

# Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990

Claude Picart\*

---

Les nouvelles acquisitions de sociétés étrangères par quelques grands groupes français à la fin de la dernière décennie ont renforcé leur internationalisation mais aussi leur niveau d'endettement. Si par leur poids dans l'économie française, l'endettement de ces grands groupes pèse sur la situation d'endettement moyen des entreprises non financières, leur situation ne peut pas toutefois être considérée comme symptomatique de celle de l'ensemble de l'économie française. Ainsi, les entreprises indépendantes se désendettent lentement depuis 1993.

Ces acquisitions, souvent réalisées à un moment où les cours boursiers étaient au plus haut, ont fragilisé ces groupes, en raison d'importants écarts d'acquisition. L'amortissement de ces écarts d'acquisition a notamment participé à la dégradation de leur rentabilité financière en 2001. La dette est concentrée au niveau d'un ensemble d'entreprises – le pôle de contrôle – dont les ressources sont essentiellement d'ordre financier. Les autres entreprises – la base productive de ces grands groupes – supportent indirectement le poids de la dette par la distribution de dividendes à la suite de la constitution d'un marché interne des capitaux.

---

\* Claude Picart appartient à la division Synthèse des statistiques d'entreprises de l'Insee. Les noms et dates entre parenthèses renvoient à la bibliographie en fin d'article.

Cet article utilise des sources d'information soumises au secret statistique : les déclarations fiscales des entreprises. Aucune information nominative issue de ces sources ne peut être diffusée. Quand des noms de sociétés cotées sont employés, et a fortiori quand des chiffres concernant une seule société sont donnés, la source d'information utilisée est du domaine public : il s'agit des comptes consolidés figurant dans les rapports annuels de ces sociétés.

L'endettement des entreprises a connu, ces derniers mois, un regain d'attention, surtout à propos de deux ou trois grands groupes cotés soumis à de fortes contraintes de désendettement. S'agit-il pour autant de cas isolés au sein d'une économie française qui resterait globalement peu endettée ? Oui et non. L'endettement massif reste circonscrit à quelques dizaines – et non quelques unités – de grands groupes cotés de l'indice SBF 120 (1) mais leur poids dans l'économie française est suffisant pour faire augmenter l'endettement moyen de l'ensemble des entreprises non financières. Ces grands groupes se sont surtout endettés pour financer leur internationalisation.

Cette internationalisation pose au statisticien de redoutables problèmes de mesure. Définir non un, mais plusieurs indicateurs d'endettement et alterner l'utilisation des comptes sociaux – pour les entreprises françaises des groupes – et des comptes consolidés – pour le périmètre mondial des groupes – est la solution retenue dans cet article.

L'économiste qui veut porter un diagnostic sur l'économie française ne peut ignorer cette internationalisation. Quel est l'impact sur les filiales françaises de l'endettement de groupes qui réalisent souvent plus de la moitié de leur activité à l'étranger ? Sur qui pèse le remboursement de cette dette ? Pour mieux cerner les flux intra-groupe, on distingue ici les entreprises qui se consacrent essentiellement à la production – la base productive – et celles dont une part importante des ressources prend la forme de produits financiers – le pôle de contrôle – qui centralise de plus en plus les ressources financières des groupes.

## Mesurer l'endettement des grands groupes

La mesure de l'endettement agrégé à partir des *comptes sociaux* des entreprises se heurte à deux écueils : les doubles comptes et l'internationalisation des groupes. Tous les ratios d'endettement envisageables sont sensibles à ces difficultés.

En premier lieu, le numérateur, qu'il s'agisse d'un flux comme les charges d'intérêts ou d'un stock comme le montant des dettes financières, est sensible aux doubles comptes à cause des dettes intra-groupe. En effet, un emprunt d'un

groupe auprès d'une banque sera compté deux fois si c'est une holding qui s'est endettée pour le compte d'une de ses filiales : une fois comme dette de la holding auprès de la banque et une fois comme dette de la filiale envers la holding. Au dénominateur, la sensibilité des fonds propres aux doubles comptes est telle qu'elle disqualifie le ratio traditionnel dettes/fonds propres (cf. encadré 1).

En deuxième lieu, avec un flux au dénominateur, comme la valeur ajoutée (VA), la difficulté liée à l'internationalisation se traduit par une inadéquation entre le champ couvert au numérateur – l'endettement sert à financer l'internationalisation, source de revenus futurs en provenance de l'étranger – et le dénominateur – VA française.

L'usage de *comptes consolidés* éviterait ces deux écueils mais ne suffit pas pour porter un diagnostic sur l'économie française. La déconnexion entre l'activité mondiale des grands groupes et leur activité en France est en effet de plus en plus manifeste (2). L'usage conjoint des comptes sociaux et des comptes consolidés permet de prendre en compte la situation globale des groupes tout en essayant de diagnostiquer la situation propre à leurs filiales françaises.

### Des ratios d'endettement calculés à partir des comptes sociaux

Dans un premier temps, on utilise les comptes sociaux pour donner une vision globale de l'endettement des sociétés non financières françaises (SNF). Comme les données disponibles ne permettent pas d'établir une mesure irréprochable de la dette financière, plusieurs définitions sont proposées (cf. encadré 2). À noter que même s'il était possible de mesurer avec certitude une dette financière nette des créances financières, l'opération resterait discutable : certaines créances à l'actif de sociétés françaises envers leurs filiales étrangères en difficulté ne présentent pas la même certitude, quant à leur remboursement, que les dettes au passif auprès des établissements de crédit. Diminuer un passif certain par un actif douteux peut conduire à sous-estimer les risques.

1. L'indice SBF 120 est composé des 120 valeurs les plus actives de la cote, soit les valeurs de l'indice CAC 40 auxquelles s'ajoutent 80 valeurs inscrites au Premier marché et au Second marché, toutes cotées en continu. Il dispose ainsi d'une représentativité élargie.

2. Voir l'article de Lise Dervieux dans ce numéro.

Les ratios proposés rapportent un stock – plusieurs définitions de la dette – à un flux – la valeur ajoutée. Ils se rapprochent donc plus des ratios de solvabilité – où le flux serait plutôt l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) – que des ratios d'endettement stock/stock. Le ratio stock/stock habituellement utilisé – dettes/fonds propres – est en effet, comme on l'a vu, trop sensible aux doubles comptes. La difficulté venant plus du dénominateur que du numérateur – qui peut toutefois être retraité (cf. encadré 2) – on pourrait proposer un ratio stock/stock alternatif, par exemple le ratio dettes/immobilisations non financières. Ces immobilisations sont sommales mais elles ignorent les actifs des filiales étrangères et la valorisation au coût historique rend ce ratio sensible au ralentissement de l'inflation (3). Le ratio de type flux/flux – charges d'intérêts (CHI) sur VA ou sur EBE – est moins satisfaisant que les ratios proposés car on ne peut pas – du moins avant les comptes pour l'exercice 2001 – isoler les intérêts reçus qui

permettraient d'estimer une charge d'intérêts nette. Or, selon l'Observatoire des entreprises de la Banque de France, les intérêts versés au titre des dettes intra-groupe représentent entre un quart et un tiers des charges d'intérêts. Ce ratio est néanmoins retenu ici car, tout en donnant une estimation haute de la charge de la dette, il intègre la forte baisse des taux d'intérêt depuis 1993.

### La reprise récente de l'endettement concerne surtout les grands groupes cotés

Sur le champ des sociétés non financières (hors entreprises individuelles) soumises à l'imposi-

3. Au début des années 1990, de nombreuses immobilisations acquises au début des années 1980, période de forte inflation, sont sous-estimées dans les bilans. Avec le ralentissement de l'inflation, les bilans sous-estiment de moins en moins les immobilisations. En conséquence, l'évolution des immobilisations est surestimée.

#### Encadré 1

#### LES DOUBLES COMPTES À PARTIR DES COMPTES SOCIAUX

Cet exemple s'inspire, en y ajoutant les dettes, de celui figurant dans le rapport du Commissariat général au plan (2002).

Une entreprise A lève des capitaux par émission d'actions et s'endette. Son bilan simplifié s'écrit :

| Société A      |     |                  |     |
|----------------|-----|------------------|-----|
| Actif          |     | Passif           |     |
| Disponibilités | 180 | Capitaux propres | 100 |
|                |     | Dettes           | 80  |

À partir de là, on peut comparer deux scénarios :

1. L'entreprise A utilise les fonds levés pour acheter du capital productif :

| Société A       |     |                  |     |
|-----------------|-----|------------------|-----|
| Actif           |     | Passif           |     |
| Immobilisations | 180 | Capitaux propres | 100 |
|                 |     | Dettes           | 80  |

2. L'entreprise A crée deux filiales B et C qu'elle détient à 100 % et ce sont ces dernières qui détiennent le capital productif. Elle leur prête en outre des fonds :

| Société A      |     |                  |     |
|----------------|-----|------------------|-----|
| Actif          |     | Passif           |     |
| Participations | 140 | Capitaux propres | 100 |
| Créances       | 40  | Dettes           | 80  |

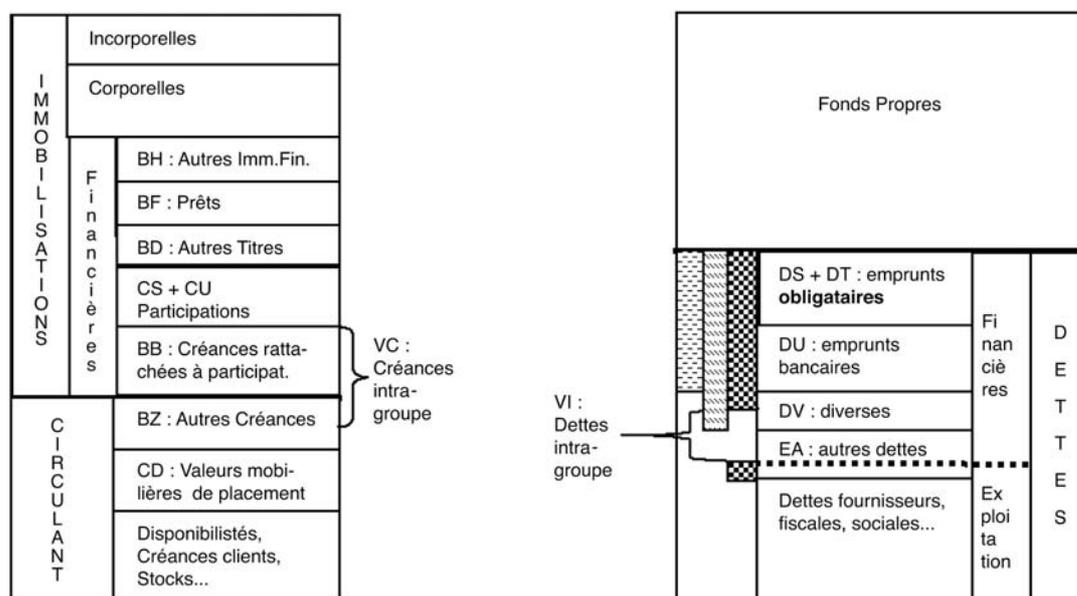
| Société B       |    |                  |    |
|-----------------|----|------------------|----|
| Actif           |    | Passif           |    |
| Immobilisations | 90 | Capitaux propres | 70 |
|                 |    | Dettes           | 20 |

| Société C       |    |                  |    |
|-----------------|----|------------------|----|
| Actif           |    | Passif           |    |
| Immobilisations | 90 | Capitaux propres | 70 |
|                 |    | Dettes           | 20 |

Les capacités productives sont les mêmes dans les deux scénarios et les valeurs ajoutées aussi, égales à 100 (100 pour A dans le premier cas, 50 pour B et C dans le second). Par contre, les capitaux propres et les dettes agrégées sont différentes selon les cas ainsi que les ratios que l'on peut calculer.

|                                 | Valeurs agrégées                        |            |
|---------------------------------|---|------------|
|                                 | Premier cas                             | Second cas |
| Immobilisations non financières | 180                                     | 180        |
| Valeur ajoutée                  | 100                                     | 100        |
| Capitaux propres                | 100                                     | 240        |
| Dettes                          | 80                                      | 120        |
|                                 | Ratios calculés à partir de ces valeurs |            |
| Capitaux propres/VA             | 100 %                                   | 240 %      |
| Dettes/VA                       | 80 %                                    | 120 %      |
| Dettes/fonds propres            | 80 %                                    | 50 %       |

## DIFFÉRENTES MESURES DE LA DETTE FINANCIÈRE



## Définition



$$DET1 = DS + DT + DU$$



$$DET2 = DET1 = DV$$



$$DET3 = DET2 + EA - VI$$

$$DET4 = DET2 + EA - (BB + BZ)$$

## Inconvénient

Restrictive

Dettes intra-groupe &gt; non sommable

Inclut des dettes non financières et VI as toujours renseigné.  
Dettes envers groupe étranger ?

Inclut des dettes non financières et soustrait des créances non financières

Lecture : les sigles DS, DT, etc. sont ceux de la liasse fiscale.

Dans les déclarations fiscales des entreprises, il n'y a pas de frontière nette entre dettes financières et dettes d'exploitation, le poste « Autres dettes » relevant à la fois du financier (dettes intra-groupe) et de l'exploitation (avoirs clients, ristournes à accorder, etc.). Il est parfois suggéré d'ajouter les dettes intra-groupe (poste VI) aux autres dettes financières (DV) pour calculer l'endettement financier (qui inclut aussi les obligations et l'endettement bancaire). Cette démarche repose sur l'hypothèse que VI est inclus dans EA (autres dettes). Cette hypothèse n'est pas vérifiée : quand VI est positif, il est inférieur à DV + EA dans 99 % des cas mais supérieur à EA dans 55 % des cas.

Signalons enfin que les retraitements usuels en analyse financière concernant les engagements de crédit-bail et les effets portés à l'escompte et non échus n'ont pas été faits : nécessaires au diagnostic sur la situation financière d'une entreprise, ils sont moins importants au niveau agrégé – ils ne représentent que

10 % de DET1 en 2000 – et ne sont pas au cœur du sujet étudié ici.

À court terme, les quatre indicateurs de l'endettement en termes de stock fournissent le même diagnostic, sauf sur la période 1994-1998 (cf. graphique I). À long terme, l'endettement financier non consolidé (DET2) augmente plus vite que l'endettement auprès du marché et des établissements de crédit – ou dette financière stricte – (DET1), ce qui est lié à l'augmentation des dettes intra-groupe (DETGR). L'endettement financier total net (DET4) suit une voie médiane, ce qui est rassurant puisque DET1 sous-estime l'endettement alors que DET2 le surestime. À cet égard, le ratio DET3, déjà peu satisfaisant en tant que concept, ne l'est pas non plus empiriquement puisqu'il est proche de DET2 : au niveau agrégé, le poste autres dettes (EA) est à peu près égal au poste des dettes intra-groupe alors que ces dernières sont réparties entre ce poste et les autres dettes financières (DV).

tion au régime réel normal des bénéfices industriels et commerciaux (4), la reprise de l'endettement est très récente et fait suite à une phase (1994-1998) de stabilisation de l'endettement et de baisse de la charge de la dette liée à la baisse des taux d'intérêt (cf. graphique I). Depuis 1984, la seule période où le désendettement est indiscutable quel que soit l'indicateur retenu est 1984-1987.

En termes de stock rapporté à la valeur ajoutée, l'endettement augmente nettement depuis 1989 avec un palier entre 1993 et 1997. En termes de flux rapporté à la valeur ajoutée, la charge de l'endettement – CHI/VA – apparaît cyclique avec deux pics (1984 et 2001) et un sommet (1993) pratiquement au même niveau et deux creux (1988 et 1999). Ce dernier ratio surestime doublement le poids des intérêts à la fois au numérateur – flux d'intérêts reçus à enlever – et au dénominateur – contribution des filiales étrangères à ajouter. Ce biais augmente au cours de la période. En statique, la charge d'intérêts est sans doute moins lourde en 2001 qu'en 1984 ou 1993. Mais en dynamique, la situation est vraisemblablement plus préoccupante : alors que la baisse de la charge de la dette, entre 1993 et 1998, provenait exclusivement de la baisse des taux d'intérêt, de l'ordre de 6 points, les entreprises ne peuvent plus compter sur une baisse aussi forte après 2001 (cf. graphique II).

Si la remontée de l'endettement sur la période 1989-1993 semble générale, la reprise récente

de l'endettement concerne essentiellement les grands groupes cotés (cf. annexe 1 pour une typologie). Grands groupes cotés du SBF 120 et secteur public d'entreprises (5) concentrent, en 2000, 52 % de l'endettement auprès du marché et des établissements de crédit alors qu'ils ne produisent que 30 % de la valeur ajoutée de l'ensemble des sociétés non financières (cf. encadré 3). Les autres groupes privés français s'endettent, eux aussi, un peu plus depuis 1998, mais leur taux d'endettement reste inférieur à son niveau de 1993. Les entreprises indépendantes se désendettent lentement depuis 1993. Les entreprises françaises des groupes sous contrôle étranger sont nettement moins endettées auprès du marché ou des établissements de crédit (cf. graphique III-A) alors que leur endettement net est égal à celui des autres groupes français (cf. graphique III-B). C'est le signe qu'une part importante de leurs ressources financières provient de leur maison-mère étrangère.

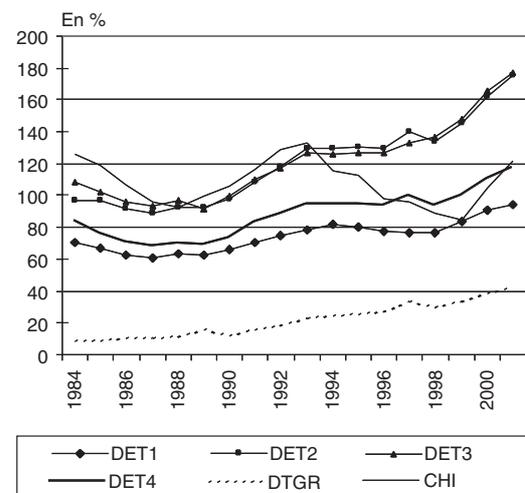
### Un endettement très lié à l'internationalisation

Les grands groupes français ont pleinement participé à la grande vague de fusions et acqui-

4. Retenir aussi les entreprises soumises au régime simplifié ne fait qu'ajouter un peu moins de 6 % en termes d'effectifs salariés et un peu plus de 3 % en termes de VA.

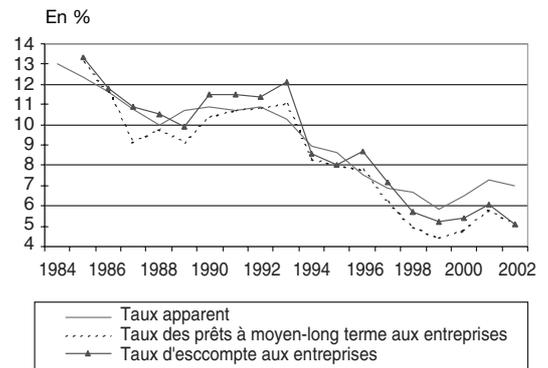
5. La remontée récente du secteur public d'entreprises est liée à France Telecom, qui est aussi un grand groupe coté.

Graphique I  
Poids de la dette (flux et stock) rapporté à la valeur ajoutée



Lecture :  
DET1 à DET4 : cf. explications dans l'encadré 2.  
DTGR : Dettes envers groupe et associés.  
CHI : Charges d'intérêts (le ratio est ici 1 000\*CHI/VA).  
Source : Insee-SUSE.

Graphique II  
La baisse des taux d'intérêt



Lecture :  
Taux apparent : rapport (en %) entre les charges d'intérêts et la dette financière non consolidée.  
Les deux autres taux sont la valeur en décembre des séries mensuelles publiées par la Banque de France.  
Le taux apparent baisse moins, sur l'ensemble de la période, que les taux des enquêtes de la Banque de France. C'est sans doute lié à l'augmentation des dettes intra-groupe qui ne sont qu'en partie incluses dans la dette financière (le dénominateur est de plus en plus sous-estimé).  
Source : BDM-SUSE.

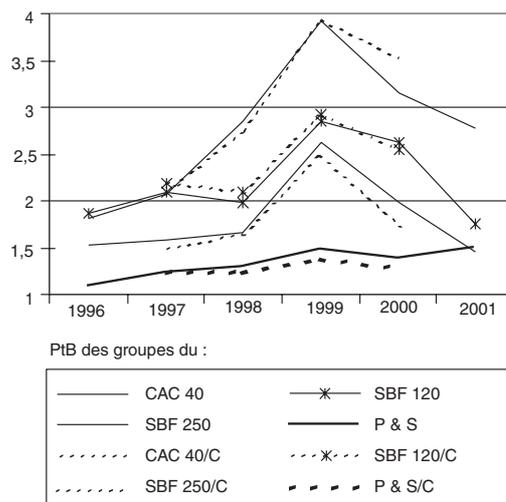
## LE CHOIX DE L'INDICE SBF 120

Les entreprises ne suivent pas forcément les mêmes objectifs et n'ont certainement pas les mêmes moyens de mener à bien ces objectifs selon la dimension de l'entité à laquelle elles appartiennent. À cet égard, les entreprises des micro-groupes (moins de 500 salariés) sont sans doute plus proches des PME indépendantes que des entreprises appartenant aux grands groupes. Du point de vue des ressources financières mobilisables, les sociétés cotées se distinguent des autres grands groupes par :

1. la possibilité d'émettre de nouvelles actions sur le marché boursier
2. la plus grande facilité de faire accepter leurs propres actions comme moyen de paiement
3. la plus grande capacité à s'endetter quand leur valorisation par le marché est supérieure à la valeur comptable de leurs fonds propres : c'est la valeur de marché que les prêteurs prennent en compte comme contrepartie – le terme technique est collatéral – pour l'octroi d'un prêt.

Le point 2 dépend de la liquidité des titres de la société cotée. La liquidité est plus forte pour les sociétés de l'indice CAC 40 ou, dans une moindre mesure, de l'indice SBF 250, que pour les autres sociétés cotées. De même, une plus forte liquidité se traduit par une meilleure valorisation des actions (le *Price-to-Book* – rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des fonds propres – est plus élevé, cf. graphique).

La bulle boursière concomitante à la phase d'internationalisation et d'endettement ne concerne que les sociétés des indices CAC et SBF.

Évolution des *Price-to-Book* (PtB) par type de sociétés cotées

## Lecture :

P & S : sociétés cotées au premier ou second marché et ne figurant pas dans l'indice SBF 250.

XXX/C : Échantillons cylindriques. Pour plus de détail, voir Claude Picart « L'évaluation des actions non cotées », document de travail Insee-DSE, n° E2002/13.

Source : Base Cofisem, comptes consolidés et capitalisation.

## Un choix pragmatique

Le choix de l'indice SBF 120 par rapport à l'indice SBF 250 est pragmatique : l'appartenance à un indice boursier n'est pas repérée dans les fichiers de l'Insee. Des listes annuelles de sociétés appartenant aux indices sont disponibles auprès d'Euronext mais sans le numéro Siren. Un rapprochement manuel sur la base du nom des sociétés a donc dû être effectué. Reconstituer les séries pour le SBF 120 était moins coûteux en temps que pour le SBF 250. Les 130 sociétés du SBF 250 (250 = 40 du CAC 40 + 80 du SBF 120 + 130) ne représentent fin 2001 que 7 % de la capitalisation boursière des 250 sociétés des 3 indices.

Une société cotée n'est pas forcément une tête de groupe (une tête de groupe est une société qui contrôle des filiales sans être elle-même contrôlée à plus de 50 % par une autre société) : des sociétés cotées détiennent d'autres sociétés cotées (France Telecom détient Orange par exemple) et des sociétés cotées peuvent être contrôlées majoritairement par des sociétés non cotées (par exemple, dans la chaîne de contrôle Euris → Foncière Euris → Rallye → Casino, Euris n'est pas cotée alors que les 3 autres sociétés le sont). Même quand elles ne sont pas tête de groupe, les sociétés cotées ont généralement des filiales. Comme ces filiales sont elles-mêmes cotées, l'agrégation des comptes consolidés de sociétés cotées n'est pas exempte de doubles comptes. L'élimination des doubles comptes nécessiterait une analyse au cas par cas des périmètres de consolidation car on ne peut pas se fier au seul taux de détention : par exemple TF1, contrôlé à 41 % par Bouygues est totalement intégré aux comptes de Bouygues alors que Bouygues Telecom, détenu à 53 % par Bouygues, n'est intégré que proportionnellement dans les comptes du groupe. Neuf sociétés du SBF 120 identifiées comme détenues par d'autres sociétés du SBF 120 ont été retirées lors des cumuls.

En 2000, quatre sociétés du SBF 120 étaient des sociétés de droit étranger cotées sur la place de Paris – par exemple EADS – et, parmi les sociétés de droit français, il y avait 11 banques et sociétés d'assurances. Parmi les 105 sociétés restantes, quatre sont des sociétés de droit français sous contrôle étranger – par exemple Castorama –, une appartient à une banque et quatre sont sous contrôle de l'État. Restent 96 sociétés appartenant à des groupes non financiers privés français. Ce sont les groupes auxquels appartiennent ces sociétés qui, dans les parties 1 et 3 de l'article sont désignés comme « groupes SBF 120 ». Ces groupes sont, en 2000, au nombre de 89, certains d'entre eux ayant plusieurs sociétés de l'indice. Pour constituer les séries sur 1989-2001, les groupes ne sont classés dans la catégorie SBF 120 que les années où une de leurs sociétés figure dans l'indice. Les sociétés présentes dans l'indice en 1990, année de création de l'indice, servent de référence pour établir la catégorie SBF 120 en 1989.

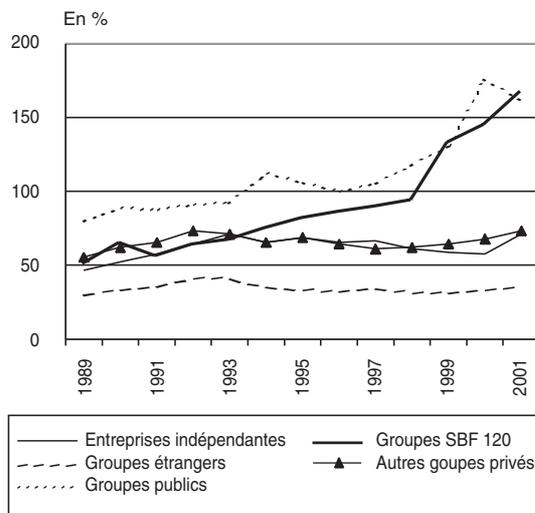
Pour la partie 2 de l'article utilisant les comptes consolidés, le découpage est légèrement différent : le secteur immobilier est exclu car la présentation de ses comptes consolidés n'est pas homogène avec celle des autres secteurs. Par contre, toutes les sociétés des secteurs hors banques, assurances et immobilier sont retenues qu'elles soient sous contrôle public, étranger ou privé français.

sitions qui a touché l'ensemble des pays développés à la fin des années 1990 (cf. graphique IV). Si chaque catégorie d'opération en a profité, ce sont surtout les acquisitions par des sociétés françaises de sociétés étrangères qui explosent en 1999 et en 2000. La France devient même, en 2000, le deuxième investisseur mondial, derrière le Royaume-Uni mais devant les

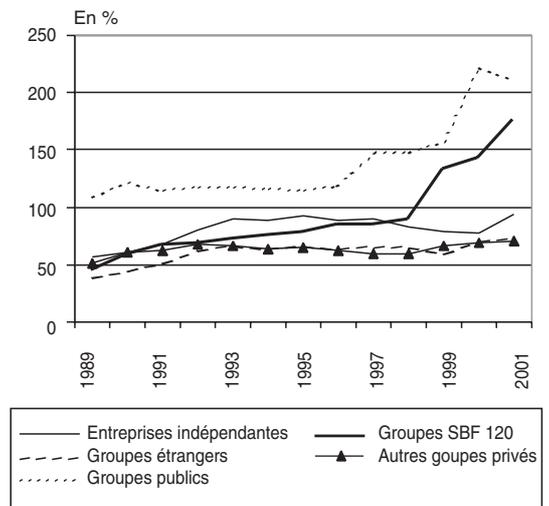
États-Unis (Les notes bleues de Bercy, 2002). Les acquisitions concernent essentiellement des firmes situées en Europe et aux États-Unis. Cette vague est d'une ampleur exceptionnelle avec des montants cinq ou six fois plus élevés que ceux de la précédente vague de la fin des années 1980.

Graphique III  
L'endettement des entreprises françaises

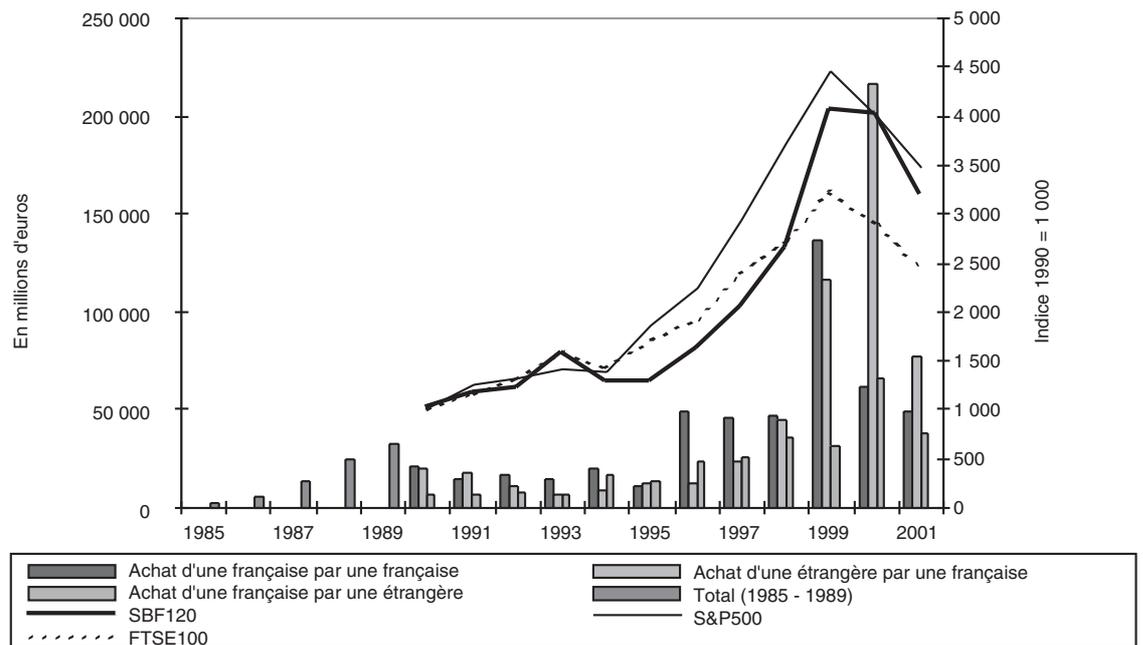
A - Poids de la dette financière stricte rapporté à la valeur ajoutée par type d'entreprise



B - Poids de la dette financière totale nette rapporté à la valeur ajoutée par type d'entreprise



Graphique IV  
Valeur des fusions et acquisitions concernant une entreprise française et indices boursiers



Sur un échantillon quasi exhaustif de 98 groupes non financiers de l'indice SBF 120, la dette financière consolidée passe, au cours des deux années de plus forte croissance externe, de 191 milliards d'euros fin 1998 à 375 milliards fin 2000. Cette augmentation n'est pas limitée aux deux ou trois grands groupes qui ont défrayé la chronique : 39 de ces 98 groupes ont plus que doublé leurs dettes financières.

La concomitance entre reprise de l'endettement et internationalisation pourrait n'être qu'une coïncidence. Le recours aux données individuelles pour les groupes cotés – les seuls pour lesquels il est possible de calculer un taux d'internationalisation en comparant les comptes consolidés et l'agrégation des comptes sociaux sur leur périmètre français – confirme ce lien (cf. graphique V).

Le taux médian d'accroissement de la dette consolidée est de 141 % entre 1998 et 2000 pour les groupes dont le taux d'internationalisation augmente d'au moins 10 %, soit pour 4 groupes sur 10. Il n'est que de 37 % pour les autres groupes. En 2000, les filiales étrangères des groupes SBF 120 versent à peu près la moitié de la masse salariale de ces groupes.

Ce lien entre endettement et internationalisation, très net pour les grands groupes cotés, existe aussi pour les autres groupes cotés. Il est cependant moins massif et a peu d'impact sur les séries agrégées.

## Des grands groupes mondialisés mais fragilisés

Les groupes français ont intensifié leur internationalisation au moment où les cours boursiers étaient au plus haut. Même si une partie de ces opérations a été financée par échanges d'actions, les groupes ont aussi largement eu recours à l'endettement comme on vient de le voir.

### Une croissance de l'endettement supérieure à celle de l'activité

Cet achat au prix fort risque alors d'alourdir la charge de la dette, même rapportée au nouveau périmètre des groupes. Et de fait, de 1998 à 2000, l'internationalisation se traduit bien par une croissance de la masse salariale des grands groupes cotés (+ 36 %) supérieure à celle de leur masse salariale sur leur périmètre français (+ 9 %) (cf. tableau 1). Mais elle reste nette-

Tableau 1  
Évolution de la masse salariale et de la dette financière pour 85 groupes non financiers cotés au SBF 120

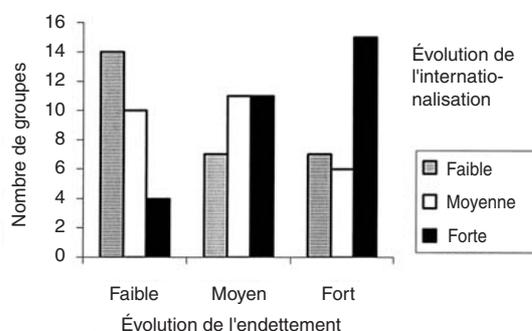
En %

|                        | Évolution 1998/2000 |                              |
|------------------------|---------------------|------------------------------|
|                        | 85 groupes          | Sans les 4 les plus endettés |
| Masse salariale France | + 9                 | + 17                         |
| Masse salariale totale | + 36                | + 45                         |
| Dette financière       | + 97                | + 73                         |

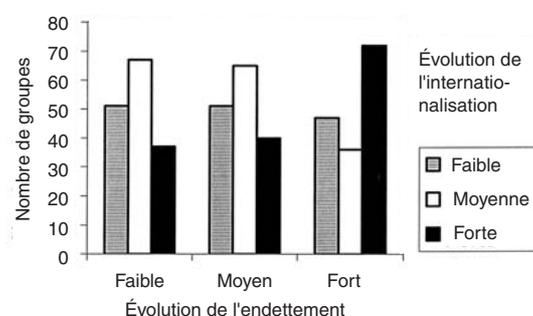
Source : Cofisem.

Graphique V  
Lien entre croissance de l'internationalisation et croissance de l'endettement (1998-2000)

A - 85 groupes du SBF 120  
(150 milliards d'euros de masse salariale en 2000)



B - 466 autres groupes non financiers cotés  
(40 milliards d'euros de masse salariale en 2000)



Lecture : l'évolution de l'internationalisation est celle du ratio MSF/MSC entre 1998 et 2000, MSF étant la masse salariale France obtenue par agrégation à partir de SUSE et LIFI et MSC la masse salariale consolidée du groupe (source COFISEM, voir annexe 2). L'évolution de l'endettement est le taux de croissance de la dette consolidée entre 1998 et 2000. Pour chacune de ces deux évolutions, les groupes ont été rangés par ordre croissant et répartis en trois classes de taille égale. Le champ est celui de l'ensemble des sociétés non financières cotées pour lesquelles ces informations sont disponibles sur 3 ans.  
Source : Cofisem et Insee.

ment inférieure à celle de leur dette consolidée (+ 97 %). Cette évolution n'est pas uniquement le fait des quelques groupes les plus endettés : sans les quatre grands groupes dont l'endettement en 2000 dépasse les 20 milliards d'euros, l'écart entre le taux de croissance de la dette consolidée (+ 73 %) et celui de la masse salariale (+ 45 %) – prise ici comme un proxy de la valeur ajoutée, donnée absente des comptes consolidés – reste positif (cf. tableau 1).

### Les écarts d'acquisition fragilisent le bilan des groupes

L'analyse qui suit s'appuie sur un panel de comptes consolidés de sociétés cotées – hors assurance, banque et immobilier – ayant appartenu à l'indice SBF 120 au moins une fois sur la période 1999-2001. Sont retenues les sociétés dont les comptes sont disponibles et cohérents pour les cinq années de 1997 à 2001, soit un total de 91 sociétés appartenant à 82 groupes. Les résultats sont systématiquement présentés avec (sous le sigle G82) et sans (sous le sigle G78) les quatre groupes (sigle G4) les plus endettés en valeur absolue afin de vérifier dans quelle mesure les résultats moyens ne sont pas uniquement dus à ces cas extrêmes. Ces quatre groupes pèsent environ 40 % du G82 en termes de fonds propres + dettes financières.

Concernant le bilan, le dénominateur des ratios présentés ci-dessous est égal au passif diminué des dettes non financières. Ce dénominateur est appelé par la suite « actif retraité » (= immobilisations + besoin de fonds de roulement + trésorerie) ou

passif retraité (= fonds propres + provisions + dettes financières) selon les cas. Les résultats détaillés sont présentés en annexe 3.

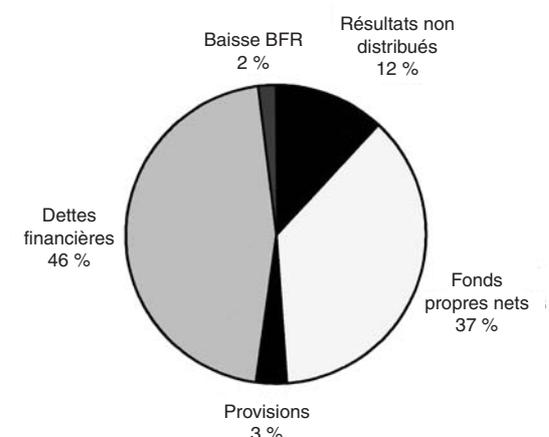
Le poids de l'endettement financier rapporté au passif retraité augmente de 6 points entre 1998 (39 %) et 2000 (45 %) pour le G82 et de 5 points pour le G78. L'augmentation de l'endettement, minorée ici par l'accroissement en parallèle des fonds propres est donc générale (cf. encadré 4). À l'actif, c'est le poste des écarts d'acquisitions, conséquence de la croissance externe, qui se renforce : son poids dans l'actif retraité augmente de 11 points pour atteindre, après une brusque augmentation en 2000, 20 % en fin de période. L'augmentation est plus modérée (4 points de fin 1997 à fin 2001) et plus régulière pour le G78.

L'endettement n'est pas limité au G4 mais concerne néanmoins davantage les grands groupes : la moitié des groupes les plus grands en termes de chiffres d'affaires (CA) fait partie du tiers le plus endetté (ratio dettes financières/passif) et, réciproquement, la moitié des groupes les plus petits appartient au tiers le moins endetté. Le lien entre taille et endettement était moins net en 1997.

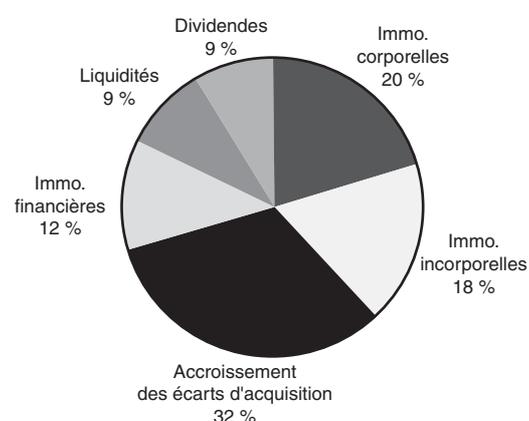
Pour mieux apprécier le mode de financement de la croissance externe, il faudrait disposer de tableaux de financement. À défaut, on construit ici un pseudo tableau de financement pour la période 1997 à 2000 avec à la fois des flux cumulés sur trois ans (résultats et dividendes) et des évolutions de stocks (dettes fin 2000 – dettes fin 1997) (cf. graphique VI). En ressources,

Graphique VI  
Pseudo tableau de financement de 82 groupes non financiers au SBF 120 de 1997 à 2000

#### A - Ressources



#### B - Emplois



Fonds propres nets : augmentation des fonds propres – en plus de la compensation des dividendes versés – non due à l'incorporation des résultats non distribués. Le résultat non distribué est égal au résultat net moins les dividendes versés. Les dividendes proviennent de tableaux de flux financiers pas toujours aussi bien renseignés que les bilans dont sont issues les autres informations. Le ratio dividendes/résultats (payout) est ici de 43 %. Une proportion de 40 % est souvent avancée comme étant la norme en ce domaine.  
Source : Cofisem.

on utilise le résultat alors que dans un tableau de financement ce serait la capacité d'autofinancement. En emplois, en cohérence avec l'utilisation du résultat en ressources, on utilise les investissements nets (différence de stock) à la place des investissements bruts.

Le poids des incorporels et des écarts d'acquisition ressort encore plus nettement avec ce pseudo tableau de financement : la moitié des ressources financières est consacrée à la croissance de ces

deux postes (cf. graphique VI). Du côté des ressources, près de la moitié vient de l'endettement financier. L'autre moitié provient essentiellement (49 %) de l'augmentation des fonds propres, y compris les résultats non distribués. Mais la part des ressources internes non distribuées (résultats – dividendes) est très faible : 12 %. La plus grande part de l'augmentation des fonds propres ne provient donc pas de l'incorporation des bénéfices non distribués. Il s'agit essentiellement d'émissions d'actions dont une bonne par-

#### Encadré 4

### FONDS PROPRES, CAPITALISATION BOURSIÈRE ET ENDETTEMENT

L'envolée des cours boursiers a joué un rôle important dans la dernière phase d'internationalisation. Cette envolée a concerné aussi bien les États-Unis, où elle fut plus précoce – à partir de 1995 – que l'Europe et en particulier la France où elle ne commence qu'en 1997-1998. Au niveau mondial, la capitalisation boursière passe de 40 % du PIB mondial en 1995 à 100 % en 1999 (Brender et Pisani, 2001). Ce décalage conjoncturel entre la France et les pays anglo-saxons pourrait peut-être contribuer à expliquer pourquoi, de 1995 à 1997, les achats des entreprises françaises par les entreprises étrangères l'emportent sur les achats d'entreprises étrangères par les entreprises françaises alors que ce dernier flux l'emporte ensuite (cf. graphique IV).

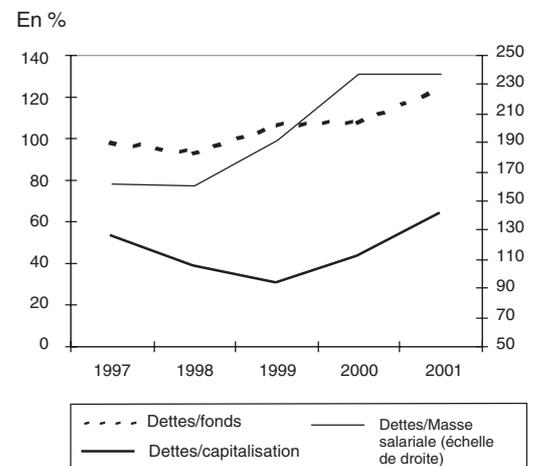
#### Des acquisitions financées par émissions d'actions et par endettement

Acquérir de grosses sociétés cotées ainsi valorisées ne devient possible que pour des sociétés elles-mêmes bien valorisées sur le marché boursier. En effet, l'autofinancement est généralement largement insuffisant pour financer de telles acquisitions : il ne contribue qu'à hauteur de 12 % aux ressources mobilisées (cf. graphique VI). Les principales ressources sont les échanges d'actions qui passent par des émissions d'actions : le poste « primes d'émission » fait plus que doubler en deux ans et est le principal responsable de l'augmentation des fonds propres des sociétés non financières du SBF 120 entre 1998 et 2000. C'est aussi un moyen d'intégrer dans les fonds propres de la société une partie de l'augmentation de sa valeur de marché (la prime d'émission enregistre la différence entre la valeur de marché de l'action au moment de son émission et sa valeur nominale). Ces augmentations conjointes de la valeur comptable et de la valeur de marché des fonds propres accroissent la capacité d'endettement de la société. Par exemple, de 1998 à 2000, la dette de Vivendi est multipliée par 3 alors que ses fonds propres le sont par 6. Ce qui fait qu'en 2000, et même 2001, Vivendi apparaît plutôt moins endetté que la moyenne. Mais les pertes liées aux cessions à perte et aux amortissements des survaleurs font passer le ratio dettes/fonds propres de 57 % en 2000 à 89 % en 2001 alors qu'en valeur absolue la dette n'augmente que de 10 %. Émissions d'actions et endettement

apportent trois quarts des ressources mobilisées pour financer les acquisitions. L'accroissement du prix des actions est donc bien au cœur de ce mécanisme. Une variation défavorable de sa capitalisation boursière peut d'ailleurs suffire à faire passer une société du statut de prédateur à celui de proie.

Alors que l'endettement rapporté à la masse salariale – utilisée ici comme proxy de la valeur ajoutée – augmente dès 1999, il baisse fortement quand il est rapporté à la capitalisation boursière (cf. graphique). En 2000, l'endettement se poursuit et le ratio dette/capitalisation remonte tout en restant bas par rapport à 1997. C'est surtout en 2000 que, par le biais des échanges d'actions, la précédente augmentation des cours boursiers se trouve partiellement incorporée dans les fonds propres et, bien que ce soit l'année où l'endettement progresse le plus, le ratio dettes/fonds propres reste stable. En 2001, alors que les entreprises ne s'endettent plus, le reflux boursier fait remonter le ratio d'endettement rapporté à la capitalisation et, via l'amortissement des écarts d'acquisition, celui rapporté aux fonds propres. Ce n'est qu'en 2002 que la dette des entreprises deviendra un sujet d'actualité.

#### Un endettement d'abord masqué par la bourse



tie correspond au mode de financement de la croissance externe par échanges d'actions. Ce mode de financement est important à la fois pour sa contribution directe et pour son rôle permissif en tant que collatéral à l'endettement (cf. encadré 5). La contrepartie de ce mode de financement est la dilution de l'actionnariat.

Sans les quatre sociétés cotées les plus endettées ainsi que leurs filiales cotées, le pseudo tableau de financement est modifié sur les points suivants : du côté ressources, c'est moins le recours à l'endettement qui change (41 % des ressources, - 5 points) que la part respective dans l'augmentation des fonds propres de l'autofinancement (18 %, + 6 points) et du solde (23 %, - 14 points). En emplois, la part des écarts d'acquisitions est moins élevée (21 %, - 11 points).

Si on suit les groupes, toujours sans les quatre, sur 1996-2000 (6), on constate que ce qui caractérise la période 1998-2000 par rapport à 1996-1998 est, du côté des ressources, le recours accru à l'endettement (+ 9 points) et, du côté des emplois, la part des écarts d'acquisitions (+ 7 points) au détriment des immobilisations financières (- 10 points). Ces chiffres, en part relative, masquent en outre la forte croissance des volumes en jeu : l'accroissement des dettes financières est 2,7 fois plus important sur 1998-2000 que sur 1996-1998.

### Une dégradation de la rentabilité financière en 2001

La dégradation des comptes de résultats est plus tardive, mais plus spectaculaire, que la dégrada-

tion des bilans. La rentabilité financière pour le G82 devient négative en 2001 (- 4 %) alors qu'elle était de 10 % en 2000 (cf. tableau 2). Pourtant la rentabilité nette d'exploitation ne baisse que légèrement de 1,6 point en 2001. Une partie de la dégradation de la rentabilité financière s'explique par la hausse des charges d'intérêts qui passent de 29 % du résultat d'exploitation en 2000 à 44 % en 2001, reflétant ainsi avec un an de retard la hausse de l'endettement. La rentabilité financière avant résultat exceptionnel et amortissement des écarts d'acquisition en porte la trace en perdant 2 points en 2001 (4 points pour G78). Mais l'essentiel de la dégradation vient du résultat exceptionnel et de l'amortissement des écarts d'acquisition. Le résultat exceptionnel, qui comprend notamment les plus ou moins values sur cessions d'actifs, est délicat à interpréter (cf. encadré 5). Pour les actifs non cédés, l'écart négatif entre leur valeur comptable (y compris l'écart d'acquisition) et leur valeur de marché a conduit certains groupes à procéder à des amortissements exceptionnels d'écarts d'acquisition. Pour G78, la dégradation provient moins des amortissements pour écarts d'acquisition (+ 8 points) que des déficits exceptionnels (+ 21 points).

L'endettement des grands groupes cotés ne devient donc vraiment préoccupant que quand le retournement des marchés les oblige à déprécier les postes de l'actif. L'appréciation sur la gravité de l'endettement dépend alors surtout des prévisions d'évolution de ces marchés boursiers.

6. Le changement de période de référence, ici 1996-2000, rend l'échantillon légèrement différent.

Tableau 2  
Les écarts d'acquisition détériorent les comptes en 2001

|   | Pour les 82 groupes<br>à l'indice boursier SBF 120 |      |      |      |       | Pour les mêmes groupes,<br>moins les 4 les plus endettés |      |      |      |      |
|---|--|------|------|------|-------|--|------|------|------|------|
|   | 1997   | 1998 | 1999 | 2000 | 2001  | 1997   | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| <b>Ratios de rentabilité</b>                |  |      |      |      |       |  |      |      |      |      |
| - d'exploitation 1                          | 9,0  | 10,5 | 9,8  | 10,6 | 9,0   | 10,3   | 11,7 | 11,6 | 12,2 | 10,3 |
| - d'exploitation 2                          | 8,1  | 9,3  | 8,5  | 8,0  | 7,0   | 8,9  | 10,0 | 9,8  | 10,2 | 8,7  |
| - économique                                | 8,5  | 9,5  | 8,8  | 7,7  | 6,9   | 9,3  | 10,3 | 10,3 | 10,4 | 9,1  |
| - financière courante                       | 14,8   | 16,4 | 16,3 | 13,3 | 11,0  | 14,8   | 16,8 | 17,1 | 18,3 | 14,7 |
| - financière                                | 8,7  | 11,2 | 10,6 | 10,2 | - 3,0 | 7,4  | 11,1 | 10,6 | 12,1 | 4,9  |
| <b>Flux en % du résultat d'exploitation</b> |  |      |      |      |       |  |      |      |      |      |
| Charges d'intérêts                          | 34   | 28   | 25   | 29   | 43    | 33   | 25   | 25   | 26   | 36   |
| Déficit exceptionnel                        | 2  | - 7  | - 5  | - 20 | 16    | 3  | - 7  | - 5  | - 7  | 14   |
| Amortissements des écarts d'acquisition     | 9  | 6    | 8    | 11   | 57    | 10   | 7    | 9    | 9    | 17   |

Rentabilité d'exploitation 1 : résultat d'exploitation/actif hors immobilisations financières ou rentabilité nette d'exploitation

Rentabilité d'exploitation 2 : idem en retirant de l'actif les écarts d'acquisition

Rentabilité économique : (résultat courant avant impôts + résultats des sociétés mises en équivalence + charges financières)/ passif retraité

Rentabilité financière : résultat net consolidé/fonds propres

Rentabilité financière courante : (résultat courant avant impôts + résultats des sociétés mises en équivalence)/fonds propres

Source : Cofisem.

L'année 2002 reste très mauvaise pour le G4. Les autres sociétés semblent – à travers les premiers comptes disponibles, au moment de la rédaction de l'article, soit la moitié des sociétés représentant les trois quarts du passif retraits – se redresser nettement du point de vue de la rentabilité économique. Les trois postes venant grever la rentabilité financière – charges financières, déficit exceptionnel et amortissement des écarts d'acquisition – restent toutefois relativement élevés et en conséquence la rentabilité financière ne retrouve pas son niveau antérieur.

## L'impact sur les filiales françaises

La croissance des bénéficiaires des grands groupes cotés ayant été, au cours de la seconde moitié de la précédente décennie, assez fortement déconnectée de celle de la part française de leur activité (voir l'article de Lise Dervieux

dans ce numéro), dans quelle mesure, et par quels canaux, leurs difficultés actuelles se répercutent-elles sur leurs filiales françaises ?

La situation financière de la partie française des groupes n'est connue qu'à travers les comptes sociaux des filiales. Les comptes des filiales étrangères ne sont pas connus mais leur impact sur les comptes des sociétés françaises se laisse deviner à travers les créances intra-groupe et les produits financiers.

### Mieux comprendre les groupes avec le concept de pôle de contrôle

La multiplication des flux intra-groupe n'est souvent, pour le statisticien, qu'un phénomène perturbateur, source de doubles comptes qu'il faut alors essayer de corriger. C'est pourtant aussi le reflet de la complexification de la structure des groupes, phénomène économique qu'il faut alors interpréter.

#### Encadré 5

#### COMPTES CONSOLIDÉS : AMORTISSEMENT DES ÉCARTS D'ACQUISITION ET RÉSULTAT EXCEPTIONNEL

##### L'écart d'acquisition

Le prix payé par la société qui achète est, le plus souvent, supérieur à la valeur comptable des actifs de la société acquise. Une partie de cet écart provient de la manière dont sont pris en compte les actifs dans la comptabilité d'entreprise. Certains actifs immatériels, tels que les marques ou les brevets développés en interne, ne figurent pas au bilan. Quant aux actifs valorisés, ils le sont au coût historique. Lors de l'établissement des comptes consolidés, ces actifs sont réévalués à la valeur du marché, notamment en valorisant certains actifs immatériels comme les marques absents de la comptabilité d'entreprise. Il reste, en général, un écart entre cette nouvelle valorisation, et le prix réellement payé : c'est l'écart d'acquisition, qui peut être positif ou négatif.

##### L'amortissement des écarts d'acquisition

D'après les normes françaises, ces écarts d'acquisition doivent être amortis sur une durée raisonnable (généralement sur 20 ou 40 ans). Il est de plus possible de constater un amortissement exceptionnel en cas d'évolution défavorable (règlement n° 99-02 du Comité de la réglementation comptable). Il est désormais recommandé d'isoler les amortissements des écarts d'acquisition des autres amortissements et de les placer après le résultat courant. Certaines sociétés n'opèrent pas cette distinction dans leur présentation des résultats mais précisent en annexe le montant des amortissements pour écarts d'acquisition. Il est alors possible de retraiter leur compte de résultat.

##### Le résultat exceptionnel : un poste peu homogène

C'est le poste le plus difficile à interpréter. D'abord parce qu'il n'est pas homogène : on y trouve aussi bien des provisions pour litiges en cours ou pour restructurations que des plus ou moins-values de cessions. Par exemple, l'un des plus importants déficits exceptionnels de 2001 est celui de Schneider Electric. À la suite de l'opposition de la Commission européenne au rapprochement avec Legrand, Schneider n'a pas intégré Legrand dans ses comptes consolidés. Le constat de la perte de valeur des titres de Legrand se traduit alors dans les comptes de Schneider par une provision pour dépréciation à caractère exceptionnel pour un montant de 1,4 milliard d'euros. Sans le refus de la Commission, le même constat de perte de valeur aurait pu éventuellement donner lieu à un amortissement exceptionnel des écarts d'acquisition.

Ensuite, même si on pouvait isoler ces plus ou moins-values, leur interprétation resterait délicate. Une société A détenant une participation minoritaire dans une société B qui valait 200 l'année  $n$  mais qu'elle avait payé 100 l'année  $n - 5$ , réalisera une plus-value de 50 en la revendant 150 l'année  $n + 2$ . Enfin, quelques très grosses opérations suffisent à changer le signe du résultat exceptionnel agrégé. Ainsi, le résultat exceptionnel agrégé des grandes sociétés cotées (hors G4) était négatif en 2001. Il est positif pour le premier semestre 2002 mais serait resté négatif sans la plus-value réalisée par Aventis lors de la cession de son pôle agro-chimie.

Ces flux, notamment les dividendes, sont nettement polarisés. Certaines entreprises versent des dividendes mais en reçoivent pas ou peu. Elles constituent ce qu'on appellera la base productive (BP) des groupes. D'autres tirent, au contraire, l'essentiel de leurs revenus des produits financiers. Elles constituent ce qu'on appellera le pôle de contrôle (PC) des groupes. Plus précisément, le pôle de contrôle est défini comme l'ensemble des entreprises des groupes non financiers dont la part des immobilisations financières dans le total des immobilisations et/ou la part des revenus financiers dans l'ensemble des revenus dépassent certains seuils. Ces seuils sont établis de manière à regrouper le maximum de salariés dans la BP tout en minimisant les liens financiers internes à la BP (cf. annexe 4).

Il ne faut pas assimiler le pôle de contrôle à la tête de groupe. D'abord, de nombreuses têtes de groupe (1 300 sur 7 200 groupes privés français), notamment pour les petits groupes, gardent une importante activité productive et n'appartiennent donc pas forcément au pôle de contrôle au sens défini ici. Ensuite, pour les grands groupes, le pôle de contrôle est loin de se limiter à la tête de groupe : les 86 groupes privés français non financiers du SBF 120 comptent, en 2000, 1 980 entreprises au pôle de contrôle et 5 609 à la base productive.

Le pôle de contrôle est défini ici – et, à notre connaissance, pour la première fois – avec une double dimension théorique (économique) et opératoire (statistique). Cette notion sert à met-

tre en évidence, avec la centralisation des ressources financières, la constitution et l'approfondissement des marchés internes de capitaux. D'un point de vue statistique, en concentrant au niveau du pôle de contrôle l'essentiel des problèmes liés aux doubles comptes et à l'ignorance des revenus en provenance des filiales étrangères, elle permet d'isoler une base productive où les comptes sociaux restent relativement pertinents pour l'étude des performances des entreprises.

### Concentration de la dette au pôle de contrôle...

La base productive des grands groupes cotés au SBF 120 est moins endettée que la moyenne. L'essentiel de la dette de ces groupes est portée par leur pôle de contrôle (cf. tableau 3). Une partie en est ensuite reprêtée aux filiales de la base productive : pour les groupes privés SBF 120, comme pour les groupes sous contrôle étranger, la base productive est presque autant endettée auprès du groupe (DTGR) qu'auprès du marché ou des établissements de crédit (DET1). Mais ces flux ne sont pas à sens unique et la base productive détient aussi des créances intra-groupe.

Il existe toutefois un problème de qualité des données, notamment la sous-estimation des dettes intra-groupe dans les comptes sociaux disponibles (7) (cf. tableau 4) : en l'absence de biais, le ratio  $100 \times \text{créances intra-groupe} / \text{dettes intra-groupe}$  devrait être égal à 100 pour les groupes

Tableau 3  
Endettement de la base productive et du pôle de contrôle en 2000

|                            | Endettement BP<br>(en % de la VA) |           |           |           | Poids du PC<br>dans le total de : |           |           |           | Idem y compris<br>les entreprises des<br>groupes classées comme<br>financières d'après<br>leur code APE |      |      |
|----------------------------|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|---|------|------|
|                            | DET1                              | DET2      | DET4      | DTGR      | VA                                | DET1      | DET4      | DTGR      | VA  | DET1 | DET4 |
| Entreprises indépendantes  | 48                                | 75        | 62        | 16 (1)    |                                   |           |           |           |   |      |      |
| Groupes étrangers          | 19                                | 50        | 35        | 18        | 7                                 | 47        | 55        | 60        | 8   | 57   | 64   |
| Groupes privés hors SBF120 | 46                                | 66        | 47        | 13        | 11                                | 39        | 40        | 62        | 11  | 46   | 46   |
| Groupes privés SBF120      | 29                                | 63        | 39        | 26        | 18                                | 84        | 77        | 71        | 19  | 87   | 82   |
| Groupes publics            | 98                                | 122       | 110       | 7         | 18                                | 44        | 52        | 83        | 18  | 45   | 53   |
| <b>Ensemble des SNF</b>    | <b>46</b>                         | <b>74</b> | <b>58</b> | <b>16</b> | <b>10</b>                         | <b>52</b> | <b>51</b> | <b>62</b> |   |      |      |

1. Montant non nul pour plusieurs raisons :  
- la variable utilisée comprend aussi les dettes auprès des associés personnes physiques ;  
- les entreprises dont le contrôle par un groupe est inférieur à 50 % sont classées comme indépendantes ;  
- il existe des petits groupes non repérés par l'enquête *Liaisons financières* (LIFI).

Source : Insee (SUSE, LIFI).

sans filiale étrangère. Comme il ressort à 120 dans les calculs et sous l'hypothèse que le biais est indépendant du type de groupe, tout ratio supérieur à 120 sera interprété comme le signe que la partie française du groupe est créditrice vis-à-vis de sa partie étrangère. C'est nettement le cas pour les groupes SBF 120 alors que les filiales françaises de groupes étrangers seraient – légèrement ? – débitrices envers l'étranger. C'est le pôle de contrôle des groupes SBF 120 qui est créditeur alors que la base productive française de ces groupes ne semble pas être débitrice.

Le solde créditeur net des groupes non financiers envers leurs filiales étrangères serait fin 2000 de l'ordre de 200 milliards d'euros (il ne s'agit que d'un ordre de grandeur) dont 150 pour le pôle de contrôle des groupes SBF 120, pôle dont l'endettement financier s'élève à 350 milliards d'euros.

7. L'exploitation de certaines données à des fins d'études économiques n'en étant qu'à ses débuts, leur processus de production statistique est moins finalisé que celui des données utilisées couramment notamment quand, comme pour les dettes intra-groupe, il s'agit de données issues des sources fiscales moins bien renseignées. C'est pourquoi quelques ajustements statistiques sont nécessaires au cours de l'article.

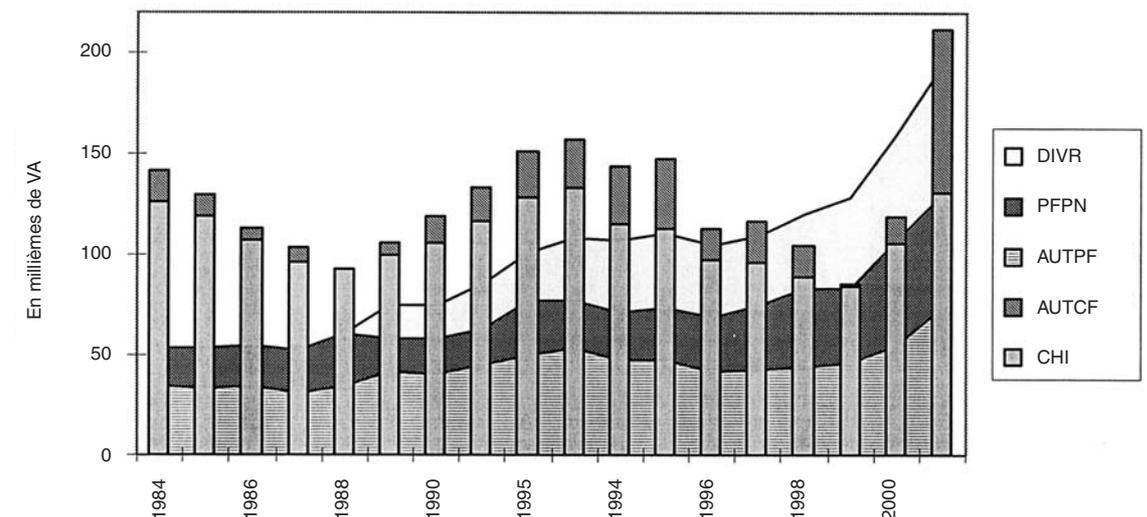
Tableau 4  
Dettes et créances intra-groupe en 2000

|                                     | Créances/dettes (1) | Créances/dettes (2) | Dettes intra/Passif (3) |
|-------------------------------------|---------------------|---------------------|-------------------------|
| Groupe sans filiale étrangère       | 120                 | 77                  | 7                       |
| Groupe avec filiales étrangères (4) | 214                 | 88                  | 8                       |
| Groupes étrangers                   | 111                 | 57                  | 10                      |
| Groupes privés français SBF 120     | 265                 | 103                 | 7                       |
| Autres groupes privés               | 144                 | 97                  | 7                       |
| SBF 120 : pôle de contrôle          | 315                 | 108                 | 6                       |
| SBF 120 : base productive           | 118                 | 83                  | 8                       |

1. 100\* créances intra-groupe/dettes intra-groupe  
2. 100\* (créances rattachées à des participations + autres créances)/(Emprunts et dettes financières diverses + autres dettes)  
3. 100\* dettes intra-groupe/total passif  
4. Groupe au sens de partie française d'un groupe. Les filiales françaises de groupes étrangers peuvent elles-mêmes avoir des filiales étrangères.

Source : Insee (SUSE, LIF).

Graphique VII  
La montée des produits financiers (ensemble des entreprises non financières)



Lecture : produits (aires) et charges (histogrammes) financiers rapportés à la VA.  
Produits financiers = AUTPF + PFPN + DIVR avec PFPN = PFP - DIVR (à partir de 1989)  
PFP : produits financiers de participation (GJ)  
DIVR : dividendes reçus des filiales françaises (calculés à partir de LIF)  
AUTPF = (produits - charges sur cessions de valeurs mobilières de placement) + autres produits financiers = (GO - GT) + GK + GL  
Charges financières = CHI + AUTCF  
CHI : charges d'intérêts (GR)  
AUTCF : (dotations - reprises sur provisions) + différences nettes de change = (GQ - GM) + (GS - GM)  
En italique : codes de la liasse fiscale  
Source : Insee (SUSE, LIF).

### ... comme des produits financiers

La montée en puissance des groupes et la complexification de leur organisation interne multiplie les flux financiers au sein de l'ensemble des entreprises non financières au point que, de 1998 à 2000, la somme des produits financiers l'emporte sur celle des charges financières (cf. graphique VII). En 2001, les charges financières l'emportent de nouveau sur les produits financiers avec la forte poussée des dotations financières aux provisions – l'équivalent, pour les compte sociaux, de l'amortissement des écarts d'évaluation.

C'est le poste « produits financiers de participations » qui contribue le plus à l'augmentation des produits financiers. Ce poste enregistre les dividendes versés par les filiales, dividendes qui ne sont pas comptés comme charges financières. Cette dissymétrie enlève évidemment tout sens économique à la comparaison entre le total des charges financières et le total des produits financiers. La comparaison devient plus pertinente quand, grâce à l'enquête *Liaisons financières* (LIFI) de l'Insee, on enlève de ces produits financiers, les dividendes reçus en provenance des filiales françaises (8). Le solde (PFPN) reste plus stable de 1991 à 1997 mais augmente nettement depuis. C'est le signe de l'accroissement des dividendes en provenance de l'étranger ((9) (cf. tableau 5).

L'augmentation des flux d'intérêts intra-groupe explique sans doute une autre partie de l'augmentation de l'écart entre produits des participations et dividendes reçus (Banque de France, 2002).

### Les dividendes contribuent au remboursement de l'endettement du pôle de contrôle

On ne considère maintenant que les groupes privés français SBF 120, là où se pose le plus le problème de l'endettement (rappelons que France Telecom est classé dans les groupes publics et n'est donc pas pris en compte ici). En ignorant, dans un premier temps, les flux en provenance de l'étranger, l'augmentation du total des dividendes versés est d'abord liée à l'augmentation des flux intra-groupe (cf. graphique VIII-A). Les transferts financiers de la base productive (BP) vers le pôle de contrôle (PC) passent de 27 millièmes de la valeur ajoutée de la base productive en 1990 à 60 millièmes en 2001.

S'il montre bien l'accroissement des flux internes au pôle financier, ce graphique est trompeur quand il donne l'impression que, *in fine*, le pôle de contrôle restitue aux actionnaires finaux un flux (PC vers HG) à peu près équivalent – jusqu'en 1998-1999 et même supérieur depuis – au flux qu'il reçoit (BP vers PC) de la base productive. Car il manque, faute de données disponibles, les flux en provenance des filiales étrangères.

L'examen des filiales françaises de groupes étrangers peut donner une idée de cette partie manquante (cf. graphique VIII-B). À titre illus-

8. Dans le graphique VII et le tableau 4, les dividendes observés dans SUSE sont augmentés de 10 % pour tenir compte de leur sous-estimation statistique (Picart, 2002).

9. Une estimation d'après les tableaux économiques d'ensemble (TEE) et les tableaux d'opérations financières (TOF) confirme ce point : de 1991 à 1999 les dividendes en provenance de l'étranger reçus par les SNF seraient passés de 21 à 61 milliards de francs.

Tableau 5  
Croissance des flux financiers en fonction de la détention de filiales étrangères

En milliards d'euros

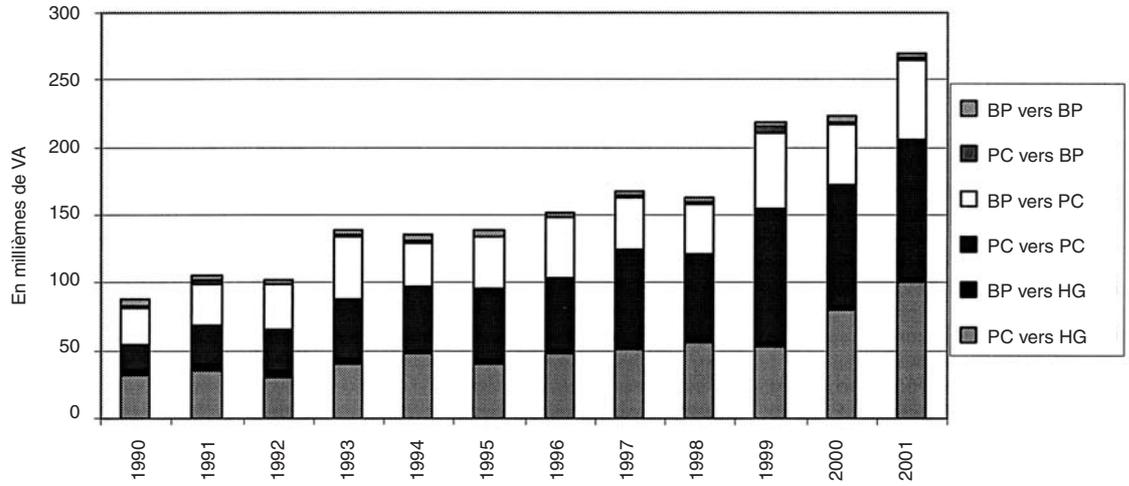
|   | 1997  | 2000  | Croissance (en %) |
|---|-------|-------|-------------------|
| <b>Entreprises sans filiales étrangères (1)</b> |       |       |                   |
| VA  | 164,0 | 206,0 | 26                |
| Produits financiers de participation            | 5,5   | 8,5   | 56                |
| Dividendes reçus                                | 3,3   | 4,7   | 41                |
| PFP - DIVR                                      | 2,1   | 3,8   | 79                |
| <b>Entreprises avec filiales étrangères</b>     |       |       |                   |
| VA  | 195,0 | 225,0 | 16                |
| Produits financiers de participation            | 29,0  | 57,0  | 96                |
| Dividendes reçus                                | 15,4  | 29,0  | 85                |
| PFP - DIVR                                      | 13,7  | 29,0  | 108               |

1. Toutes les filiales, y compris les filiales de filiales, sont françaises.

Champ : entreprises appartenant à un groupe.  
Source : Insee (SUSE, LIFI).

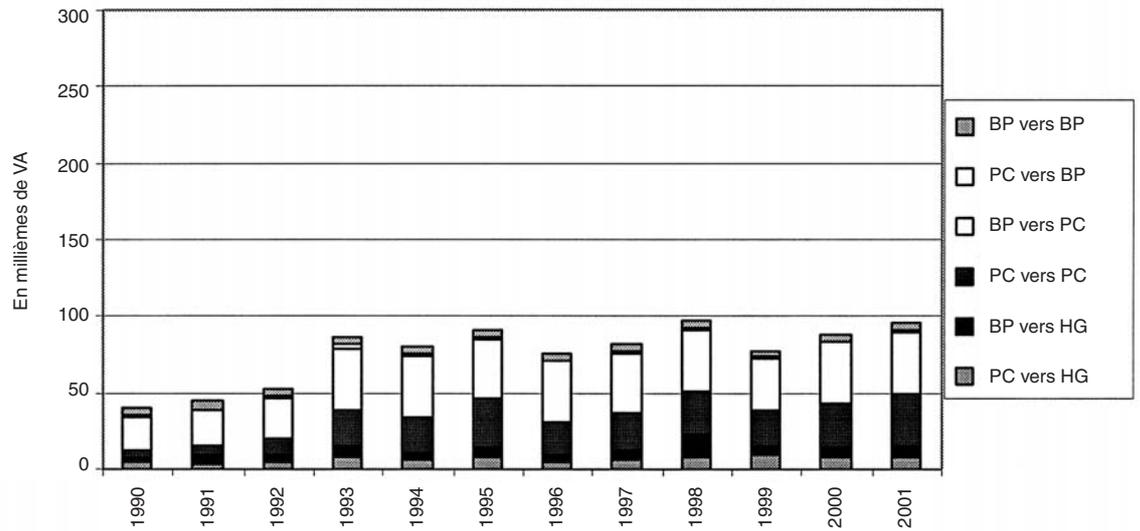
Graphique VIII  
Flux de dividendes rapportés à la valeur ajoutée (VA)

A - Groupes SBF 120



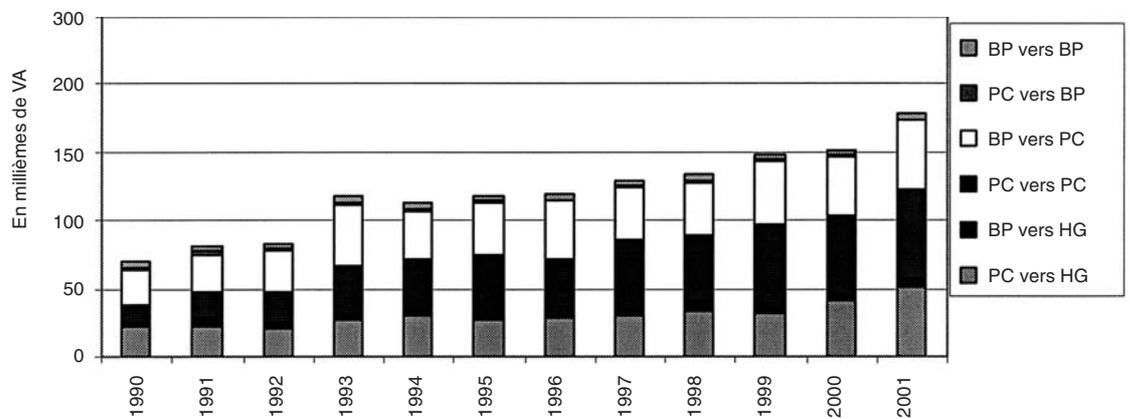
BP : Base productive  
PC : Pôle de contrôle  
HG : Détenteurs n'appartenant pas au groupe

B - Groupes étrangers



Lecture : voir graphique A.

C - Simulation



Lecture : moyenne pondérée des deux graphiques précédents. La pondération tient compte de l'augmentation du degré d'internationalisation des groupes : 53 % en 2000, 46 % en 1998 et 1 % de moins chaque année en remontant sur 1990.  
Source : Insee (LIFI et SUSE).

tratif, on fait l'hypothèse – que semble étayer l'examen précédent des dettes et créances intra-groupe (cf. tableau 4) – d'une certaine symétrie entre la partie française des groupes étrangers et la partie étrangère des groupes français pour estimer les flux manquants à l'aide des flux observés pour les filiales françaises de groupes étrangers (cf. schéma).

On estime les flux 1, 2 et 3 inconnus (flèches en trait pointillé) des groupes sous contrôle français par les flux homologues 1, 2 et 3 (flèches en trait continu) des groupes sous contrôle étranger. Les entreprises figurant sur la ligne de séparation entre la France et l'étranger sont celles qui détiennent directement des filiales d'une autre nationalité. S'agissant des entreprises étrangères détenant des entreprises françaises, on connaît, grâce à l'enquête LIFI, les dividendes qu'elles reçoivent de leurs filiales françaises mais on ignore ce qu'elles reversent à leurs actionnaires. La situation est symétrique pour les entreprises françaises détenant directement des filiales étrangères.

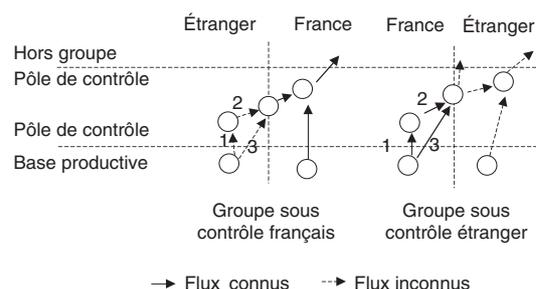
Le graphique VIII-C est le résultat d'une moyenne pondérée entre le graphique SBF 120 et le graphique équivalent pour les groupes sous contrôle étranger. Un flux F, par exemple le flux BP vers PC, est estimé par la formule :

$$\left(\frac{F}{VA}\right)_{\text{Groupe}} = (1-k)\left(\frac{F}{VA}\right)_{\text{France}} + k\left(\frac{F}{VA}\right)_{\text{Etranger}}$$

$k$  étant le taux d'internationalisation du groupe (cf. annexe 2).

L'augmentation de la rémunération des actionnaires finaux  $y$  est moins forte que dans le graphique précédent puisqu'il est rapporté à un proxy du périmètre mondial des groupes. L'excédent de ce que reçoit le pôle de contrôle sur ce qu'il restitue  $y$  apparaît nettement, mettant en évidence l'existence d'un marché de capitaux interne. En fin de période, la rémunération de l'actionnaire final rapportée à la valeur ajoutée augmente nettement (10).

#### Schéma



Ces flux peuvent sembler modestes rapportés à la valeur ajoutée, mais ils le sont beaucoup moins quand on les compare au résultat net comptable de la base productive des groupes SBF 120 (cf. graphique IX).

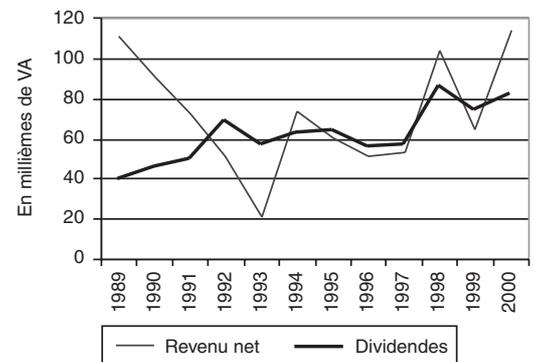
Les dividendes augmentent assez régulièrement alors que le résultat net subi de fortes variations conjoncturelles. En période de basse conjoncture (1992-1996), les dividendes agrégés sont supérieurs aux résultats nets agrégés. Ce constat peut sembler étonnant mais s'explique par le fait que, de manière générale en période de crise, les entreprises qui restent bénéficiaires continuent de verser des dividendes – d'autant plus que l'investissement ralentit – alors que les entreprises en perte contribuent à faire baisser fortement le résultat net agrégé. Par contre, la comparaison entre les deux périodes de bonne conjoncture (1989-1990 et 1997-1999) montre qu'alors qu'au tournant des années 1990, les entreprises de la base productive gardaient un autofinancement après répartition excédant de loin le simple amortissement de leurs immobilisations, ce n'est plus le cas à la fin des années 1990.

#### La constitution d'un marché interne de capitaux réduit le taux d'épargne de la base productive

Les développements précédents ont fourni des indices d'une plus grande centralisation au niveau du pôle de contrôle. Mais les statistiques relatives aux dettes comme aux dividendes sont sensibles aux problèmes des doubles comptes et

10. C'est sans doute un effet de l'envolée des cours boursiers qui, pour garder un minimum de cohérence, doit être soutenue par une forte croissance des dividendes. Même avec cette croissance, le ratio dividendes/capitalisation boursière a plutôt eu tendance à baisser, au moins jusqu'en 2000.

Graphique IX  
Résultat net comptable (année  $n$ ) et dividendes (année  $n + 1$ )

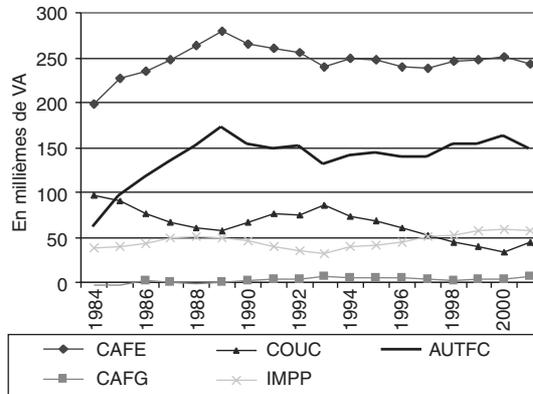


Champ : base productive des groupes SBF 120.  
Source : Insee.

au manque de données sur les comptes des filiales étrangères. Comme il n'est pas possible de dissocier la rémunération du capital dettes de

celle du capital actions, on n'envisage ici que les ressources de l'entreprise après la rémunération du capital total. L'autofinancement peut s'agréger (cf. encadré 6) et on peut alors calculer un taux d'épargne (autofinancement/VA) de la partie française des groupes.

Graphique X  
**Rémunération du capital et autofinancement de l'ensemble des sociétés non financières**



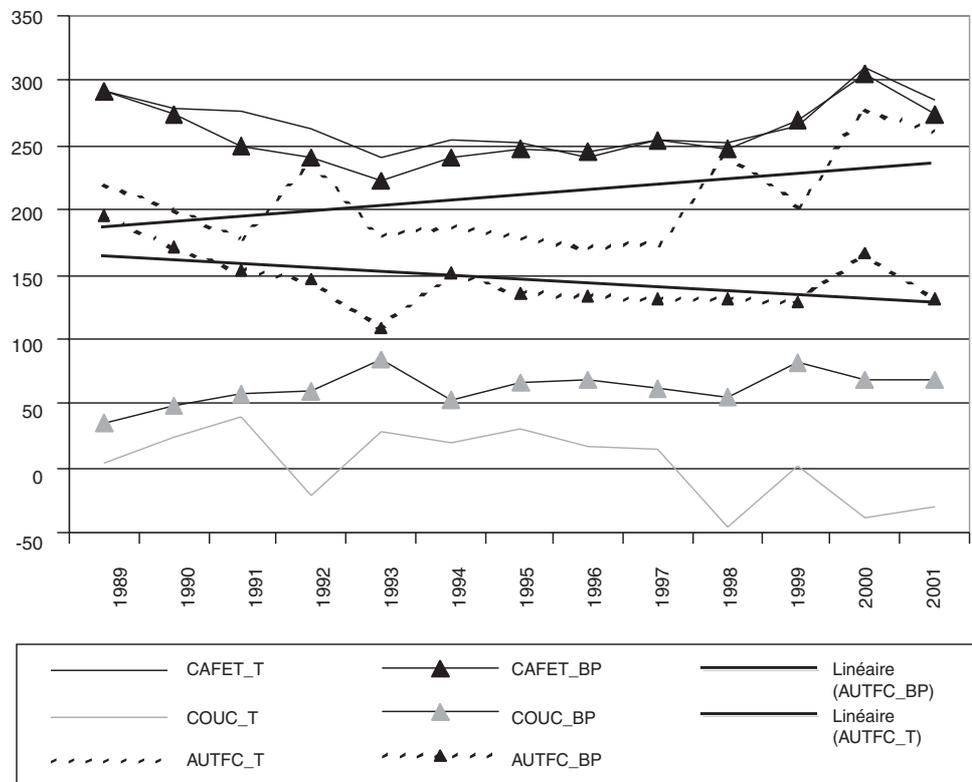
CAFE : CAF d'exploitation  
 CAFG : CAF sur opérations de gestion financière  
 COUC : Rémunération du capital  
 IMPP : Impôts sur les bénéfices et participation des salariés  
 AUTFC : Autofinancement  
 Pour plus de précisions sur ces concepts, voir l'encadré 4.  
 Source : Insee (SUSE).

Pour l'ensemble des sociétés non financières, l'amélioration du taux d'épargne après 1993 repose plus sur la baisse du coût net du capital (11) que sur l'amélioration du taux de marge, approximé ici par le ratio capacité d'autofinancement d'exploitation/VA (cf. graphique X). Cette baisse du coût net est due à la hausse des dividendes versés par les filiales étrangères et est donc surtout sensible pour le pôle de contrôle des groupes.

Pour la base productive – ici, celle du SBF 120 – la rémunération du capital tend, au contraire, à s'alourdir (cf. graphique XI). Avant d'affir-

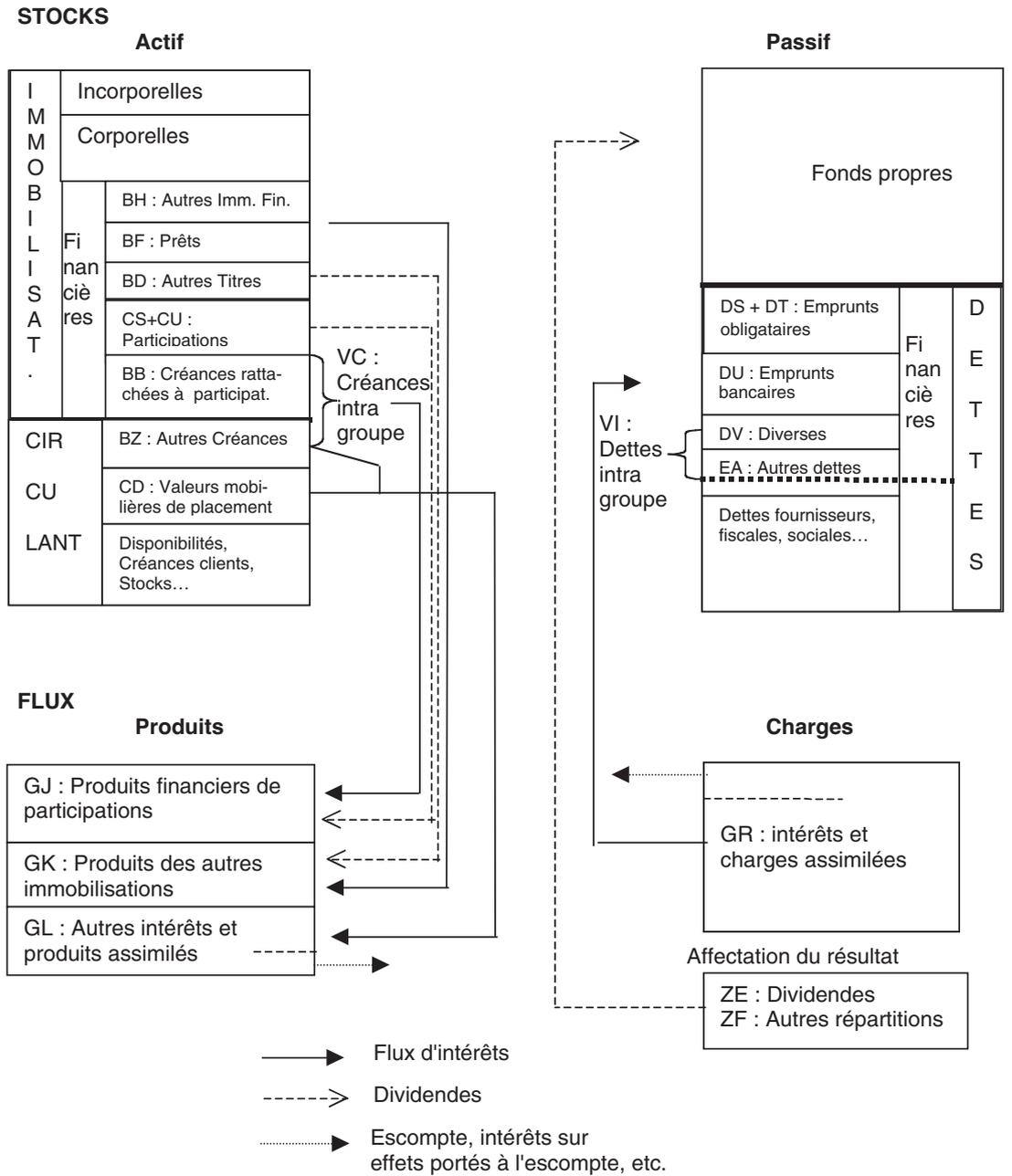
11. Contrairement au graphique VII, il n'est pas fait ici de correction pour sous-estimation des dividendes. Les augmenter de 10 % ne change pas le sens des évolutions.

Graphique XI  
**Remontée de l'autofinancement vers le pôle de contrôle**  
(comparaison base productive (BP)/Total groupe (T) pour les groupes SBF 120)



En milliers de VA totale de la partie française des groupes SBF 120  
 XXX\_T : pour l'ensemble de la partie française des groupes SBF 120  
 XXX\_BP : pour la base productive de la partie française des groupes SBF120  
 Pour la signification de XXX, voir graphique X.  
 Source : Insee (SUSE, LIF).

### RÉMUNÉRATION DU CAPITAL ET AUTOFINANCEMENT COURANT



- Il n'est pas possible de distinguer au sein des produits financiers les intérêts des dividendes.
- Les charges d'intérêts, qui rémunèrent les dettes financières du passif, ne sont pas isolées des opérations d'escompte. Ceci, joint à l'incertitude déjà signalée (cf. encadré 1) sur le volume des dettes financières à rémunérer, rend périlleux le calcul d'un taux d'intérêt apparent de la dette.
- Le coût net du capital [(intérêts + dividendes)versés - (intérêts + dividendes)reçus] peut être agrégé sur l'ensemble des sociétés non financières françaises.

On utilise les sigles et concepts suivants :

COUC : Coût net, pour l'entreprise, de la rémunération du capital

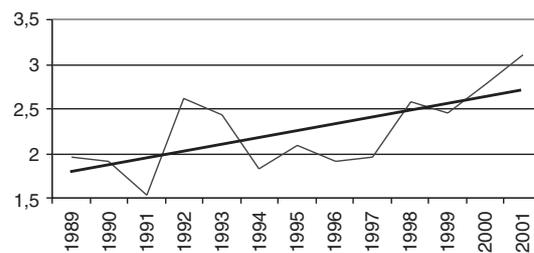
$$\text{COUC} = \text{Charges d'intérêts} + \text{Dividendes versés} - \text{Produits financiers (intérêts et dividendes)} = \text{GR} + \text{ZE} - (\text{GJ} + \text{GK} + \text{GL})$$

CAFE : CAF résultant des opérations d'exploitation

$$\text{CAFE} = \text{EBE} + \text{Autres produits (FQ)} - \text{Autres charges (GE)} \rightarrow$$

mer que c'est le résultat de la concentration des ressources financières par le pôle de contrôle, une précaution s'impose. En effet, comme les courbes du graphique XI sont rapportées à la valeur ajoutée totale, il se pourrait que la baisse de l'autofinancement de la base productive (AUTFC\_BP) soit le résultat de l'augmentation de la part du pôle de contrôle dans la valeur ajoutée. La quasi-coïncidence entre les courbes des capacités d'autofinancement de l'ensemble du groupe et de la base productive (CAFE\_T et CAFE\_BP) laisse penser que ce n'est pas le cas. L'augmentation du ratio poids du pôle de contrôle dans l'autofinancement/poids du pôle de contrôle dans la VA (cf. graphique XII) confirme que la tendance du graphique XI n'est pas un artefact lié à la constitution des pôles de contrôle.

Graphique XII  
**Pôle de contrôle : part dans l'autofinancement/part dans la VA**



Source : Insee (SUSE, LIF).

La centralisation des ressources financières n'est pas *a priori* dommageable pour le tissu productif français. Elle pourrait même être à l'origine d'une meilleure allocation des ressources. Les ressources ont certes été plutôt utilisées pour financer la croissance à l'étranger, mais les filiales françaises de groupes étrangers ont symétriquement bénéficié d'un financement étranger. De plus, la présence des groupes à l'étranger accroît les exportations des firmes nationales.

Cependant, les nouvelles acquisitions de ces dernières années n'apportent pas un surplus de revenus à la hauteur de l'effort financier consenti pour les acquérir. La charge financière reposant sur la base productive française s'en trouve alourdie. De plus, les créanciers n'étant pas toujours enclins, pour le moment, à renouveler leurs prêts, la charge de la dette et son remboursement deviennent plus rigides et plus contraints dans le temps.

\*  
 \* \*

Après un cycle de désendettement (milieu des années 1980) et endettement (1988-1992/1993) de grande ampleur, l'évolution de l'endettement depuis 1993 est plus ambiguë et le diagnostic dépend de l'indicateur et du champ retenus. De 1993 à 1997, le niveau de l'endettement se stabilise et le compte de résultat des entreprises bénéficie pleinement de la baisse des taux d'intérêt. À partir de 1998, les grands

**Encadré 6 (suite)**

CAFC : CAF résultant des opérations courantes

$$\text{CAFC} = \text{CAFE} - \text{Charges financières hors dotations aux amortissements et provisions} + \text{Produits financiers hors reprises sur provision} - \text{IMPP}$$

IMPP : Participation des salariés + Impôts sur les bénéfices

AUTFC : Autofinancement dégagé par les opérations courantes

$$\begin{aligned} \text{AUTFC} &= \text{CAFC} - \text{Dividendes versés} \\ &= \text{CAFE} + \text{CAFG} - \text{COUC} - \text{IMPP} \end{aligned}$$

avec CAFG : CAF sur opérations de gestion financière

$$\begin{aligned} \text{CAFG} &= \text{Solde des différences de change} \\ &+ \text{Solde des opérations de cession de valeurs mobilières de placement} \end{aligned}$$

La CAF n'est pas sommable car les dividendes reçus induisent des doubles comptes. L'autofinancement ne souffre pas de ce défaut. Il est théoriquement somma-

ble, même si certains problèmes, liés notamment aux décalages temporels – une opération entre deux entreprises peut être enregistrée comme charge chez l'un mais pas encore comme produit chez l'autre – subsistent.

L'autofinancement peut, surtout pour les entreprises non contrôlées par un groupe, être sous-estimé car une partie des dividendes versés l'est, dans certains groupes, sous forme d'émissions d'actions. Le tableau de financement fait alors apparaître les dividendes sous forme d'emploi et l'augmentation de capital sous forme de ressource.

Les produits et charges exceptionnels ne sont pas pris en compte ici. Les formules de calcul de la CAF incluent généralement les produits et charges exceptionnels sur opérations de gestion. Les volumes importants concernent les opérations en capital. Mais pour une cession, la valeur nette comptable de l'actif cédé est comptée en charge. Apprécier l'impact, en termes de trésorerie, de ces opérations en capital est un exercice très délicat.

groupes s'endettent à nouveau pour financer des acquisitions, notamment d'entreprises étrangères, à un prix très élevé. Les comptes de résultat continuent cependant de s'améliorer, au moins jusqu'en 1999. Les revenus des filiales étrangères contribuent au paiement des charges d'intérêts et ces dernières n'atteignent pas un niveau insupportable pour les firmes françaises.

Plusieurs facteurs de risque n'en méritent pas moins d'être soulignés. En effet, l'amélioration des résultats des entreprises depuis 1993, année où ils étaient négatifs, est due à une conjonction de facteurs positifs – baisse des charges d'intérêts, des charges pour provisions et amortissements, augmentation du résultat exceptionnel – qui se retournent à partir de 2001. Ensuite, les très lourds écarts d'acquisition conduisent les entreprises, dans le contexte boursier actuel, à dévaloriser leurs actifs et, dans ces conditions, les prêteurs deviennent réticents à renouveler leurs créances. Comme une part importante de la dette semble être à échéance rapprochée (12), cela fait peser des risques de liquidité pour cer-

tains groupes. Les comptes consolidés de 2001 portent la trace de cette dégradation de la situation des grands groupes français. Enfin, même si la crise de liquidité est surmontée, le fait que les entreprises françaises aient acheté des actifs étrangers à un prix trop élevé peut s'interpréter comme un transfert de richesses de la France vers l'étranger, notamment vers les États-Unis. Ceci se traduit, pour payer les charges d'intérêts et ramener la dette à un niveau compatible avec la valeur réelle des actifs, par une augmentation des dividendes versés par la base productive vers le pôle de contrôle et peut donc entraîner une politique plus restrictive (salaires, investissements). Cette attitude restrictive, logique au niveau individuel, pourrait avoir des conséquences au niveau macroéconomique. □

---

12. SUSE ne permet pas de connaître avec précision l'échéance des dettes et créances. Seul un montant global de dettes à échéance de moins d'un an, y compris les dettes fournisseurs, fiscales et sociales, est donné. Sous l'hypothèse que les dettes à plus longue échéance sont toutes des dettes financières, les dettes financières à échéance de moins d'un an auraient augmenté de 50 % entre 1998 et 2000.

*L'auteur remercie le rapporteur anonyme pour ses remarques et suggestions et Raoul Depoutot pour ses judicieux conseils.*

---

## BIBLIOGRAPHIE

**Brender A. et Pisani F. (2001)**, *Les marchés et la croissance*, Économica.

**Les notes bleues de Bercy (2002)**, « Les investissements directs dans le monde », n° 225, mars 2002.

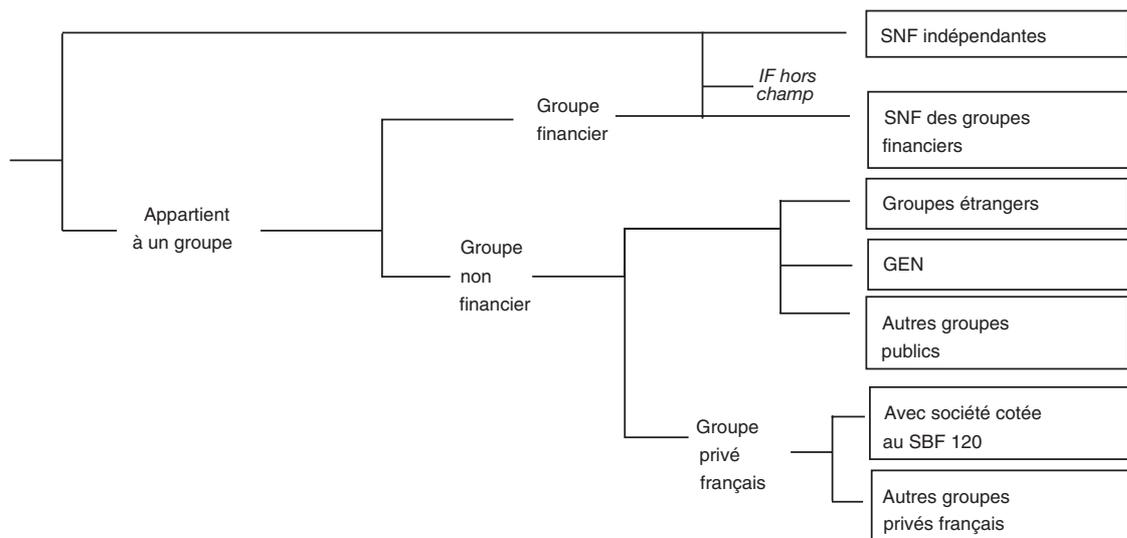
**Picart C. (2002)**, « La correction de la sous-estimation des dividendes dans SUSE » in « Actions non cotées », rapport du Commissariat Général au Plan, 2002.

**Commissariat Général au Plan (2002)**, « L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises ».

**Banque de France (2002)**, « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2001 ».

**Insee (2003)**, « La situation économique et financière des entreprises françaises », dossier in *L'Économie française*, Rapport sur les comptes de la nation, édition 2003-2004, Le livre de Poche, collection *références*, n° 601.

## SEGMENTATION DU SECTEUR NON FINANCIER



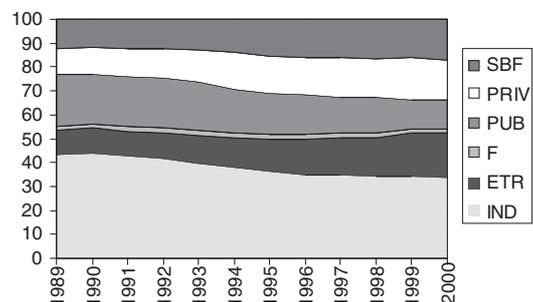
Un groupe dont les sociétés non financières (SNF) représentent plus de 50 % des effectifs et plus de 50 % de la valeur ajoutée est considéré comme non financier. La distinction est peu sensible au seuil de 50 % : parmi les groupes de plus de 500 personnes en France, 96 % ont plus de 90 % de leurs effectifs dans des entreprises non financières et 3 % plus de 90 % de leurs effectifs dans des entreprises financières. Seuls 1 % des groupes sont mixtes.

Toutes les entreprises des groupes non financiers sont prises en compte dans l'étude (cf. tableau). Ceci conduit à réintégrer dans le champ SNF des entreprises – un peu moins de 2 000 en 2000 – dont le code APE est celui d'une entreprise financière. Pour certaines têtes de grands groupes industriels codées comme auxiliaires financiers, le classement en holding semble plus approprié.

Parmi les groupes ayant en leur sein, pas forcément comme tête de groupe, des sociétés cotées figurant dans l'indice SBF 120, seuls les groupes privés français sont retenus comme tels ici. Cela exclut des groupes comme Castorama (contrôle étranger) ou France Telecom (GEN).

Les groupes de l'ensemble appelé autrefois « GEN » (grandes entreprises nationales) sont, sur le graphique, inclus dans les groupes publics. Afin d'éviter la rupture liée à la transformation en 1991 de l'administration des postes et télécommunications en entreprises (La Poste et France Telecom), les comptes de ces entreprises ont été forcés, en 1989 et 1990, à leur valeur de 1991.

## Évolution du poids des différentes catégories d'entreprises en % de la VA



Source : Insee (SUSE, LIF).

## Répartition des groupes non financiers par taille, cotation et catégorie

|   |               | Étranger | Public | SBF 120 | Autres privés | Total |
|---|---------------|----------|--------|---------|---------------|-------|
| Parmi les 100 premiers                    | SBF 120       | 2        | 3      | 37      |               | 42    |
|   | Autres cotées |          | 4      |         | 14            | 18    |
|   | Aucune cotée  | 25       | 7      |         | 8             | 40    |
| Du 101 <sup>e</sup> au 500 <sup>e</sup>   | SBF 120       | 2        |        | 32      |               | 34    |
|   | Autres cotées | 9        |        |         | 53            | 62    |
|   | Aucune cotée  | 169      | 7      |         | 128           | 304   |
| Du 501 <sup>e</sup> au 1 000 <sup>e</sup> | SBF 120       |          |        | 7       |               | 7     |
|   | Autres cotées | 5        |        |         | 67            | 72    |
|   | Aucune cotée  | 195      | 6      |         | 220           | 421   |
| Au-delà du 1000 <sup>e</sup>              | SBF 120       |          |        | 11      |               | 11    |
|   | Autres cotées | 19       |        |         | 291           | 310   |
|   | Aucune cotée  | 1 579    | 20     |         | 6 630         | 8 229 |

Lecture : les groupes sont classés par effectifs (sur le territoire français) décroissants.

Source : Insee, Cofisem.

## ÉVALUATION DU TAUX D'INTERNATIONALISATION DES GROUPES COTÉS

Le taux d'internationalisation est défini dans cet article comme le complément à 1 du rapport entre la masse salariale agrégée des sociétés françaises du groupe (source SUSE) et la masse salariale consolidée du groupe (source COFISEM), rapport que l'on appellera ratio français. Le groupe est ici l'ensemble des sociétés dépendantes, via une chaîne de contrôle, de la société cotée (1).

Pour les groupes sans filiale étrangère, le ratio français devrait être de 100 %. Plusieurs facteurs peuvent néanmoins rendre le taux observé différent :

- groupe considéré à tort comme strictement français (filiales étrangères absentes de LIFI)
- groupe strictement français dont on ne connaît pas toutes les filiales
- groupe entièrement connu mais dont le périmètre de consolidation s'éloigne de la définition du groupe au sens de LIFI (on peut consolider avec un taux de contrôle de 40 %)

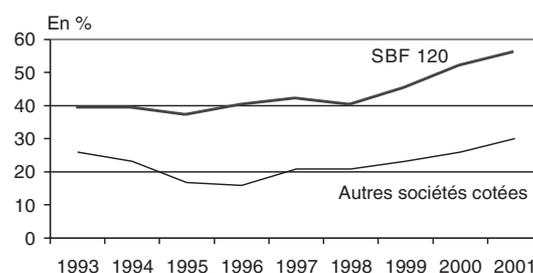
Des travaux préliminaires indiquent que depuis 1993/1994 la qualité de la couverture des sociétés cotées sans filiales étrangères est globalement satisfaisante. Elle reste cependant en moyenne inférieure à 100 %. Les taux d'internationalisation présentés ci-dessous sont donc un peu surestimés en niveau.

Suivre le taux d'internationalisation de l'ensemble des sociétés cotées pour lesquelles l'information peut être calculée conduit à des mesures biaisées : cet ensemble grandit et comprend, en fin de période, proportionnellement plus de petites sociétés, moins internationalisées, qu'en début de période. Travailler sur un échantillon cylindré conduit par contre à ne garder que trop peu d'observations. La solution adoptée ici consiste à suivre d'une part les sociétés de l'indice SBF 120 et d'autre part les 200 premières sociétés en termes de masse salariale consolidée parmi les sociétés cotées n'appartenant pas à l'indice. Afin d'éviter les doubles comptes,

seule une société cotée par groupe est retenue : il s'agit de préférence d'une société présente dans un indice (le CAC 40 étant alors préféré au SBF 120 ou au SBF 250) et, parmi les sociétés figurant dans le même indice ou si aucune société du groupe ne figure dans un indice, de la plus importante en termes de masse salariale.

Les sociétés non financières du SBF 120 ont presque toutes des filiales étrangères. Seules 4 ou 5, en 2001 comme en 1993, font exception. Leur taux d'internationalisation moyen (moyenne pondérée) augmente nettement à partir de 1998 (cf. graphique). La part des 200 premières autres sociétés non financières pourvues de filiales étrangères augmente entre 1993 (71 %) et 1997 (80 %) pour se stabiliser autour de 80 % depuis. Leur taux d'internationalisation moyen diminue au contraire en début de période pour remonter à 30 % en 2000 et 2001.

### Évolution du taux d'internationalisation moyen des sociétés cotées



Sources : bases Dafsa-Pro puis Cofisem et Insee.

1. Il est obtenu en appliquant l'algorithme de constitution des groupes de LIFI. On retient l'ensemble des entreprises dépendant d'une société cotée, même lorsque cette dernière n'est pas tête de groupe.

## RATIOS DES COMPTES CONSOLIDÉS DES GRANDS GROUPES

## A - Bilan

| Année  | Passif<br>(Mds €) | Ventilation passif (%) |            |                       | Ventilation actif (%) |                         |                                    |            |
|--|-------------------|------------------------|------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------------------|------------|
|  |                   | Fonds<br>propres       | Provisions | Dettes<br>financières | Immobilisa-<br>tions  | Écarts<br>d'acquisition | Besoin de<br>fonds de<br>roulement | Liquidités |
| <b>82 groupes ayant 91 sociétés cotées au SBF 120</b>            |                   |                        |            |                       |                       |                         |                                    |            |
| 1997   | 400               | 41,9                   | 17,7       | 40,3                  | 65,5                  | 8,9                     | 13,6                               | 11,8       |
| 1998   | 430               | 44,8                   | 15,9       | 39,3                  | 65,5                  | 9,6                     | 16,9                               | 7,8        |
| 1999   | 527               | 42,4                   | 15         | 42,6                  | 64,1                  | 11,7                    | 11,3                               | 12,6       |
| 2000   | 733               | 43,3                   | 11,3       | 45,4                  | 61,3                  | 21,0                    | 6,5                                | 11,0       |
| 2001   | 768               | 39,3                   | 13,6       | 47,1                  | 59,1                  | 19,7                    | 9,4                                | 11,8       |
| <b>78 (= 82 - 4) groupes ayant 83 sociétés cotées au SBF 120</b> |                   |                        |            |                       |                       |                         |                                    |            |
| 1997   | 255               | 45,8                   | 15,6       | 38,6                  | 61,2                  | 11,6                    | 12,6                               | 14,5       |
| 1998   | 275               | 48,0                   | 14,3       | 37,7                  | 61,1                  | 12,3                    | 18,0                               | 8,4        |
| 1999   | 329               | 47,3                   | 13,5       | 39,2                  | 61,0                  | 13,9                    | 10,1                               | 14,7       |
| 2000   | 410               | 43,9                   | 13,2       | 42,8                  | 58,5                  | 14,8                    | 12,4                               | 14,4       |
| 2001   | 440               | 42,6                   | 13,0       | 44,4                  | 58,5                  | 15,4                    | 10,3                               | 15,5       |
| <b>Les 4 groupes les plus endettés (en valeur absolue)</b>       |                   |                        |            |                       |                       |                         |                                    |            |
| 1997   | 145               | 35,3                   | 21,5       | 43,3                  | 72,9                  | 4,2                     | 15,5                               | 7,1        |
| 1998   | 155               | 39,1                   | 18,7       | 42,2                  | 73,3                  | 4,8                     | 14,8                               | 6,7        |
| 1999   | 198               | 34,4                   | 17,3       | 48,3                  | 69,3                  | 8,0                     | 13,4                               | 9,2        |
| 2000   | 323               | 42,5                   | 8,9        | 48,6                  | 65,0                  | 28,8                    | - 1,0                              | 7,1        |
| 2001   | 328               | 34,9                   | 14,4       | 50,7                  | 59,9                  | 25,4                    | 7,7                                | 6,9        |

## B - Compte de résultat

## Ratios de rentabilité et poids des opérations hors exploitation en % du résultat d'exploitation

| Année | % Actif (1)             | % CEXP (2)   | % Fonds propres |                 | % du résultat d'exploitation |                          |                                |     |
|-------|-------------------------|--------------|-----------------|-----------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------------|-----|
|       | Résultat d'exploitation | Résultat net | PBCAI           | Dettes fin. (3) | Charges<br>d'intérêts        | Résultat<br>exceptionnel | Amort. écarts<br>d'acquisition |     |
| 1997  | 6,8                     | 9,0          | 8,7             | 14,8            | 5,9                          | 34                       | - 2                            | 9   |
| 1998  | 7,9                     | 10,5         | 11,2            | 16,4            | 5,0                          | 28                       | 7                              | 6   |
| 1999  | 7,4                     | 9,8          | 10,6            | 16,3            | 5,8                          | 25                       | 5                              | 8   |
| 2000  | 6,9                     | 10,6         | 10,2            | 13,3            | 6,6                          | 29                       | 20                             | 11  |
| 2001  | 6,3                     | 9,0          | - 3,0           | 11,0            | 7,5                          | 43                       | - 16                           | 57  |
| 1997  | 7,9                     | 10,3         | 7,4             | 14,8            | 4,9                          | 33                       | - 3                            | 10  |
| 1998  | 8,9                     | 11,7         | 11,1            | 16,8            | 4,2                          | 25                       | 7                              | 7   |
| 1999  | 8,8                     | 11,6         | 10,6            | 17,1            | 4,5                          | 25                       | 5                              | 8   |
| 2000  | 9,2                     | 12,2         | 12,1            | 18,3            | 4,6                          | 26                       | 7                              | 9   |
| 2001  | 7,9                     | 10,3         | 4,9             | 14,7            | 5,6                          | 36                       | - 14                           | 17  |
| 1997  | 5,0                     | 6,8          | 11,5            | 14,9            | 8,6                          | 38                       | 1                              | 4   |
| 1998  | 6,0                     | 8,3          | 11,4            | 15,4            | 7,0                          | 33                       | 7                              | 4   |
| 1999  | 5,1                     | 6,8          | 10,6            | 14,6            | 9,4                          | 24                       | 6                              | 8   |
| 2000  | 3,9                     | 7,7          | 7,6             | 6,6             | 12,6                         | 38                       | 58                             | 17  |
| 2001  | 4,1                     | 6,8          | - 15,9          | 5,0             | 12,5                         | 61                       | - 22                           | 160 |

1. Actif = passif retraité = immobilisations + BFR + liquidités  
2. CEXP : capital d'exploitation = actif retraité - immobilisations financières - écarts d'acquisition  
3. Ce n'est pas un % mais l'expression de la dette en nombre d'années de résultat d'exploitation.

Source : Cofisem.

## CONSTRUCTION DU PÔLE DE CONTRÔLE

Il s'agit de séparer les entreprises des groupes en deux sous-populations : une base productive (BP) dont les revenus proviennent essentiellement de l'activité d'exploitation et un pôle de contrôle (PC) dont les revenus sont essentiellement financiers. Contrairement à la distinction entre groupe financier et groupe non financier, où il existe deux sous-populations bien distinctes, celle entre BP et PC est sensible à l'effet de seuil : une entreprise sur quatre – pesant la moitié des immobilisations totales – a un ratio immobilisations financières/total des immobilisations compris entre 10 % et 90 %. Le choix du seuil résulte d'un arbitrage entre deux objectifs contraires :

- regrouper le plus de salariés dans la base productive ;
- minimiser les liens financiers internes à la base productive.

En pratique, 4 ratios ont été utilisés :

- $R1 = \text{IFB}/\text{IMT}$   
part des immobilisations financières dans les immobilisations totales
- $R2 = \text{IFPART}/\text{IMT}$   
part des participations financières dans les immobilisations totales
- $R3 = \text{PC1}/(\text{PC1} + \text{VA}/3)$   
part des produits financiers liés aux immobilisations financières dans le revenu élargi (1)
- $R4 = \text{PC2}/(\text{PC2} + \text{VA}/3)$   
idem avec  $\text{PC2} = \text{PC1} + \text{autres intérêts et produits assimilés}$

Une entreprise appartient au PC si la moyenne pondérée de ces ratios est supérieure à un certain seuil. Le poids accordé aux différents ratios et le seuil sont ceux qui minimisent la fonction de perte suivante :

$$(1 - \text{EFF}_{\text{BP}}/\text{EFF}_{\text{TOT}})^2 + (\text{EFF}_{\text{EE}}/\text{EFF}_{\text{TOT}})^2 + (\text{EFF}_{\text{CE}}/\text{EFF}_{\text{TOT}})$$

avec  $\text{EFF}_{\text{EE}}$ , effectif de BP détenu par elle-même et  $\text{EFF}_{\text{CE}}$ , effectif du PC détenu par BP. Le dernier ratio est négligeable par rapport aux deux autres.

Le critère d'appartenance au PC finalement retenu est :

$$0,6*(R1*0,5 + R2*0,5) + 0,4*(R3*0,5 + R4*0,5)*0,4 > 0,4$$

Ce critère résulte de l'optimisation pour l'année 1999. Les poids et seuils optimaux sont légèrement différents les autres années mais ce critère, établi pour 1999, est toujours parmi les plus performants et changer de critère chaque année provoquerait, pour une entreprise donnée, des va-et-vient entre BP et PC. Chaque année, la partition entre base productive et pôle de contrôle est effectuée avec ce critère. Une base longitudinale des entreprises ayant été au moins une fois pôle de contrôle est créée. Un lissage permet alors d'éviter les va-et-vient : une entreprise membre du PC en  $n - 1$  et en  $n + 1$  mais pas en  $n$ , est affectée au PC en  $n$ . Et réciproquement une entreprise qui serait au PC en  $n$  mais ni en  $n - 1$  ni en  $n + 1$  est réaffecté à la BP en  $n$ .

En 1999, la base productive regroupe 90 % des effectifs et de la valeur ajoutée des groupes non financiers alors que PC regroupe 85 % des immobilisations financières et 90 % des participations.

---

*1. La notion de revenu élargi consiste à ajouter des produits financiers au revenu d'exploitation (résultat d'exploitation ou EBE). Comme l'EBE est trop souvent négatif, le revenu d'exploitation a été approximé par  $\text{VA}/3$  ( $1/3 = \text{taux de marge}$ ). Le revenu financier n'incorpore pas la gestion de trésorerie (plus ou moins-values sur les valeurs mobilières de placement) ou les opérations de change.*

## LES GROUPES FRANÇAIS À L'ÉTRANGER ET LEUR ENDETTEMENT

Michel Boutillier, MODEM, Université Paris X-Nanterre

À la fin des années 1990, à l'inverse des investissements de portefeuille qui impliquent pour la France une position déficitaire, les investissements directs ont massivement contribué à la diversification internationale de la richesse française. C'est ainsi qu'en 2001, selon les estimations de la Banque de France, les avoirs français sous forme d'investissements directs à l'étranger ont légèrement dépassé 1 000 milliards d'euros tandis que la position extérieure nette était dans ce domaine excédentaire de presque 400 milliards d'euros, ce qui ne représentait pas moins de 26,8 % du PIB.

Cette configuration des liens financiers avec l'étranger, en partie due à l'absence d'investisseurs institutionnels porteurs d'une diversification internationale, confère à l'activité mondiale des entreprises françaises un rôle de premier plan dans la présence financière de la France à l'étranger. À elle seule, cette situation est suffisante pour motiver les deux articles de Lise Dervieux et Claude Picart portant sur l'activité internationale des groupes non financiers français.

Lise Dervieux s'attache à l'appréciation du fossé qui s'est creusé entre l'activité des groupes français menée sur le seul territoire national et celle développée dans le monde entier. Se focalisant sur les groupes non financiers figurant au CAC 40 et sur les quatre ou cinq dernières années disponibles, elle met en évidence le contraste entre la faiblesse de leur développement sur le territoire d'origine et la vigueur de leur croissance au niveau mondial. Ceci apparaît quel que soit l'indicateur retenu : chiffres d'affaires, recours aux facteurs de production (effectifs, immobilisations corporelles et incorporelles). Pour sa part, Claude Picart adopte un champ d'analyse plus large en incluant des groupes non financiers plus nombreux (le périmètre est souvent défini par l'indice SBF 120) et en embrassant l'ensemble des années 1990 mais il restreint son attention aux aspects financiers, en termes d'encours (notamment l'endettement) ou de flux de revenus associés (dividendes et intérêts). Sur ces points, il met en évidence la centralisation de l'endettement, et donc du service de la dette, sous l'égide d'un

pôle financier drainant les dividendes engendrés par la base productive.

**L'importance économique de la notion de groupe**

À des titres divers, mais complémentaires, le premier en analysant la notion de groupe autour de la question de la nationalité et le second en l'analysant à travers l'articulation entre financement et production, les deux articles soulignent l'importance de cette notion de groupe ainsi que son caractère indispensable et fructueux pour la compréhension du mouvement économique. Certes, de nombreuses raisons pratiques ont le plus souvent orienté les statisticiens vers des informations concernant les seules entités juridiques ou fiscales (sociétés) mais il est également vrai que la théorie économique a eu tendance à postuler des agents dotés d'une structure élémentaire et dénommés « firmes » ou « entreprises » ou encore à instaurer une dichotomie entre des acteurs domestiques et des acteurs étrangers. Lise Dervieux démontre une certaine inanité de l'association étroite effectuée entre firme et territoire national d'origine, tandis que Claude Picart souligne à quel point l'organisation interne d'un groupe n'est pas placée sous le signe d'une équirépartition spatiale puisque le groupe se fragmente au contraire entre un pôle financier et une base productive. Au total, l'organisation de la firme qui doit donc être envisagée à un niveau international n'est pas neutre du point de vue des intérêts « nationaux ». On peut noter que de tels résultats corroborent les présomptions qui avaient poussé à la constitution d'un groupe de travail du Commissariat général du Plan pour s'interroger sur la nouvelle nationalité des entreprises (Bigay, 1999).

Cet ensemble de résultats largement inédits ou bien jamais obtenus avec une telle précision et une telle ampleur permet de réconcilier l'approche macroéconomique nourrie de comptabilité nationale et l'approche plus « quotidienne » qui s'appuie sur une comptabilité privée et consolidée. Ces résultats soulignent l'intérêt de la notion de groupe même si cette notion a contre

elle sa malléabilité et sa variabilité dans l'espace comme dans le temps. Ils suggèrent que le « groupe » est l'unité qu'il convient de retenir pour l'analyse comportementale au détriment de l'entreprise ou de la société. Enfin, leur obtention, délicate, est fondée sur la disposition des bases SUSE (système unifié de statistiques d'entreprises) ou LIFI (enquête « liaisons financières » de l'Insee) dont l'intérêt apparaît primordial pour le développement de statistiques appropriées au suivi et à l'étude de la mondialisation.

### Une meilleure appréciation de l'endettement

L'internationalisation concerne des groupes dont la profitabilité s'est affaiblie au plan national, donc des groupes qui cherchent des relais de croissance. Toutefois, cette internationalisation est une cause importante de l'explosion récente de l'endettement et ce dernier, géré à un niveau centralisé sur le territoire français, signifie une déconnection entre endettement et production dès lors que ces derniers concepts restent appréhendés à un niveau national. Ce constat suggère une nouvelle difficulté à laquelle s'exposent les travaux qui tentent d'appréhender les structures de capital ou d'endettement dans une optique de comparaison internationale (Rajan et Zingales, 1995 ; Boutillier *et al.*, 2002). De manière plus urgente, ce constat souligne également le risque d'une mauvaise appréciation de l'endettement intérieur et surtout la probabilité d'une surestimation de la prime de risque de défaut puisque, en définitive, une partie au moins de la charge de cet endettement centralisé est couverte par la perception des dividendes issus des filiales étrangères. De surcroît, cette restriction du crédit offert (*credit crunch*) joue particulièrement au détriment des PME moins concernées par ces « bais » externes (mais pas totalement exclues pour autant). Ainsi, le mouvement récent de défiance des banques à l'égard des emprunteurs professionnels considérés sans discrimination peut apparaître exagéré dans la mesure où la croissance de l'endettement concerne principa-

lement les grands groupes multinationaux et assez peu les PME.

### Le *goodwill* et l'amplification des cycles financiers

L'importance et le caractère procyclique des immobilisations incorporelles, avec le fameux *goodwill* ou écart d'acquisition que décrit longuement Lise Dervieux dans son article, sont soulignés pour les entreprises françaises, comme c'est le cas pour les entreprises américaines par Plihon (2002). En 2002 et en 2003, la mauvaise conjoncture se trouve ainsi aggravée par une succession de mécanismes qu'on peut rattacher à l'accélérateur financier de Bernanke et Gertler (1989) (1). En effet, on observe que les actifs des entreprises sont affectés négativement par la révision de la valeur des immobilisations incorporelles dans un contexte où se révèle également, pour certaines d'entre elles, la nécessité de reconstituer les avoirs couvrant les engagements des fonds de pension d'entreprise (à prestations définies) à la suite de l'éclatement de la bulle boursière des années 1990. Tout ceci aboutit à diminuer la richesse nette des entreprises et donc à réduire leur capacité d'endettement. La diversité, la multiplicité et l'ampleur de ces canaux de l'accélérateur financier contribuent à la compréhension de la crise actuelle et à l'appréhension des risques importants de déflation qui en découlent à un niveau mondial.

L'ensemble de ces réflexions souligne combien les informations produites par les articles de Lise Dervieux et de Claude Picart sont éclairantes sur la mondialisation en cours et combien, en dépit de leur apparente aridité, il serait utile de poursuivre et de systématiser de telles investigations comptables et statistiques. □

1. L'accélérateur financier est un mécanisme financier qui conduit à l'amplification des cycles connus par l'activité réelle ; à titre d'exemple et dans le prolongement intellectuel de la nouvelle microéconomie du marché du crédit bancaire, Bernanke et Gertler évoquent le conditionnement de la valeur des actifs des entreprises, et donc leur capacité à obtenir des crédits sur la base des garanties que procurent les actifs aux banques, par leurs perspectives de production.

---

## BIBLIOGRAPHIE

- Bernanke B.S. et Gertler M. (1989)**, « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, n° 1, pp. 14-31.
- Bigay J.-F. (1999)**, *La nouvelle nationalité de l'entreprise*, Rapport d'un groupe de travail du Commissariat général au Plan présidé par J.-F. Bigay, octobre.
- Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Lévy N. et Oheix V. (2002)**, « Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes », *Revue d'économie politique*, vol. 112, n° 4, pp. 499-544.
- Plihon D. (2002)**, *Rentabilité et risque pour le nouveau régime de croissance*, Rapport d'un groupe de travail du Commissariat général au Plan présidé par D. Plihon, octobre.
- Rajan R.G. et Zingales L. (1995)**, « What do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data », *The Journal of Finance*, 5, pp. 1421-1460.
-