l'intégration fiscale qui aurait permis de compenser l'imposition des dividendes de la holding par les déficits des sociétés d'exploitation.

L'endettement peut également être réalisé au niveau de la holding. S'il est réalisé sous forme d'OBSA (obligations à bons de souscription d'action), son coût est réduit en contrepartie d'une dilution à terme du capital. L'émission d'OBSA est financièrement souvent plus intéressante qu'un emprunt bancaire (notamment pour des raisons fiscales : régime mère-fille qui limite la déductibilité des intérêts), et stratégiquement pertinente si les souscripteurs d'OBSA sont des « amis » des actionnaires qui pourront alors diluer la prise de participation d'un éventuel *raider*.

Ce sont des techniques de ce type qui sont utilisées dans les montages de **reprise d'une société en LBO** (dont les RES n'étaient qu'une modalité bénéficiant d'avantages fiscaux spécifiques). Ces montages reposent souvent sur un schéma assez simple privilégiant des financements « mezzanines » (dettes bancaires ou obligataires subordonnées, particulièrement risquées et donc coûteuses) dont le coût est atténué par son association à des bons de souscription d'actions qui reviennent à faire bénéficier les créanciers d'un droit sur la valorisation future de l'entreprise (les OBSA précédemment évoquées en sont une modalité type). Une société holding est créée et détient la totalité du capital de la société cible ; elle finance cette participation pour une petite partie par des fonds propres (20 à 40 %) et la majorité par des concours « mezzanines » (20 à 30 %) et de la dette classique. Le remboursement de sa dette est assuré par la remontée des dividendes et des crédits d'impôt de la société cible.

Les montages du type LBO reposent donc sur un très fort effet de levier au bénéfice des repreneurs et sur l'interposition des prêteurs « mezzanines » qui, en acceptant un couple risque-rentabilité élevé, permettent d'émettre un financement classique (sous forme de dettes ou d'obligations) conforme aux standards de risque et de rémunération. Les cibles visées par des montages de ce type sont des firmes à fort *free cash flow*, puisque celui-ci doit permettre de financer 60 à 80 % de la valeur de la firme, et à forte visibilité pour entraîner l'adhésion des capital-risqueurs et des prêteurs.

Cette caractéristique avait fait écrire à Dennis B. Levine, le *trader* indélicat de Drexel Burnham Lambert, firme qui, l'une des premières, avait développé à

grande échelle ces financements à hauts risques : « *À mes yeux, un LBO organisé par le management équivalait presque à un délit d'initié légal* », (…) car « *les dirigeants d'une société ont une bien meilleure connaissance de sa vraie valeur que la horde d'actionnaires anonymes* » (*Wall Street - Confession d'un golden boy* », Payot, 1993).

En conclusion, les montages évoqués sont des opérations de financement qui répondent à quatre objectifs : optimisation fiscale, réduction des coûts de financement, obtention de financements autrement interdits par une situation financière dégradée et optimisation comptable.

Ces objectifs ne posent pas en tant que tels de question sur le fondement de la valorisation de l'entreprise : il s'agit soit d'une incitation ou d'une facilitation voulue par le législateur pour réaliser certaines opérations (exemple des RES), soit de techniques de gestion du passif permettant de bénéficier d'une évolution favorable des paramètres financiers (par exemple bénéficier d'une baisse de taux d'intérêt, alors que l'entreprise s'est financée par des concours bancaires qui ne sont remboursables par anticipation qu'avec une forte pénalité).

En revanche, les objectifs de diminution des coûts de financement, d'accès à des ressources externes impossibles autrement et d'optimisation comptable, posent problème quant à la valorisation des entreprises qui y recourent. En effet les techniques d'ingénierie financière, en redistribuant les flux et les risques, se substituent à des outils bancaires traditionnels : ainsi le financement des stocks aurait pu être assuré par une ligne de crédit classique, le financement des crédits clients par l'escompte traditionnel, une opération de reprise par un concours bancaire à long terme.

En règle générale, si un investissement financé par les nouveaux créanciers ou les marchés financiers est mieux noté qu'un investissement traditionnel adossé sur l'entreprise, c'est parce qu'une partie du risque de cet investissement n'est pas supporté par l'investisseur sur le marché, ou parce que la rentabilité de cet investissement est meilleure que la rentabilité de l'entreprise : il n'est que d'évoquer les techniques de surdimensionnement d'actifs transférés, de souscription de créances subordonnées, de paiement d'assurance qui, toutes, accroissent le risque de l'entreprise ou diminuent sa rentabilité future. Même en l'absence de montages complexes, le développement des « *covenants* », notamment des « *rating triggers* », accompagnant des financements bancaires ou de marché en apparence classiques, mettent en lumière cette tendance au gonflement des risques hors bilan : on désigne ainsi les clauses qui, en cas de dégradation de la notation de l'entreprise, entraînent le remboursement anticipé de la dette ainsi garantie, ou la cession des gages aux créanciers ou

l'augmentation de la rémunération des concours ; de telles clauses, en cas de dégradation de sa situation, entraînent une accentuation du risque de l'entreprise désormais supporté par une partie seulement de ses créanciers ou de ses actionnaires.

Si les entreprises et leurs actionnaires trouvent de nombreux avantages à des montages qui leur permettent de trouver des financements auxquels ils n'auraient pas eu accès, ou dont le coût aurait été beaucoup plus élevé, la question se pose de l'évaluation du niveau de risque de l'entreprise après ces opérations. Si en théorie l'information sur ces opérations existe et est accessible aux analystes financiers et aux agences de notation, il n'en reste pas moins que le bilan tend à ne fournir qu'une information dégradée sur la valeur de l'entreprise, dont une partie des risques est désormais logée, non dans les comptes sociaux ou consolidés proprement dits, mais dans les annexes comptables.

Annexe 2

L'entreprise : un actif financier ?

L'évolution des structures de contrôle et de détention du capital des entreprises

Le capitalisme européen continental a connu d'importantes mutations au cours des deux dernières décennies. L'un des changements majeurs concerne la géographie du capital des entreprises. C'est sans doute en France que l'évolution a été la plus rapide. On peut distinguer trois phases : au début des années quatre-vingt, à la suite des vagues successives de nationalisations (1936, 1945 et 1982-83), les grandes entreprises industrielles et financières françaises avaient l'État pour unique actionnaire. Puis, à partir de 1986, les entreprises ont été progressivement privatisées, les pouvoirs publics cherchant à maintenir le contrôle des entreprises privatisées entre les mains de blocs d'actionnaires français, par le canal des « noyaux durs » et des participations croisées. Enfin, à partir du milieu des années quatre-ving-dix, on assiste à la déconstruction des noyaux durs et au relâchement des participations croisées, sous la pression des investisseurs étrangers réclamant la levée des obstacles à la logique du contrôle externe des entreprises par le marché (Commissariat général du Plan, 1999).

À la suite de ces trois étapes, il y a eu une transformation profonde de la géographie du capital. En France, alors que l'État contrôlait 74 % du capital des 50 premiers groupes non financiers en 1984, il n'en maîtrisait plus que 23 % en 1999 (Commissariat général du Plan, 2001). Ce pourcentage inclut la participation de l'État dans le capital de firmes comme Renault ou France Télécom dont la gestion est, en pratique, déjà beaucoup plus largement influencée par les appréciations des investisseurs institutionnels que par les choix politiques de l'État. Le recul de l'État actionnaire s'est traduit par une montée en puissance des investisseurs institutionnels, particulièrement des investisseurs étrangers qui détiennent en 2002 entre 30 % et 50 % du capital des

grands groupes cotés au CAC 40 (tableau 1). La part des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière française est passée de 23,5 % en 1993 à 36,9 % en1999, d'après les données de la Banque de France.

La situation allemande montre quelques différences. La part des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière est inférieure à celle de la France : 15 % en 1996, mais largement supérieure à ce qui est observé aux États-Unis (6 %), en Grande-Bretagne (9 %) et au Japon (11 %). Si on se limite aux 32 plus grands groupes, cette part s'élève à 28 % en Allemagne, ce qui n'est pas très éloigné du pourcentage observé en France.

Une caractéristique importante des nouvelles structures de détention du capital des entreprises est que, pris individuellement, les investisseurs étrangers ont le plus souvent des participations minoritaires et très faibles dans le capital des entreprises européennes (tableau 2, portant sur les grandes entreprises françaises). Pris globalement, ces investisseurs minoritaires détiennent des proportions souvent élevées du capital des grandes entreprises, pouvant dépasser 50 % (tableau 1). Même si leurs stratégies se différencient sur certains aspects, ces investisseurs appliquent des politiques actionnariales fondées sur les mêmes grands principes (D. Plihon et J.-P. Ponssard, 2002)..

En bref, le capital des grandes entreprises est désormais largement contrôlé par des investisseurs institutionnels, et plus particulièrement par des investisseurs étrangers (principalement anglo-saxons) qui ont une position d'actionnaires minoritaires. On est donc passé d'une situation où les grandes entreprises françaises étaient contrôlées par un actionnaire unique public à une situation opposée où le capital des grandes entreprises est détenu par un grand nombre d'actionnaires minoritaires privés et souvent étrangers. Ce constat explique en grande partie l'évolution des politiques menées par les entreprises.

L'influence des nouveaux actionnaires minoritaires est devenue très importante, et va bien au-delà de leur poids strictement financier. Ces acteurs pratiquent une politique actionnariale très active qui repose sur deux principes fondamentaux : (1) les entreprises doivent être organisées de manière à ce que le contrôle externe par les actionnaires puisse s'exercer pleinement ; (2) les objectifs poursuivis par les entreprises doivent être orientés en priorité vers la « création de valeur actionnariale », c'est-à-dire vers la maximisation de la valeur du patrimoine des actionnaires.

L'application de ces principes fondamentaux amène plusieurs conséquences :

- Les entreprises sont d'abord considérées par les actionnaires minoritaires comme un actif financier dont il s'agit de maximiser la valeur (A. Orléan, 1999). Cette politique peut s'inscrire dans des horizons différents selon les investisseurs : les fonds de pension auraient un horizon plus long que les « *mutual funds* » dont le statut implique d'avoir une position plus liquide (D. Plihon et J.-P. Ponssard, 2002). L'objectif de création de valeur actionnariale amène les entreprises à appliquer des critères de gestion tels que l'EVA. Ces techniques ne sont pas novatrices dans leur principe ; elles se situent dans le cadre de la théorie financière standard du type MEDAF. Toutefois, elles se différencient de l'approche standard par l'usage qui en est fait sur deux points. D'une part, alors qu'il est une variable endogène dans le cadre du MEDAF, le taux de rendement du capital est désormais fixé *a priori* d'une manière exogène en fonction de normes de marché, différentes selon les secteurs d'activité : c'est le « *benchmarking* » (F. Morin et D. Baudru, 1999). D'autre part, l'EVA peut amener une réorganisation de l'entreprise sous forme de centres de profits appliquant le critère de création de valeur actionnariale (présentation de J.-P. Ponssard).

- Les actionnaires minoritaires ne souhaitent pas participer directement à la gestion de l'entreprise. Ils jugent d'abord les dirigeants des entreprises sur leur capacité à se soumettre au contrôle externe du marché : c'est l'application des principes de « gouvernance d'entreprise » qui concernent en particulier la transparence de l'information donnée aux actionnaires, le respect des droits des actionnaires minoritaires (comités d'audit), la responsabilité (*accountability*) et la rémunération (stock options) des dirigeants.

- Les actionnaires minoritaires laissent donc aux manageurs une grande autonomie dans le choix et la mise en œuvre de la stratégie industrielle de l'entreprise, dans le cadre du respect des objectifs financiers et des principes de gouvernance mentionnés précédemment.

- Pour autant, les principes de gestion réclamés par les investisseurs ne sont pas sans effets indirects sur la politique industrielle des entreprises. Ces effets se font plus particulièrement sentir dans trois domaines :

  - le recentrage sur les métiers de base de l'entreprise réclamés par les investisseurs pour deux raisons principales : les groupes de nature conglomérale sont opaques et ne peuvent faire l'objet d'un contrôle externe par le marché ; les investisseurs considèrent que la fonction de diversification relève de leur compétence ;

- le « *re-engeneering* » des chaînes de valeur, dont la principale méthode est l'externalisation de la production, qui a pour but de concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments les plus rentables ;

- la réduction de l'intensité capitalistique de l'entreprise (*downsizing*) dont l'une des dimensions principales est la technique de la relution : en rachetant leurs propres actions, les entreprises font mécaniquement augmenter le taux de rentabilité des fonds propres (*ROE*). Cette politique de redistribution des profits aux actionnaires, pratiquée par la plupart des entreprises, a pour conséquence de réduire leurs disponibilités pour mener à bien de nouveaux investissements productifs.

Tableau 1
Part des investisseurs étrangers dans le capital de grandes sociétés françaises

En pourcentage du capital en septembre 1999

Banques Assurances	Investis-sements Etrangers	Investis-sements anglo-saxons	Industrie	Investis-sements étrangers	Investis-sements Anglo-saxons
BNP	45	20,4	Elf-Aquitaine	56	39
Société générale	50,1	29	Rhône-Poulenc	59,6	14,4
CCF	68,8	10	Vivendi	51,5	27
AXA	44	28	Alcatel	49	30
AGF	25	16,5	Accor	48	30

Source : « L'Expansion » et Carson-Europe

Tableau 2
Part des grands fonds américains dans le capital des grandes entreprises françaises
En pourcentage du capital détenu en septembre 1997

Groupes français	Fonds américains		
	Calpers	Fidelity	Templeton
AGF	0,20	0,09	0,20
Alcatel – Alsthom	0,30	10,04	1,90
AXA – UAP	0,36	0,26	1,06
BNP	0,24	0,15	4,90
Bouygues	0,21	0,05	-
Canal +	0,20	1,31	-
ELF	0,26	0,43	2,10
Générale des Eaux	0,41	0,07	-
Havas	0,21	0,04	-
Paribas	0,21	0,18	-
Saint–Gobain	0,36	0,06	0,17
Société Générale	0,39	0,68	-
Suez–Lyonnaise des Eaux	0,53	0,13	2,50
Total	0,33	5,14	1,50

Source : F. Morin (1998) à partir Sisife–Lereps

Bibliographie

BAUDRU (D.) et MORIN (F.), « Gestion institutionnelle et crise financière – Une gestion spéculative du risque », *Architecture financière internationale*, Conseil d'analyse économique, La Documentation française, 1999.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, rapport du groupe présidé par Jean-François Bigay, *La nouvelle nationalité de l'entreprise*, La Documentation française, 1999.

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN, rapport du groupe franco-allemand sur la compétitivité, *Compétitivité globale : une perspective franco-allemande*, La Documentation française, 2001.

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

PLIHON (D.) et PONSSARD (J.-P.), *La montée en puissance des fonds d'investissements - Quels enjeux pour les entreprises ?*, La Documentation française, 2002.

Annexe 3

La représentativité des indices boursiers : opposition France / États-Unis

En France, contrairement aux États-Unis, on peut avoir de sérieux doutes sur le fait que les performances des entreprises cotées soient représentatives de l'ensemble de l'économie et des grandeurs qui ressortent de la comptabilité nationale.

Croissance annuelle des profits, dividende et production en France

	1963-72	1973-82	1983-93	1993-2001	1995-99
Profit par action, SBF 250		12,9	13,1	9,6	11,6
Dividendes / action		12,1	9,4	8,3	13,0
PIB nominal		14,0	6,4	3,4	3,4
EBE des SNF		-	10,1	3,1	3,9
Consensus à moyen terme de croissance des profits / action			10 %	10 à 14 % avant 1999 puis 14 à 18 %	idem

Sources : Datastream, calculs SEFI

Les entreprises cotées sous les principaux indices (un millier environ) ne représentent qu'un sous-ensemble très particulier d'entreprises, non forcément représentatives de l'économie dans son ensemble. Perçu à travers les comptes sociaux non consolidés, le poids des entreprises résidentes cotées apparaît en effet en première approche marginal dans le cas français : 0,04 % du nombre d'entreprises, 6,5 % de la valeur ajoutée, 10 % du résultat d'exploitation selon l'INSEE (colonnes 1 + 2 du tableau ci-après). Néanmoins, les comptes consolidés qui décrivent la situation des entreprises cotées et de l'ensemble de

leurs filiales renvoient une image sensiblement différente. Les entreprises non cotées liées à un groupe coté pèsent en effet pour 20,7 % dans la valeur ajoutée. Au total, à travers les indices boursiers les plus larges, 20 à 25 % des ratios intermédiaires de gestion sont décrits et près de 50 % des fonds propres des entreprises résidentes (colonnes 1 + 2 + 3).

Poids des entreprises résidentes en France, cotées ou filiales d'un groupe coté

En pourcentage du total des entreprises résidentes	Cotées indépendantes (1)	Cotées liées à un groupe (2)	Non cotées liées à un groupe coté français (3)	Total (1)+(2)+(3)
Nombre d'entreprises	0,01	0,03	0,43	**0,5**
Effectif	0,09	3,5	10,5	**14,1**
VA	0,09	6,4	14,3	**20,7**
EBE	0,07	8,7	13,6	**22,4**
Résultat d'exploitation	0,06	9,6	14,0	**23,7**
CA	0,08	5,2	17,4	**22,7**
Résultat net	0,00	25,0	12,7	**37,7**
Situation nette	0,09	33,8	17,3	**51,1**
Total du bilan	0,06	20,9	17,6	**38,6**

Note : En deçà du trait gras, le caractère non sommable des indicateurs peut fausser le poids économique des entreprises cotées.
Source : INSEE, Direction des statistiques d'entreprises

Ceci implique donc que les fondamentaux qui se rapportent aux actions cotées dans un pays ne sont pas nécessairement en ligne avec les grandeurs véhiculées par la comptabilité nationale de ce pays. Les changements de périmètre qui s'opèrent à travers les OPA, les fusions ont de plus un impact très significatif sur les performances qui sous-tendent la valorisation des actifs.

Les informations avancées par l'INSEE sont particulièrement éclairantes en la matière. La comparaison des variables consolidées des groupes cotés sur un périmètre mondial avec celles consolidées des entreprises françaises qui les composent montrent avec force l'écart entre l'histoire, dans leur pays de cotation, de ces groupes cotés et celle de leurs filiales nationales. À première vue, ces résultats indiquent une forte progression au niveau mondial des principales variables examinées, chiffre d'affaires, effectifs, soldes de résultat et

immobilisations, et une progression moindre en France. Ils témoignent aussi de l'accroissement du nombre d'entreprises incluses dans le périmètre de cette étude et donnent une représentation sommaire de l'accélération de la mondialisation des grands groupes français

La croissance des groupes cotés se fait largement en dehors du territoire national, rendant ainsi possible une croissance externe d'un taux supérieur au taux de croissance de l'économie domestique.

La croissance perçue au niveau micro-économique, notamment dans un contexte d'élargissement des groupes cotés n'est donc pas nécessairement en ligne avec ce que l'on mesure à un niveau plus global. Cette croissance, notamment celle des groupes à périmètre variable, ne peut néanmoins être appréhendée comme un régime permanent qui servirait de base à une mesure de valorisation en régime stationnaire, tout processus de concentration ayant ses limites. Par ailleurs, exprimés par actions, les ordres de grandeur seraient probablement moindres.

Comparaison des taux de croissance sur la période 1997-2000, périmètres France et monde

Chiffres moyens en milliers de francs,
sur la base des comptes consolidés sur un périmètre monde et France

		1997	2000	Taux de croissance
Effectifs	Monde	78 632	112 951	43,6
	France	47 224	49 632	5,1
CA	Monde	14 817	22 630	52,7
	France	6 943	8 742	25,9
Résultat opérationnel	Monde	909	1 873	106,1
	France	691	585	- 15,3

Note : Les comptes consolidés sur le périmètre France, dont la publication est facultative, occasionnent de nombreuses données manquantes. Ces dernières sont reconstituées sur la base d'une simple extrapolation par péréquation à partir des données disponibles.
Source : INSEE, Direction des statistiques d'entreprises

Historiquement, on a déjà observé en France des phénomènes de ce genre : par exemple, le secteur du « grand commerce » (hypermarchés, grands magasins, bricolage, VPC...) a crû sur le plan économique beaucoup plus vite que

l'ensemble du secteur tant qu'il a pu absorber les parts de marché du petit commerce indépendant (on devait donc observer un découplage entre la capitalisation boursière du commerce et la croissance économique du secteur). Le « grand commerce alimentaire », a atteint un pallier de progression lorsque le marché national a été saturé ; le seul moteur de croissance possible a été la croissance à l'international par achat de sociétés ou créations de filiales à l'étranger.

La question qui se pose dès lors est d'évaluer l'impact de cette croissance externe sur la valeur des actifs. Ce lien est loin d'être mécanique. L'expansion des groupes cotés sur la sphère non cotée ou sur le reste du monde n'est créatrice nette de valeur que sous certaines conditions précises :

- au niveau de chaque groupe, les acquisitions permettent de faire remonter des rentabilités économiques supérieures ou des risques moindres à ceux du groupe préexistant ;

- mais l'exploitation de ces différentiels n'aura un impact au niveau agrégé que si les entreprises filialisées ou fusionnées ont été acquises en dessous de leur prix d'équilibre ;

- l'impact de ces fusions sera en revanche perceptible aussi bien microéconomiquement que macroéconomiquement, sans avoir à évoquer un défaut de marché, si les synergies créées permettent d'augmenter la rentabilité ou de diminuer le risque de la nouvelle entité.

Annexe 4

Les biais d'évaluation de la rentabilité liés aux comptes sociaux d'entreprise

Les évaluations statistiques effectuées par Mireille Bardos et Julien Cassel à partir de la base de données de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France [1] opèrent des évaluation de rentabilité des entreprises à partir de leurs *comptes sociaux*. Les auteurs retiennent quatre ratios correspondant à une mesure plus ou moins extensive du capital immobilisé (encadré 1).

Encadré 1
Les ratios de rentabilité utilisés
par l'Observatoire des entreprises de la Banque de France

L'Observatoire des entreprises de la Banque de France mesure la rentabilité des entreprises à partir de quatre ratios principaux :

1°) *Rentabilité brute du capital d'exploitation* = EBE / (immobilisations physiques + engagements de crédit bail + immobilisations incorporelles + BFR d'exploitation)

2°) *Rentabilité brute du total des ressources* = EBE global / (capitaux propres + provisions + amortissements + dettes financières)

(1) La base de données FIBEN de la Banque de France collecte les comptes sociaux des entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 millions de francs, ou dont l'endettement bancaire est supérieur à 5 fois le seuil défini par la Centrale des risques (5 x 500 000 F). Ces seuils restreignent le nombre d'entreprises à 37 % de celui du fichier BIC-BRN de l'INSEE, mais ils permettent de couvrir 80 % de l'emploi salarié et 90 % du crédit bancaire.

3°) *Rentabilité économique nette* = ENE global / (capitaux propres + dettes financières)
soit : ENE global / (capital d'exploitation net + BFR hors exploitation + placements financiers + disponibilités)

4°) *Rentabilité financière nette* = (ENE global – impôts – charges d'intérêt) / (capitaux propres)

Par EBE ou ENE global, on entend EBE ou ENE élargis aux produits et charges hors exploitation, y compris les produits et les charges exceptionnels qui sont inclus dans la composante financière de l'actif.

Le premier ratio propose une mesure de la rentabilité économique en termes bruts qui s'apparente aux évaluations de la comptabilité nationale, au problème près des amortissements et de la valorisation des stocks (immobilisations et besoin en fonds de roulement).

Le second ratio porte aussi sur la rentabilité économique en termes bruts, mais il se rapporte à une base plus large qui s'apparente au capital engagé.

Les deux derniers ratios sont évalués en termes nets (hors amortissement) et correspondent davantage aux mesures usuelles de la rentabilité en analyse financière, au problème près des provisions.

Ces ratios sont cependant calculés à partir des comptes sociaux dentreprise, et le capital engagé (capitaux propres + dettes financières) a pour contrepartie à l'actif non seulement le capital d'exploitation (immobilisations et fond de roulement), mais aussi des titres, qu'il s'agisse de titres de participation ou de placement.

Quel que soit le ratio, la rentabilité des entreprises cotées apparaît nettement inférieure à celle des entreprises non cotées (tableau 1). Ce constat est toutefois lié à la limitation aux comptes sociaux [1].

(1) Ce constat n'est susceptible ni de corroborer, ni d'infirmer un résultat récurrent dans les études empiriques, selon lequel la rentabilité des grandes entreprises serait sensiblement inférieure à celle des petites. Cf. B. Belletante et B. Paranque, 1998 ; D. Rivaud-Danset et alii, 2001.

Tableau 1
Les ratios de rentabilité des entreprises non financières en France en 1999

Section NAF	Cotées	S. A. non cotées	Autres non cotées	Ensemble
Rentabilité brute du capital d'exploitation	12,65	13	17,85	13,54
Rentabilité brute du total des ressources	5,70	9,70	13,40	9,09
Rentabilité financière nette	5,34	9,29	15,87	8,42
Rentabilité nette du capital financier, avant impôts	5,53	9,61	13,19	8,76
Coût de la dette	4,84	4,89	5,27	4,91
Taux d'endettement financier	51,36	84,26	124,87	76,18

Sources : FIBEN, Observatoire des entreprises.

Les écarts de rendement entre les entreprises cotées et non cotées (ayant le statut de société anonyme) sont pratiquement insignifiants dans le cas de la « rentabilité brute du capital d'exploitation » [1]. Or, c'est le seul ratio qui permet d'éviter des biais d'agrégation lorsque sont cumulés les comptes sociaux d'entreprise. Si l'on intègre dans les calculs de rendement les titres financiers détenus par les entreprises à l'actif, un écart très élevé surgit entre les entreprises cotées et non cotées. Il implique une rentabilité financière extrêmement faible des entreprises cotées qui tient largement à la non prise en compte des plus-values latentes sur les titres détenus ou des profits réinvestis dans les filiales non cotées (lesquelles n'appartiennent pas au champ d'agrégation). La structure de l'actif par catégories d'entreprises distingue en effet nettement les sociétés cotés des autres (tableau 2).

---

(1) Nous ne retenons dans la discussion que deux catégories d'entreprises : « S. A. cotées » et « S. A. non cotées », en excluant par conséquent la catégorie « Autres non cotées », parce que, dans ce dernier cas, l'excédent net d'exploitation incorpore des éléments de rémunération qui conduisent à surestimer la rentabilité des entreprises concernées.

Tableau 2
La structure du capital engagé des entreprises non financières en France

Section NAF	Cotées	S.A. non cotées	Autres non cotées	Ensemble
Actif immobilisé + crédit-bail	93,8	85,0	74,2	86,2
Immobilisations physiques brutes	9,0	41,5	46,9	34,6
Engagements de crédit-bail	1,5	2,0	4,2	2,1
Immobilisations incorporelles brutes	1,3	5,1	6,4	4,3
Immobilisations financières brutes	82,0	36,5	16,7	45,2
Besoin en fonds de roulement d'exploitation	0,7	8,8	15,3	7,5
Dont stocks	2,5	12,0	19,8	10,5
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	- 0,9	- 1,3	- 1,7	- 1,24
Disponibilités	1,6	3,7	7,4	3,5
Valeurs mobilières de placement	4,7	3,9	4,8	4,1
Total	100	100	100	100

Source : FIBEN, Observatoire des entreprises

- La mesure de la rentabilité en fonction du capital d'exploitation apparaît peu valide pour les entreprises cotées, puisque ce dernier représente moins de 12 % de l'actif total [1]. L'essentiel de leurs ressources sont donc adossées à des titres de participation, dans un but en particulier de contrôle d'un capital d'exploitation localisé dans des filiales.

- La mesure de la rentabilité apparaît aussi peu valide si elle est rapportée au capital engagé. Pour les entreprises cotées, elle reflète avant toute chose le taux de rendement des participations puisque celles-ci représentent 82 % de l'actif total. Il n'est alors pas surprenant que ce taux de rentabilité soit

(1) Ce ratio est communément utilisé comme indicateur pour jauger les performances des entreprises en fonction de leur taille.

proche de 5 % puisque le taux de rémunération des actions, calculé en rapportant les dividendes distribués à leurs cours et en faisant abstraction par conséquent des plus-values, se situe lui-même autour de 2 ou 3 % sur la période considérée [1].

Les comptes consolidés de groupe permettent, dans une certaine mesure, de réduire ces problèmes d'agrégation. Par construction, les participations de l'entreprise consolidante qui lui confèrent un *pouvoir de contrôle* sur les sociétés détenues sont remplacées par les actifs de ces dernières, et les flux intra groupes sont annulés. Mais, d'une part, l'opération ne fait pas disparaître de l'actif de la société mère tous les titres qu'elle détient. D'autre part, les actifs des filiales sont revalorisés après la consolidation. Elle fait en outre apparaître des actifs incorporels et un écart de valorisation (« *goodwill* »).

Les comptes consolidés des entreprises non financières du CAC 40 présentent donc une meilleure comparabilité avec ceux des grandes sociétés américaines cotées, où les comptes des sociétés cotées sont systématiquement consolidés (les États-Unis ne connaissent pas de comptes sociaux). Deux réserves doivent toutefois être posées :

- d'une part, les sociétés américaines publient leur comptes selon une norme (US GAAP) qui n'est pas nécessairement celle qu'utilisent les sociétés du CAC 40, ces dernières ayant le choix entre la norme américaine et la norme internationale (IAS) (ces normes diffèrent notamment quant au traitement des provisions) ;

- d'autre part, le périmètre de consolidation n'est pas identique dans les deux systèmes de norme.

L'Observatoire des entreprises a réalisé pour le compte du « Groupe d'entreprises et comptes consolidés » du Commissariat général du Plan une première exploitation des bilans consolidés répertoriés dans sa base groupe. Gérée à la Banque de France, cette dernière a pour vocation de s'intéresser à tous les groupes quelle que soit leur taille (3 413 groupes étaient recensés à la fin de l'exercice 2000). Les chiffres présentés ci-dessous portent sur les 1 287 groupes qui remettent un bilan et un compte de résultat par nature et fonctionnel :

---

(1) Au plan d'un groupe, ce type de calcul revient à diminuer l'excédent d'exploitation des profits qui sont réinvestis dans les filiales étrangères ou dans les filiales non cotées, et qui ne sont donc pas remontés jusqu'à la maison mère.

Structure du bilan consolidé des groupes industriels, 1999

Actif net	En %	Passif	En %
Capital souscrit non appelé	0	Capitaux propres groupe	23,8
Actif immobilisé dont :	**56,5**	Réserves	10,8
Immobilisations incorporelles	5,1	Intérêts minoritaires	3,9
Ecart d'acquisition	8,7	**Capitaux propres totaux**	**27,7**
Immobilisations corporelles	31,5		
Immobilisations financières	7,9	Fonds non remboursables	**3,2**
Actif circulant dont :	**42,6**	Provisions pour risque et charge	**14,3**
Stocks et divers	11,7		
Avances et acomptes	0		
Créances	22,1	**Total des dettes dont :**	**53,2**
Valeurs mob. De placement	4,2	Dettes financières	27,7
Disponibilités	4,1	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	10,4
Comptes de régularisation actif	0,8	Compte de régularisation	1,6
Divers	0,1	Divers	0
Total	100	Total	100

Ratios de rentabilité financière

	En pourcentage des capitaux propres nets
Résultat net consolidé avant amortissement des écarts d'acquisitions	10,2
Résultat net consolidé	8,6

Les évaluations de rentabilité cadrent bien avec celles avancées dans le corps du texte, et confirment le poids pris à l'actif des groupes par les éléments « intangibles » (immobilisations incorporelles et écarts d'acquisition) : 50 % des capitaux propres sur cet échantillon large au lieu de 65,6 % en 1999 pour les groupes du CAC 40 étudiés dans le corps du texte. On vérifie en outre que la consolidation des comptes des sociétés ne fait pas disparaître les immobilisations financières. Par ailleurs, le poids des fonds propres dans le total du passif ressort sensiblement inférieur aux chiffres communément avancés lorsque l'on procède par agrégation des comptes sociaux (de l'ordre de 35 à 40 %). Ce résultat prévisible peut être illustré par un exemple simple :

Supposons deux entreprises liées. La maison mère A détient B à 100 % :

Maison mère A :

Immobilisations	Capitaux propres : 50
Corporelles : 50	Dette : 50
Financières : 50	

Filiale B :

Immobilisations	Capitaux propres : 50
Corporelles : 70	Dette : 20

Bilan agrégé A + B

Immobilisations	Capitaux propres : 100
Corporelles : 120	Dette : 70
Financières : 50	

Bilan consolidé A + B

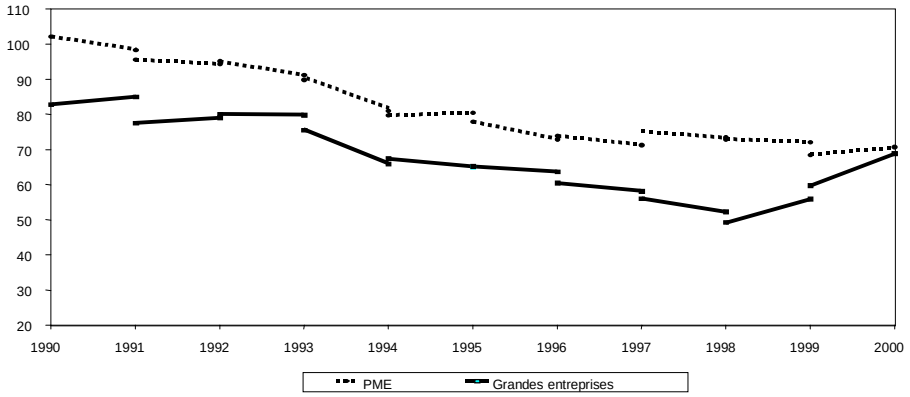
Immobilisations	Capitaux propres : 50
Corporelles : 120	Dette : 70
Financières : 0	

L'exemple simplifié ci-dessus montre que les participations croisées conduisent à un comptage en cascade des fonds propres lorsque l'on procède par simple agrégation. Il eut été intéressant de disposer d'une série chronologique des structures de bilans consolidés, afin de vérifier si le verdict relatif à l'endettement des sociétés était validé. En effet, il est possible que le désendettement des sociétés au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix n'ait été vérifié que relativement aux comptes sociaux, ces derniers conduisant à un comptage en cascade des fonds propres lié aux participations inter-entreprises. L'enjeu est de taille car ce qui a pu être interprété au cours des deux dernières décennies comme un renforcement de la structure en fonds propres des entreprises françaises peut pour partie relever de l'effet mécanique de la montée des participations croisées entre entreprises. Les données produites par la Centrale des bilans début août 2002 sur la base des comptes sociaux corroborent cette dernière hypothèse. Lorsque l'endettement est rapporté à un numérateur qui ne comporte pas de doubles comptes, l'endettement ressort beaucoup plus stable sur la décennie quatre-vingt-dix : le graphique endettement / valeur ajoutée est plus plat que les autres ; il y a même croissance entre 1990 et 1993, puis stagnation, et enfin redressement en 1999 et 2000. Le profil d'endettement des grandes entreprises est en définitive très voisin des données présentées dans le corps du rapport pour les groupes du CAC 40. Surtout, la hiérarchie des taux d'endettement entre PME et grandes entreprises s'inverse lorsque l'on prend la valeur ajoutée pour dénominateur (voir graphiques suivants) :

- Annexe 4 -

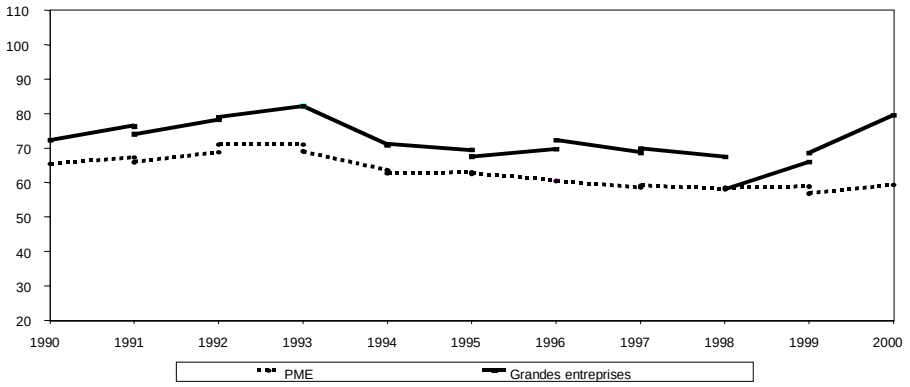
ENDETTEMENT / CAPITAUX PROPRES

(en pourcentage)



ENDETTEMENT FINANCIER / VALEUR AJOUTÉE PRODUITE

(en pourcentage)



Source : Banque de France
Réalisation : Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 97 70 99 Mise à jour août 2002