

La valeur de l'entreprise : l'approche par les groupes

Raoul Depoutot, division *Synthèse des statistiques d'entreprises*, INSEE
Colloque ACN 2004, PARIS

L'étude des entreprises conduit à analyser leur rentabilité, thème central dans la théorie de l'entreprise qui la décrit comme une entité maximisant son profit. La valeur de l'entreprise est nécessaire pour procéder à cette évaluation. En matière de constat statistique, on peut également considérer que la santé économique des entreprises peut être évaluée par l'évolution de leur valeur au cours du temps. L'organisation des entreprises en groupes pose quelques problèmes au statisticien pour mettre en regard de chaque variable du modèle théorique de l'entreprise une caractéristique comptable. La difficulté d'observation amène d'ailleurs à se poser la question de l'unité statistique pertinente pour étudier et rendre compte des phénomènes qui impliquent une valorisation des entreprises. Il est proposé d'utiliser le groupe d'entreprise comme unité élémentaire d'analyse pour les statistiques relatives à la valeur, et d'appliquer les grands principes de la consolidation comptable.

1. Introduction : le constat du rôle central des groupes

La valeur de marché est un concept de valorisation largement majoritaire de l'analyse de la valeur de l'entreprise. La comptabilité nationale a retenu ce mode de valorisation pour les comptes de patrimoine [Vanoli A., 2004], la comptabilité d'entreprise le retient de plus en plus pour les comptes des entreprises faisant appel publiquement à l'épargne (les cotées) [Milot JP, 2004].

Le marché idéal semble être explicitement ou implicitement le marché des bourses d'actions. Qu'y vend-on ? Formellement, des actions de sociétés cotées. Quelles informations donne-t-on sur ces sociétés cotées ? Des comptes consolidés, c'est à dire en simplifiant des comptes qui représentent l'activité économique annuelle (compte de résultat) et le patrimoine (bilan) de la société et de toutes celles qu'elle contrôle. On est donc dans un schéma de dualité société consolidante/ groupe contrôlé par la société. La position des acteurs professionnels sur ces marchés est d'ailleurs assez clairement tournée vers les groupes correspondants. F.Ceddaha (2004) utilise l'expression " *états financiers des groupes cotés* ". Les rapports d'activité destinés aux créanciers les informent sur l'ensemble des sociétés contrôlées¹, la logique de l'ensemble du groupe, ses perspectives. Cette comptabilisation consolidée de l'ensemble du groupe est une référence tellement majoritaire, que la présence des comptes sociaux de la société cotée dans ces rapports est devenue l'exception.

Par ailleurs, les restructurations des groupes y sont appréciées par le marché selon la perception de la stratégie d'ensemble, en matière de spécialisation ou de diversification, de présence sur différents marchés géographiques, etc... Autant de facteurs qui renvoient sans ambiguïté aucune à une vision de l'ensemble du groupe ou éventuellement de sous-groupes dans le cas de groupes ayant plusieurs activités très différentes (qui peut d'ailleurs aller jusqu'à une cotation d'un sous-groupe en plus de la cotation du groupe).

Il paraît donc ancré dans la réalité de dire que la valeur de marché², si elle existe par essence que les marchés boursiers, est une valeur de marché d'entités *groupes d'entreprises*³. Il est

¹ : sans exclure évidemment les cas de participation non majoritaire mais importante.

² : on laissera à d'autres plus qualifiés le soin de traiter de la question de la pertinence de la valeur de cotations journalières de transactions instantanées sur des proportions de capital social très marginales comme révélateur

alors naturel pour le statisticien d'investiguer l'utilisation de cette unité statistique pour l'évaluation des statistiques de valeur du système productif. Par ailleurs, signalons que le groupe d'entreprises est une des unités statistiques envisagées par l'harmonisation européenne [Communauté Européenne, 1993], sans toutefois être encore utilisée pour la statistique structurelle d'entreprise.

2- Le groupe d'entreprise comme unité statistique de référence pour la valorisation

2.1 : Généralités sur la consolidation :

Travailler avec les groupes comme unités statistiques suppose de disposer de sources statistiques sur leurs caractéristiques économiques. Sont disponibles aujourd'hui des **comptes consolidés**, qui obéissent à un système de normes différent du Plan Comptable Général qui définit les règles d'établissement des comptes sociaux. C'est ce premier système de normes qui est actuellement en pleine réforme, avec l'introduction des normes dites IAS.

Pour le statisticien, les comptes consolidés possèdent les caractéristiques essentielles suivantes :

- ils retracent les opérations économiques de l'ensemble des sociétés du groupe avec le reste de l'économie, en éliminant les opérations intra-groupes. En particulier, ils intègrent toutes les filiales qu'elles soient sur le territoire français ou à l'étranger.
- ils sont tenus au coût historique, et ne résolvent pas directement les problèmes de valorisation.
- ils retracent un concept de groupe très voisin de celui défini par les statisticiens [INSEE, 2003]
- ils font apparaître un poste nouveau et sans équivalent pour le statisticien habitué aux comptes sociaux, la "survaleur" ou "goodwill".
- à l'heure actuelle, plusieurs systèmes de concepts de référence sont rencontrés, et surtout, des libertés semblent prises dans la communication à leur sujet, ce qui conduit à des informations parfois plus difficiles à déchiffrer et moins homogènes à la fois dans le temps et entre groupes. Toutefois, la mise en œuvre des IAS devrait améliorer considérablement la situation.
- seul un petit nombre de groupes est astreint à l'élaboration et à la publication de comptes consolidés (5000 environ).

On ne saurait bien maîtriser les enjeux du choix de l'unité statistique sans avoir une idée des grands principes du mécanisme de consolidation des comptes. Pour le compte de résultat, schématiquement⁴, cela revient à annuler les ventes, les achats et les opérations financières intra-groupe afin de ne conserver que les flux avec l'extérieur. La principale difficulté pour le statisticien est liée au traitement des dividendes intra-groupe, puisque les dividendes reçus de la fille apparaissent dans le compte de résultat de la mère, alors qu'ils n'apparaissent pas dans le compte de résultat de la fille. Un retraitement complémentaire est donc nécessaire pour faire le lien entre l'information contenue dans les comptes sociaux et celle figurant dans les comptes consolidés.

d'un prix d'ensemble. Notons toutefois que fort peu de transactions d'achat - c'est à dire prise de contrôle - se passent réellement à ce prix. Pour le statisticien, cette référence est satisfaisante.

³ : il faut certes nuancer en précisant qu'il y a quelque sociétés individuelles cotées parmi le millier de groupes français cotés sur la place de Paris, mais leur poids économique relatif est négligeable.

⁴ : la description donnée ici est très schématique, et omet beaucoup de traitements très précis effectués par les services en charge de la consolidation au sein des groupes. Toutefois, l'ampleur des retraitements est en général faible à l'échelle de précision avec laquelle travaille le statisticien.

Pour le bilan, le principe est le même, à savoir qu'il faut éliminer les engagements et les créances intra-groupe. De plus, un traitement particulier est réalisé pour rendre compte de la différence de valorisation possible de certaines opérations dans la comptabilité de la mère d'une part et dans la comptabilité de la fille d'autre part, en particulier en ce qui concerne le poste " participations ". Un exemple illustrera simplement la question : considérons le cas d'une société mère possédant 100% d'une société fille - ce sont les seules immobilisations constituant des participations. La société fille n'a pas de participations.

On écrit les bilans sous forme simplifiée :

IM (immobilisations hors participations)	FP (fonds propres)
P (participations)	D(dettes)
C (créances)	

On indice par m (resp. f) les postes des comptes de la société mère (resp. fille)

Si on dénote par E au choix les créances ou les dettes, on peut décomposer ces montants en opérations extra-groupe ($m\backslash f$ ou $f\backslash m$) et en opérations intra-groupe (mf et fm).

D'une façon générale, on a :

$$E_m = E_{m\backslash f} + E_{mf} \text{ et } E_f = E_{m\backslash f} + E_{fm} \text{ donc } E_m + E_f = E_{m\backslash f} + E_{m\backslash f} + E_{mf} + E_{fm}$$

Les créances intra-groupe de l'une étant les dettes intra-groupe de l'autre, on a : $D_{mf} = C_{fm}$ et $C_{mf} = D_{fm}$

Une opération en particulier est en général enregistrée avec des montants différents dans les comptabilités de la mère et de la fille, il s'agit de la participation représentant la détention de la filiale. Dans la comptabilité de la fille, la valeur nette se limite aux fonds propres, enregistrés au coût historique. Dans la comptabilité de la mère, la valeur nette correspond au montant effectivement payé, qui peut différer des fonds propres d'un montant que nous appellerons ici écart d'acquisition ou survaleur (noté SV) - pour une description plus précise, voir Milot JP (2004).

On a donc par définition $P_m = FP_f + SV_f$

En utilisant l'égalité fondamentale actif-passif des comptes de la fille, on obtient :

$$FP_f = IM_f + C_f - D_f$$

Le compte de la mère devient :

IM_m	FP_m
$IM_f + C_f - D_f + SV_f$	D_m
C_m	

En regroupant dans chacun des postes, on obtient :

$IM_m + IM_f$	FP_m
SV_f	$D_m + D_f$
$C_m + C_f$	

En supprimant les doubles comptes liés aux dettes et créances intra-groupe, on obtient :

$IM_m + IM_f$	FP_m
SV_f	$D_{m\setminus f} + D_{m\setminus f}$
$C_{m\setminus f} + C_{m\setminus f}$	

On voit alors apparaître au bilan un nouveau poste, la survaleur... Il s'agit en fait d'une estimation intermédiaire, car les services comptables procèdent ensuite à une revalorisation des actifs (notamment des immobilisations corporelles et incorporelles) qui tendent à diminuer la survaleur.

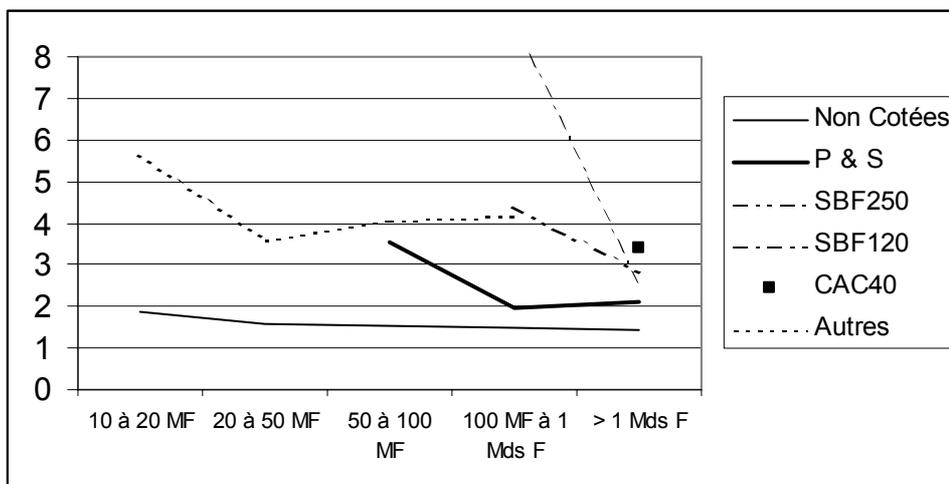
2.2 : Comment le statisticien peut-il traiter cette survaleur ?

La question qui se pose est de savoir s'il s'agit d'un actif productif ou d'une autre nature. C'est un sujet fort débattu, qu'il serait sans doute vain de vouloir traiter ici de façon consensuelle. Quelques éléments pour éclairer le débat :

- c'est un poste qui correspond à un reliquat, un écart entre la valeur de marché au moment de l'acquisition et la valeur comptable après revalorisation des actifs (phase non décrite plus haut dans la présentation très simplifiée de la consolidation).
- c'est un poste qui est par essence non objectivable, puisque s'il existait des actifs méconnus, ils pourraient/devraient en être retirés pour figurer en immobilisations incorporelles
- ce poste incorpore un écart entre le coût nécessaire pour démarrer à partir de zéro une entreprise semblable à celle qui a été acquise. C'est en quelque sorte la différence entre le tout et la somme des parties ; c'est à dire que l'entreprise est une entité sociale qui fonctionne et qui a la capacité de produire des résultats, et qui ne se réduit pas à une suite d'éléments de production (y compris des éléments immatériels comme les brevets, les marques, etc...) et d'engagements financiers dont rend compte la comptabilité. Cela rendrait compte des aspects organisationnels des entreprises, dont les bénéfices seraient d'une certaine durabilité pour l'entreprise, sans pouvoir être quantifiés ni peut-être même identifiés directement. Mais ce poste, parce qu'il est calculé par différence avec la valeur de marché, incorpore fortement les anticipations du marché actions sur plusieurs éléments (taux d'actualisation, développement futur, rentabilité, etc...). Ces dernières années ont montré combien certaines des estimations de marché pouvaient être instables, et combien ces estimations de survaleur sont fragiles.

Il faut aussi constater que cette survaleur n'est pas une création de la comptabilité consolidée, et qu'elle n'est pas non plus liée à l'existence de groupes d'entreprises. Il suffit de comparer la valeur de marché et la valeur comptable de toute société pour constater que ces valeurs sont en général différentes. On trouve par exemple dans Picart (2003a) le graphique suivant, qui étudie le graphique du ratio de ces valeurs (appelé Price to Book, PtB), et qui montre des valeurs différentes de -en particulier supérieures à- 1:

PtB en 1999 (en ordonnée) par tranche de taille (fonds propres) et type de société



Légende : “ P&S ” : sociétés des premier et second marchés, “ Autres ” : sociétés cotées hors premier et second marchés

Il est à noter également que la consolidation ne change rien à cette réalité, puisque si l’on calcule le PtB sur les comptes consolidés de 378 parmi les plus grands groupes cotés français, on trouve dans Picart (2002a) :

Ratio	1 er Quartile	Mediane	3ème Quartile
Capitalisation/ Fonds propres (comptes sociaux)	1.08	1.74	2.95
Capitalisation/ Fonds propres-part du groupe (comptes consolidés)	1.07	1.71	2.64

On retrouve ici des éléments du débat entre la rentabilité ex ante qui se fonde sur une anticipation des revenus futurs conduisant à une valeur de marché, et la rentabilité ex post qui se fonde sur le capital réellement investi par l’entreprise et que l’on retrouve dans la comptabilité (Picart, 2004).

Un autre regard peut également être posé : les comptes d’entreprises dans les normes comptables actuelles relatent la distribution des ressources et l’évaluation des patrimoines au prix effectif des transactions. L’estimation d’une valeur de marché inclut un élément notionnel de plus-value⁵ non réalisée (puisque cette valeur, même si une transaction a lieu à ce prix, ne prendra son sens que si les revenus anticipés- sur lesquels repose l’estimation de la valeur de marché - se réalisent à l’avenir).

2.3 : périmètre de groupe et territoire de référence :

La limitation des préoccupations du statisticien au territoire national pose un problème important : comment inférer de cette valeur de marché globale et des comptes consolidés

⁵ : puisque en général la valeur de marché est supérieure à la valeur comptable.

correspondants une valeur qui ne recouvre que la partie du groupe d'entreprises restée en France⁶.

Pour bien situer les enjeux, il est utile de citer quelques ordres de grandeur de l'importance économique des groupes (dans le secteur non agricole non financier), et en particulier des groupes cotés.

	Nombre en milliers	Effectif salarié en millions	Effectif salarié en %
Groupes d'entreprises	28	8.3	59
dont :			
-Soumis à consolidation :	5	7.5	53
-dont coté :	1	3.2	23
- groupes sans filiale ni mère étrangère	19	1.6	11
- sous contrôle étranger	6	2.2	16
- contrôlés par l'Etat	0	1.0	7
Entreprises indépendantes	≈2000	5.7	41

Source : LIFI-Diane, SUSE

De plus, on estime que les groupes français emploient 3.8 millions de salariés à l'étranger.

Pour l'analyse de la dynamique des entreprises à partir de données individuelles, rien ne s'oppose à travailler sur un périmètre monde entier, quitte à recentrer ensuite l'analyse sur le territoire français. Par exemple, on peut citer l'étude sur l'endettement de C.Picart (2003b) et l'analyse de l'internationalisation des groupes du CAC40 de L.Dervieux (2003).

Pour les statistiques macroéconomiques, notamment celles destinées à s'intégrer dans les sources de la Comptabilité Nationale, la référence reste le territoire national⁷. Il faut donc se limiter à conserver des participations dans des sociétés étrangères. Se pose alors le problème de la valorisation. Le montant auquel sont enregistrées ces participations est un prix de marché au moment de la première consolidation incorporant l'acquisition, mais historique pour les comptes ultérieurs. Il peut donc nécessiter une actualisation. Il faut noter que les revenus que l'on peut mettre en regard des participations étrangères doivent être enregistrés en balance des paiements, de même les bénéfices réinvestis doivent faire l'objet d'estimation dans le cadre de l'établissement des statistiques d'investissement direct. Un rapprochement des différentes sources serait donc probablement très utile.

En l'absence d'information directe, on peut envisager d'employer un modèle de valorisation. L'enquête sur les Liaisons Financières (LIFI) fournit des éléments précis sur ces participations en répertoriant les sociétés dans lesquelles ces participations sont prises, et pourrait fournir des informations utiles à l'élaboration d'un tel modèle.

⁶ : les normes comptables prévoient que les comptes consolidés devraient donner des ventilations par activité et par zone géographique. Mais elles prévoient aussi que si l'information à publier est stratégique pour la société, elle peut ne pas être publiée. En pratique, fort peu d'information comptable est donnée selon ces ventilations.

⁷ : on peut toutefois noter qu'établir des comptes de patrimoine-fondés sur la notion fondamentale de propriété - en limitant simultanément cette propriété au territoire géographique national représente une limite sérieuse à une époque de globalisation de l'activité économique. On peut citer les travaux du BEA pour analyser les échanges de type "balance des paiements" en prenant comme concept de référence le transfert de propriété et non plus l'entrée sur le territoire national. Voir Whichard, 1995.

2-La société comme unité statistique - les comptes sociaux :

Si on retient la société comme unité statistique de référence comme c'est le cas actuellement, il faut donc traiter directement la question de la valorisation des entreprises.

On constate que les sources statistiques directes sur les valeurs de marché des entreprises manquent. Les sources de type fiscal (impôts liés à la vente, droits de succession) ne sont pas accessibles en pratique. On a montré ci-dessus combien la valorisation boursière reflète une valorisation du groupe et non de la seule société cotée. Procéder à une évaluation société par société au niveau de statistiques agrégées de bilans (ou de comptes de patrimoine en comptabilité nationale) peut conduire à de nombreux double-comptes et biais si on ne prend pas un certain nombre de précautions. Et ces doubles-comptes engendrent à leur tour des problèmes de comparabilité spatiale (comparaisons entre pays par exemple) ou temporelles, si le niveau de ces doubles-comptes varie. Pour en savoir plus, on se reportera au rapport du CGP (2002).

On peut schématiser ainsi la situation de l'agrégation des bilans de sociétés : on ne considère que les postes " participations " et " fonds propres ", et on ventile les montants en sous-totaux selon les catégories qui interviennent dans les prises de participation. Pour simplifier, on ne considère ici que des participations à 100%.

On note P les participations, FP les fonds propres, et on suffixe les postes par i,j, avec i valant respectivement c/nc/e/hg pour désigner les ensembles " groupes cotés "/ " groupes non cotés "/ " groupes étrangers "/ " entreprises hors groupe " et j le rang⁸ dans l'arborescence du groupe en France (le dernier rang est noté conventionnellement r).

	Actif (participations)	Passif (fonds propres)
Sociétés cotées françaises	$P_{c,0}$	$FP_{c,0}$
Filiales françaises de sociétés cotées de rang 1	$P_{c,1}$	$FP_{c,1}$
Filiales françaises de sociétés cotées de rang 2	$P_{c,2}$	$FP_{c,2}$
Etc...	$P_{c,r}$	$FP_{c,r}$
Sociétés françaises sous contrôle étranger	$P_{e,0}$	$FP_{e,0}$
Filiales de sociétés françaises sous contrôle étranger de rang 1	$P_{e,1}$	$FP_{e,1}$
Filiales de sociétés françaises sous contrôle étranger de rang 2	$P_{e,2}$	$FP_{e,2}$
Etc...	$P_{e,r}$	$FP_{e,r}$
Têtes de groupes français non cotés	$P_{nc,0}$	$FP_{nc,0}$
Filiales françaises de sociétés non cotées de rang 1	$P_{nc,1}$	$FP_{nc,1}$

⁸ : le rang est défini ainsi : pour une filiale directe de la mère, il vaut 1, pour une filiale directe de filiale directe il vaut 2, etc...

	Actif (participations)	Passif (fonds propres)
Filiales françaises de sociétés non cotées de rang 2	$P_{nc,2}$	$FP_{nc,2}$
...	$P_{nc,r}$	$FP_{nc,r}$
Sociétés hors groupes	$P_{hg,0}$	$FP_{hg,0}$

On peut poser $P_{i,j}=FP_{i,j+1} + SV_{i,j+1}$, avec $SV_{i,j+1}$ qui représente la différence de valeur (agrégée) entre la valeur de marché (au moment de la prise de participation) et la valeur comptable pour la catégorie $i,j+1$. Formellement, ce montant est homogène à une survaleur de consolidation (aux réévaluations des actifs près).

Techniquement, pour toute la partie supérieure du tableau relative aux groupes, on devrait donc netter les fonds propres pour les filiales. En effet, rappelons que le groupe d'entreprises est bien l'unité pertinente pour le marché, et que la stratégie, la concentration, la performance s'analysent à ce niveau, avec il est vrai également la possibilité de distinguer des sous-groupes quand l'information économique est disponible à ce niveau (dans le cas rare où un même groupe est coté à différents niveaux - exemple : Vivendi Universal et Vivendi Environnement, il y a quelques mois). Pour les prises de participation majoritaires mais non totales, il faudrait appliquer un principe de proportionnalité et donc conserver dans l'agrégat des fonds propres la partie détenue par les actionnaires minoritaires. En ce qui concerne les participations minoritaires des groupes⁹, le problème est sans doute différent : il ne serait pas pertinent de ne pas conserver les participations dans l'agrégat à l'actif et les fonds propres dans l'agrégat au passif.

Signalons également qu'il est important de netter ces comptes pour permettre une comparaison internationale des structures de bilan, de façon à ne pas dépendre crucialement de la structure des entreprises en groupes dans l'appréciation de la part relative des fonds propres et des dettes par exemple.

On ne conserverait ainsi à l'actif que les participations dans les filiales étrangères ainsi que la somme des "survaleurs" et que les fonds propres des maisons mères à l'actif.

Cette analyse pourrait permettre une démarche d'évaluation plus directe de la "valeur nette" telle que la définissent les comptes nationaux, sous réserve de déduire une estimation des survaleurs des filiales françaises à partir de la connaissance des goodwill figurant dans les comptes consolidés. Cette méthode ne serait sans doute pas d'une très grande précision. Mais elle permettrait peut-être d'avancer dans l'identification des difficultés mentionnées par Millot (2004) au sujet de l'évaluation actuelle de la valeur nette dégagée dans les comptes nationaux de patrimoine qui paraît (en niveau) très peu compatible avec les goodwills observés dans les comptes consolidés¹⁰ des groupes.

Remarque : cette analyse s'applique également aux autres postes du bilan (créances et dettes), et permettrait d'éliminer les flux intra-groupe s'ils sont connus. Certains figurent dans la liasse fiscale.

⁹ : c'est la même chose pour les participations minoritaires des entreprises hors groupes.

¹⁰ : cette idée a été suggérée par M.Debonneuil et G.Bentoglio à l'occasion de la rédaction du rapport du CGP (2002) consacré aux comptes consolidés. L'auteur conserve l'entière responsabilité de sa présentation et des possibles erreurs.

En ce qui concerne les sociétés hors groupes, la détermination de valeur de marché peut être faite en utilisant, dans le cas français, la source LIFI, qui fournit pour chaque filiale, la valeur pour laquelle elle figure dans les participations, et donc la valeur de marché à laquelle elle a été acquise. En utilisant habilement ces informations et celles des comptes sociaux, on peut, sous réserve de considérer ces filiales comme un échantillon représentatif d'une certaine tranche de taille d'entreprises, estimer un modèle de valorisation des entreprises. On peut même en déduire une estimation de la prime de liquidité des sociétés cotées.

Une méthode consiste à étudier de modèles alternatifs de valorisation de l'entreprise à l'aide de données comptables, et d'utiliser le modèle choisi en projection pour estimer les valeurs de marché non connues à l'aide des données comptables connues par ailleurs. Une prime de liquidité pour les sociétés cotées a pu être estimée. Pour en savoir plus, on se reportera à Picart (2003a).

Il faut toutefois signaler que pour les très petites entreprises, le problème n'est pas résolu.

4- Une vision d'ensemble du problème statistique :

La difficulté de produire des statistiques fiables sur la valeur des entreprises peut être restituée dans le cadre de référence général de la qualité statistique (Depoutot, 1998). Rappelons brièvement que toute statistique est le résultat de la combinaison des composantes suivantes :

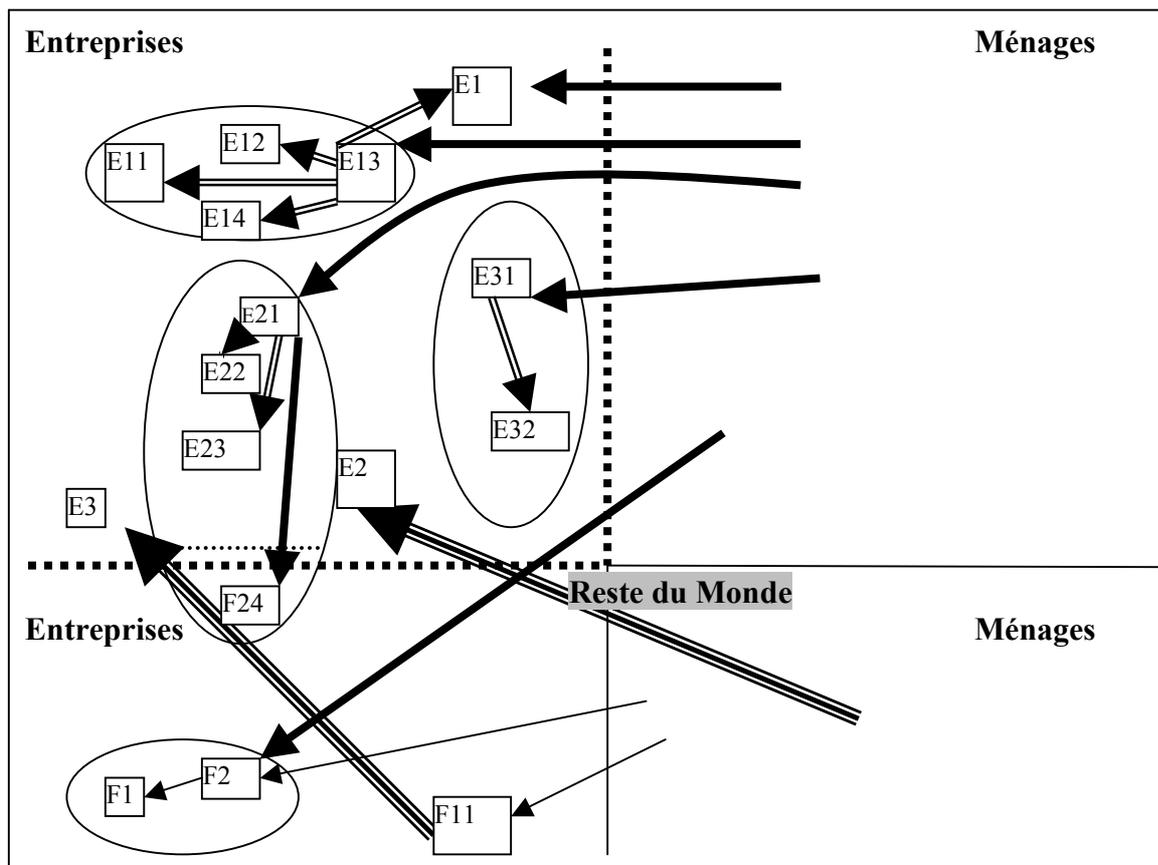
- 1- un concept ./ une caractéristique à mesurer (ici la valeur de marché)
- 2- un choix des unités statistiques (sociétés ? groupes d'entreprises ?)
- 3- une population de référence (les sociétés et quasi-sociétés non financières) présentes sur le territoire français
- 4- une période de référence (l'année civile)
- 5- une méthode de mesure (échantillonnage, collecte, etc...)
- 6- le choix d'un résumé statistique (somme, moyenne, quartile, indice de Gini, etc...)
- 7- des méta-données (un nom, une définition, etc...).

Le thème du concept de valeur de marché et des difficultés correspondantes est traité par d'autres contributeurs au colloque.

La question de la mesure interpelle les statisticiens. Une voie d'amélioration possible serait envisageable à moyen terme, en se rapprochant de la Direction Générale des Impôts, si la demande sociale en la matière est suffisamment forte.

En ce qui concerne le choix des unités statistiques, le sujet a été abordé plus haut.

En ce qui concerne le *résumé statistique* (n°6 ci-dessus), il peut sembler utile d'illustrer graphiquement le sujet. Si on représente par des flèches les liens de propriété de parts du capital social dans une société, on peut représenter ainsi la réalité des liens dans l'économie. On représente les groupes par des ellipses et les sociétés par des rectangles.



Si on considère que les statistiques doivent représenter les liens de propriété entre les catégories que sont les entreprises d'une part et les ménages d'autre part, en différenciant ce qui se passe entre le territoire national France et le reste du monde, alors ce qui nous intéresse est l'ensemble des flèches qui traversent les pointillés en gras, les flèches au sein des quadrants n'étant pas les objets d'intérêt. Par contre les objets détenus sont cette fois clairement les groupes ou les sous-groupes limités par le territoire national. On constate aussi que les participations étrangères doivent être traitées différemment.

La description des liens de propriété au sein des cadrants relève d'une autre préoccupation (analyse de concentration financière par exemple).

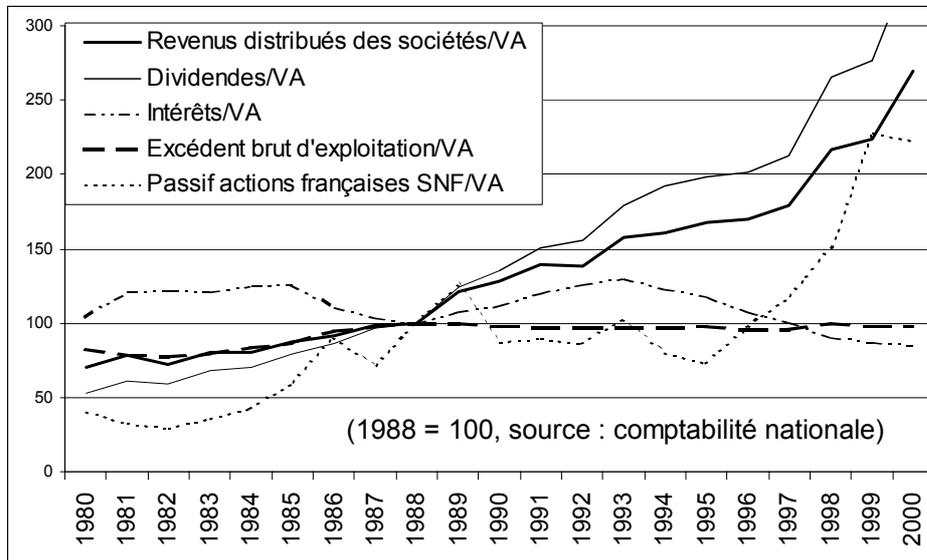
On retrouve bien notre lecture précédente des doubles-comptes, et de la nécessité de les éliminer.

Ce constat a son pendant en matière de revenu de la propriété des entreprises. Si on analyse les flux de dividendes (Picart, 2002b) on constate deux choses :

- 1- en évolution temporelle, l'analyse des évolutions est fortement perturbée si on n'élimine pas les flux intra-groupes
- 2- l'ampleur des flux intra-secteur institutionnel perturbe même l'image instantanée des différents secteurs institutionnels.

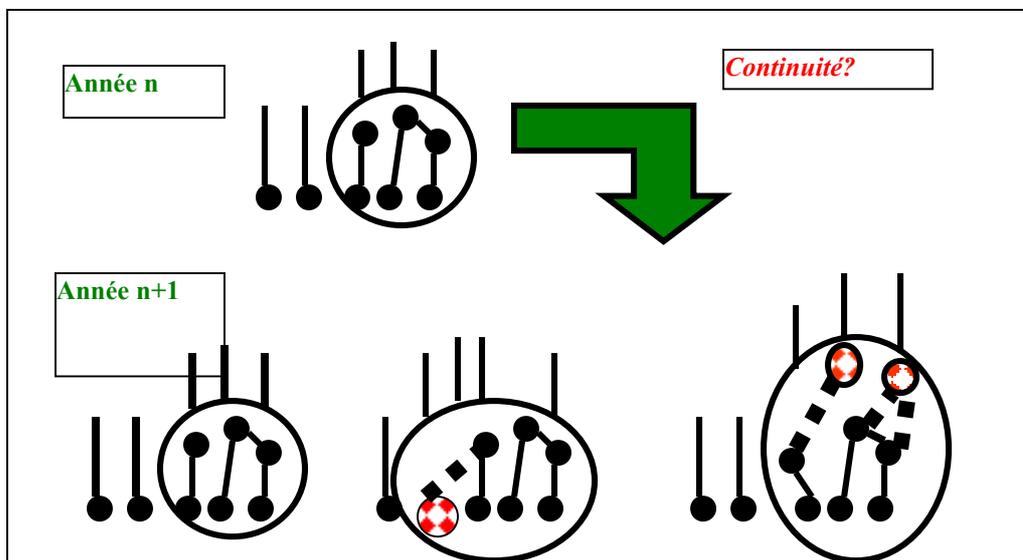
L'évolution temporelle des dividendes :

On a représenté dans le graphique ci-dessus l'évolution des indices de différentes séries pour comparer à l'évolution des dividendes (courbe supérieure). Une étude détaillée permet de montrer que cette évolution est principalement due à l'évolution des dividendes intra-groupes,



et que le diagnostic d'augmentation de la part des dividendes distribués est à relativiser fortement.

On peut considérer la dynamique des groupes au sein de la population des sociétés selon le schéma suivant :



On a présenté ci-dessus trois cas successifs , de gauche à droite:

- continuation à l'identique
- absorption d'une entreprise existante dans le périmètre du groupe
- création par le groupe de deux nouvelles sociétés.

Précisément, on trouve après analyse de l'impact démographique des groupes la décomposition suivante de l'évolution des dividendes :

Croissance de 1991 à 1999 des dividendes en milliards de F: +198

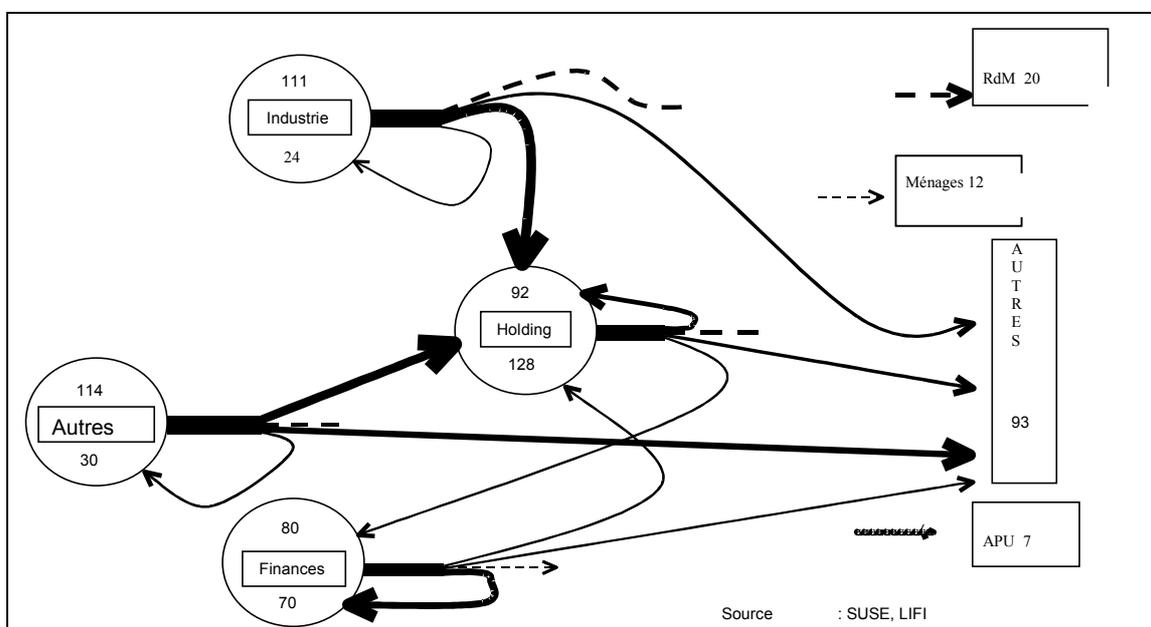
Elle se décompose en :

Dividendes hors groupes	20
Excédent brut d'exploitation	29
Rémunération actionnaires finaux	24
Extension de la part des groupes	50
Modifications intragroupes	75

Par analogie, on est en droit de supposer que l'évolution temporelle des fonds propres a pu être affectée par ces mêmes phénomènes.

En ce qui concerne la vision statique :

On constate que les flux au sein du secteur institutionnel des sociétés non-financières sont plus importants qu'entre les secteurs.



Légende : on a indiqué dans les cercles en haut les dividendes versés, en bas les dividendes reçus.

5- Conclusion :

L'évaluation statistique agrégée des valeurs de marché des entreprises reste une opération très délicate. Elle pourrait sans doute progresser nettement en éliminant les doubles-comptes, et en traitant d'une façon plus générale les groupes d'entreprises comme l'unité statistique de référence pour l'élaboration des statistiques relatives aux flux financiers et aux évaluations patrimoniales. La possibilité d'évaluation directe de la valeur nette mérite d'être investiguée plus en profondeur pour s'assurer de la cohérence entre la vision agrégée fournie par les agrégats à l'échelle de la nation, et le constat fait sur au niveau méso-économique des grands groupes d'entreprises.

Bibliographie

Ceddaha Franck (2004), “ L’évaluation des entreprises, crise des méthodes ou méthodes de crise ”, colloque ACN 2004

Communauté Européenne (1993), “ Règlement 696/93 du Conseil relatif aux unités statistiques d’observation et d’analyse du système productif dans la Communauté ”, JOCE L76/1 du 30.3.1993.

Commissariat Général du Plan (2002), “ L’appareil statistique français face aux groupes d’entreprises ”, Novembre 2002.

Depoutot, Raoul (1998), Overview of quality issues when dealing with statistics in an international environment”, XXXème colloque de l’ASU, Rennes.

Dervieux Lise (2003), “ L’accélération de l’internationalisation des grands groupes français entre 1997 et 2002 ”, Economie et Statistique n°366, INSEE

INSEE (2003), “ Images Economiques des entreprises et des groupes au 1 Janvier 2002 ”, INSEE Résultats Economie n°13

Milot Jean-Paul (2004), “ Méthodes comptables, valeur de l’entreprise et actifs incorporels ”, colloque ACN 2004

Picart Claude, (2002a), “ Evaluation des actions non cotées ”, document de travail E2002/13, www.insee.fr

Picart Claude (2002b), « Evaluation des flux de dividendes », document interne pour le séminaire Recherche INSEE

Picart Claude, (2003a), “ L’estimation d’une valeur de marché des actions non cotées ”, Economie et Statistique n°366, INSEE.

Picart Claude (2003b), Endettement et internationalisation des groupes, INSEE PREMIERE n°890

Picart Claude, (2004), “ Concepts et mesures de la rentabilité des entreprises ”, colloque ACN 2004

Vanoli André (2004), “ La comptabilité nationale face aux transformations de la finance et de la comptabilité ”, colloque ACN 2004

Whichard, Obie G. and Lowe, Jeffrey H. (1995) "An Ownership-Based Disaggregation of the U.S. Current Account", Survey of Current Business 75 (October 1995): pages 52-61.