

LE GRAND DÉCROCHAGE

Comment les entreprises géantes déforment la Bourse

La Bourse a radicalement transformé notre économie. A partir des données de la base GEF/IFGE, ce cahier montre que *sur la période 1992-2010, elle a essentiellement profité à une soixantaine d'entreprises qui, en absorbant le capital disponible, sont devenues des sociétés géantes.* L'économie de marchés financiers a encouragé la concentration économique et accru la taille de certaines entreprises dans des proportions inédites. On assiste à un décrochage croissant entre ces entreprises géantes et les autres. Cela crée aussi une illusion d'optique car les entreprises géantes déforment les analyses que l'on peut tirer des évolutions boursières. C'est ce que nous appelons *l'effet Gulliver.*

sous la direction de

Pierre-Yves Gomez & Zied Guedri

Cahiers «Preuves à l'appui» en partenariat avec

Institut de recherche
MiddleNext

PREUVES À L'APPUI

LA BASE GEF/IFGE[©]

Les analyses de cette note se fondent sur la base de données GEF/IFGE[©].

GEF (Gouvernement des Entreprises en France) comprend 783 entreprises cotées différentes qui, soit ont été introduites au SBF 250 entre 1992 et 2011, soit ont été introduites en bourse durant cette période. La population constitue ainsi un panel représentatif composé de 2/3 d'entreprises moyennes et petites et d'1/3 de grandes entreprises.

Pour toutes ces entreprises, GEF rassemble des données exhaustives pour la période 1992-2011, soit plusieurs dizaines de milliers d'informations :

- Données économiques (activités, ventes, effectifs, internationalisation, Recherche & Développement, investissements...)
- Données financières (bilans, résultats, performances, structure de financements...)
- Données de gouvernance (actionnariat, direction, administrateurs...)
- Données stratégiques (type de manœuvres stratégiques, organisation interne, filiales...).

Ce cahier utilise la partie de la base qui ne prend en compte que les entreprises non financières (exclusion faite des entreprises des secteurs de l'assurance, de l'immobilier, de la banque et des services financiers), soit 664 entreprises. Un prochain cahier décrira l'évolution des entreprises *financières* depuis 1992.

LE GRAND DÉCROCHAGE

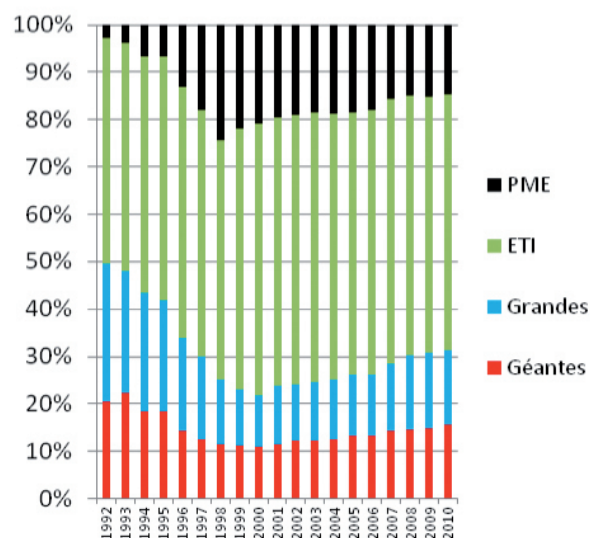
COMMENT LES ENTREPRISES GÉANTES DÉFORMENT LA BOURSE

DÉMONTRER

Evolution démographique des entreprises non financières cotées entre 1992 et 2010

La répartition des entreprises entre les quatre grandes catégories est donnée dans le graphique 1.

Graphique 1. Part de chaque catégorie d'entreprise dans la base GEF (en nombre)



De manière constante, les ETI (Entreprises de Taille Intermédiaire, voir l'encadré ci-après), **représentent près de la moitié de la base GEF**, les trois autres catégories (géantes, grandes et PME) autour de 15% chacune. Entre 1992 et 2010, le pourcentage des géantes de l'échantillon

a diminué du fait du nombre plus important de petites et moyennes entreprises introduites en bourse ou intégrées dans le SBF250. En revanche, le **nombre** des entreprises géantes est passé de 37 à 58. Celui des grandes entreprises est stable (de 52 à 59), celui des ETI est passé de 86 à 203 et celui des PME de 5 à 55. La base GEF s'est accrue donc aux deux extrémités : géantes d'une part, ETI et PME de l'autre (tableau 1). Il y a plus d'entreprises, le nombre **de géantes a augmenté, mais leur proportion est stable**, ce qui est important pour les analyses qui suivent.

Tableau 1. Nombre d'entreprises par catégorie

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME	total
1992	37	52	86	5	180
1993	42	49	91	7	189
1994	41	56	111	15	223
1995	44	56	123	16	239
1996	40	55	149	37	281
1997	41	57	171	59	328
1998	49	58	214	104	425
1999	51	54	253	100	458
2000	55	55	289	105	504
2001	57	61	279	96	493
2002	58	56	269	90	473
2003	55	55	253	82	445
2004	54	54	241	81	430
2005	56	55	235	79	425
2006	56	55	236	76	423
2007	59	59	230	65	413
2008	57	61	215	58	391
2009	57	61	206	58	382
2010	58	59	203	55	375

DEFINITION : le décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008 distingue outre les microentreprises, trois catégories d'entreprises :

- Les petites et moyennes entreprises (**PME**) : **moins de 250** personnes et ayant soit un chiffre d'affaires annuel inférieur à **50 millions** d'euros soit un total de bilan n'excédant pas **43 millions** d'euros.
- Les entreprises de taille intermédiaire (**ETI**) : **moins de 5 000** salariés et ayant soit un chiffre d'affaires annuel inférieur à **1,5 milliard** d'euros soit un total de bilan n'excédant pas **2 milliards** d'euros.
- Les **grandes entreprises** : **plus de 5 000** salariés ou un chiffre d'affaires supérieur à **1,5 milliard** d'euros, ou un bilan supérieur à **2 milliards** d'euros.
- La base GEF/IFGE® isole une catégorie supplémentaire, les **entreprises géantes**, qui emploient **plus de 25 000** salariés, ou ont, soit un chiffre d'affaires supérieur à **7,5 milliards** d'euros soit un total de bilan supérieur à **10 milliards** d'euros.

Tableau 2. Répartition du chiffre d'affaires moyen selon le type d'entreprise (en million € base 2010)

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME
1992	11 989	2 007	488	39
1993	11 254	1 822	400	32
1994	12 593	1 997	382	29
1995	12 734	2 062	392	27
1996	13 892	1 985	355	24
1997	15 736	1 918	331	23
1998	15 108	1 981	291	23
1999	16 640	2 081	270	24
2000	22 215	2 051	274	23
2001	23 046	2 013	255	23
2002	22 446	2 055	268	21
2003	21 674	1 960	273	20
2004	22 228	1 935	299	21
2005	23 085	1 976	305	20
2006	24 740	1 990	335	23
2007	25 220	2 015	351	20
2008	27 539	2 106	349	18
2009	21 930	1 788	322	17
2010	23 579	1912	354	17

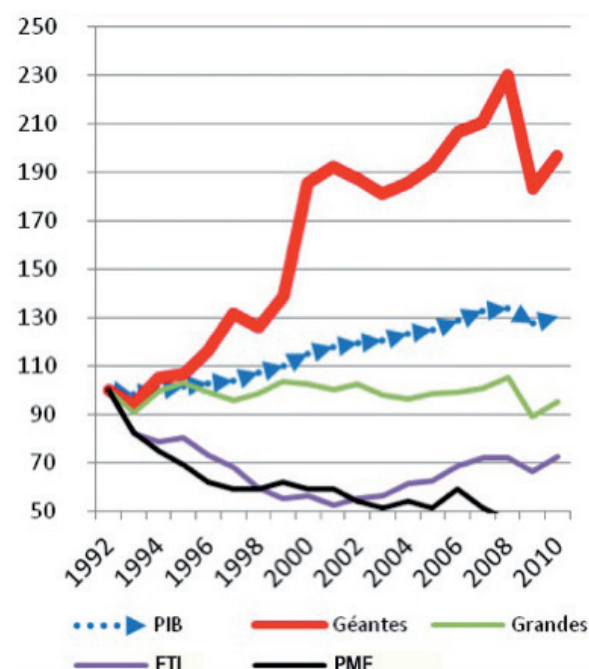
Si l'on compare la croissance moyenne par catégorie à celle de l'économie française (PIB en euros constant 2010), on peut obtenir une approximation de la dynamique économique qu'a connue chaque catégorie (graphique 2).

Poids des entreprises géantes

L'évolution économique des entreprises cotées entre 1992 et 2010 est **très fortement asymétrique** au bénéfice des géantes comme le montre le tableau 2.

Le chiffre d'affaires moyen d'une entreprise géante a été **multiplié par deux** entre 1992 et 2010 passant d'un peu moins de 12 milliards d'euros à plus de 23 milliards. Dans le même temps, le chiffre d'affaires moyen est resté stable pour les grandes entreprises, autour des 2 milliards d'euros. Il a diminué pour les autres catégories du fait de l'entrée d'entreprises plus petites qui a diminué la valeur moyenne du chiffre d'affaires des ETI et des PME. Ce phénomène a encore creusé l'écart avec les géantes. On voit ainsi qu'en 2010, la Bourse est composée de plus d'entreprises cotées mais dont la taille individuelle moyenne est plus petite, sauf pour les géantes **dont la taille moyenne a doublé**.

Graphique 2. Evolution comparée du PIB et du CA moyen par catégorie d'entreprises. Indice 100 1992 en euros constants

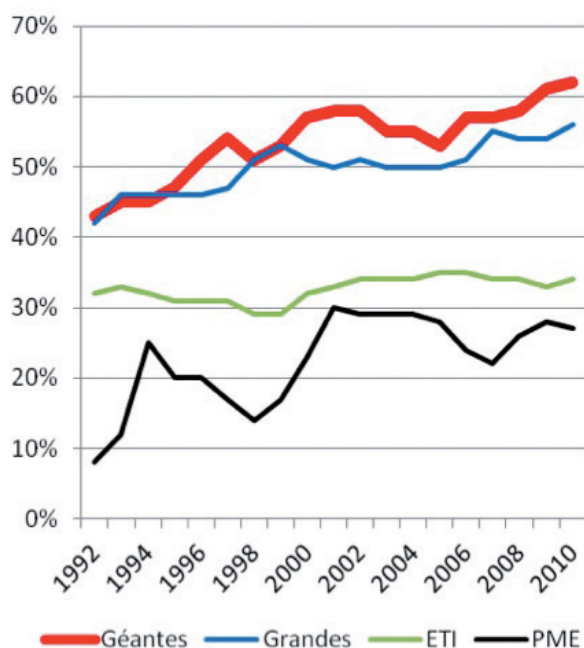


Les géantes représentent la seule catégorie dont la croissance **du chiffre d'affaires moyen (CA) est nettement supérieure au PIB**. Cela met en évidence la forte concentration économique qu'elles opèrent. En effet, bien que plus nombreuses, elles doublent leur chiffre d'affaires entre 1992 et 2010 alors que le PIB n'augmente que de **30% durant la période**.

Chiffre d'affaires international

On pourrait expliquer cette concentration par le chiffre d'affaires dégagé à l'étranger qui serait plus important pour les entreprises géantes que pour les autres. Or il n'en est rien. Le graphique 3 montre que la part moyenne de ventes à l'étranger s'accroît de 44% entre 1992 et 2010 pour les géantes mais celui des grandes entreprises augmente aussi de 33% et celui des PME bondit de 237%. Seules les ETI ont une moyenne stable de CA à l'étranger (+6%).

Graphique 3. Chiffre d'affaires moyen réalisé à l'étranger moyen selon le type d'entreprise (en % du CA total)



Le fort accroissement de la taille des entreprises géantes n'est donc pas dû à la seule croissance internationale mais aussi à la concentration économique au sein de l'appareil productif français.

Effectifs

L'évolution des effectifs moyens confirme la puissance des entreprises géantes dans la base GEF (tableau 3).

Alors que leurs effectifs moyens étaient de 63 348 salariés en 1992 ils sont passés à 106 676 salariés en 2010 **soit une croissance de 68%**. Toutes les autres catégories ont des effectifs moyens plus faibles en 2010 par rapport à 1992 : respectivement -5% pour les grandes, -13% pour les ETI et -11% pour les PME. En effet, des entreprises plus petites ont été introduites en Bourse alors qu'à l'autre extrémité, les géantes gagnaient du poids.

Tableau 3. Effectif moyen

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME
1992	63 348	11 938	1 839	111
1993	61 282	11 218	1 825	106
1994	66 701	11 703	1 823	130
1995	69 374	11 974	1 826	127
1996	70 112	11 694	1 697	108
1997	78 188	11 288	1 535	110
1998	79 922	11 354	1 327	117
1999	86 358	10 867	1 247	116
2000	92 886	11 363	1 236	115
2001	95 281	10 644	1 229	121
2002	95 918	10 855	1 301	112
2003	92 732	10 780	1 346	123
2004	95 289	10 593	1 400	119
2005	100 032	10 710	1 436	113
2006	104 993	11 130	1 473	115
2007	103 931	11 192	1 424	101
2008	111 964	11 549	1 449	106
2009	107 368	11 474	1 443	101
2010	106 676	11 352	1 599	99

Financement des entreprises cotées

La taille des bilans des entreprises géantes montre bien l'énorme **concentration des moyens économiques** (tableau 4).

Tableau 4. Total bilan moyen (en million €)
(en euros constant 2010)

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME
1992	14 215	2 056	542	126
1993	13 637	1 966	453	110
1994	15 058	2 208	433	43
1995	14 813	2 178	427	36
1996	16 595	1 979	401	27
1997	18 880	1 934	358	25
1998	17 844	2 043	304	24
1999	22 536	2 194	303	23
2000	28 967	2 333	307	28
2001	29 681	2 342	266	33
2002	26 396	2 251	260	28
2003	25 638	2 118	262	28
2004	25 949	2 024	346	23
2005	32 270	2 392	408	26
2006	34 159	2 291	453	36
2007	33 673	2 357	507	31
2008	36 125	2 488	518	28
2009	34 443	2 236	521	23
2010	35 977	2 406	568	26

Entre 1992 et 2010, **le bilan moyen des géantes a été augmenté de 153%** lorsque celui des grandes entreprises n'a crû que de 17% et celui des ETI de 4,8%. Le bilan moyen des PME cotées a diminué de 79%. On retrouve ici l'effet de l'introduction en Bourse de davantage de PME plus petites ce qui représente mieux la structure économique du pays mais souligne aussi le gonflement des géantes. De manière spectaculaire, le bilan des géantes pesait en moyenne **7 fois celui des grandes entreprises** en 1992. Il en pèse 15 fois en 2010.

En 20 ans, **les capitaux propres moyens ont augmenté de 265% pour les géantes**, de 63% pour les grandes, de 5% pour les ETI et diminué de 77% pour les PME (tableau 5).

L'écart s'est aussi creusé : les capitaux propres des géantes représentent **12 fois ceux des grandes entreprises en 2010 contre 5 en 1992**. Le financement boursier a permis de consolider le capital des entreprises de manière plus que proportionnelle pour les géantes.

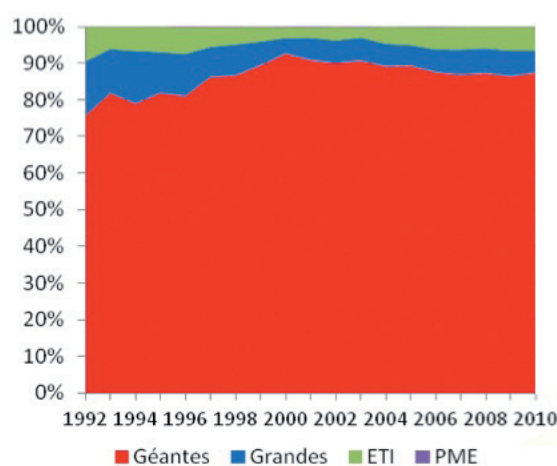
Tableau 5. Capitaux propres moyens selon le type d'entreprise (en million €)

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME
1992	2 970	578	181	63
1993	3 058	570	148	62
1994	3 397	717	150	26
1995	3 454	663	152	20
1996	4 065	572	161	14
1997	4 856	597	142	12
1998	4 584	639	114	12
1999	5 556	672	107	11
2000	7 574	670	123	13
2001	7 256	748	98	16
2002	5 823	763	90	12
2003	6 283	697	95	14
2004	6 828	668	122	9
2005	8 967	814	145	12
2006	9 994	853	149	15
2007	10 118	888	170	17
2008	10 472	849	177	14
2009	9 870	856	169	11
2010	10 856	944	190	14

Investissements

Observer les investissements pratiqués entre 1992 et 2010 permet de connaître l'accumulation moyenne de capital technique pour chaque catégorie d'entreprises. La moyenne des dépenses annuelles d'investissement par entreprise géante a presque **doublé pour les géantes (+91%)** alors qu'elle a diminué pour toutes les autres catégories, de 6% pour les grandes, de 24% pour les ETI et de 91% pour les PME. En 2010, **les 58 géantes assurent plus de 90% de l'investissement** des entreprises incluses dans la base GEF (graphique 4).

Graphique 4. Poids des dépenses d'investissement annuelles dans les investissements totaux



Là encore l'écart se creuse puisque leurs investissements moyens représentent **15 fois ceux des grandes entreprises contre 7 fois en 1992.**

Capitalisation boursière

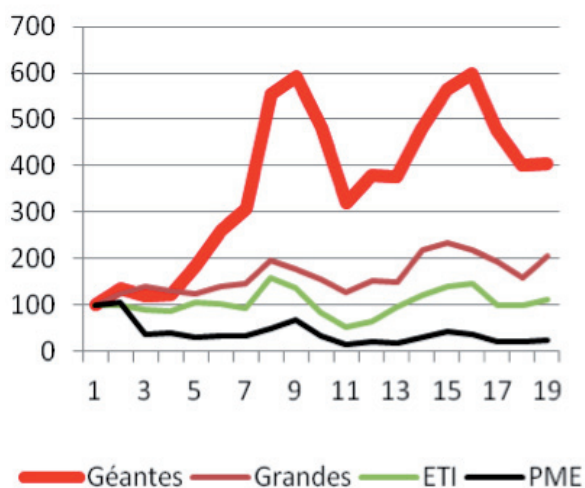
La capitalisation boursière nous donne une indication sur la manière dont les marchés perçoivent la différence entre les catégories entreprises et oriente l'épargne collectée.

DEFINITION : Capitalisation boursière : nombre d'actions émises par entreprise multiplié par le cours moyen annuel de l'action. Ici, ce cours est en euros constants 2010.

Nous prenons un indice 100 l'année 1992, pour chaque catégorie, de manière à comparer l'accroissement des capitalisations boursières moyennes (graphique 5).

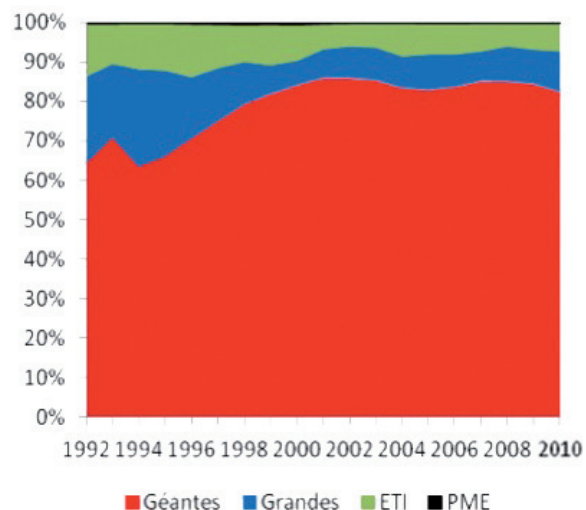
La capitalisation est multipliée par 4 entre 1992 et 2010 **pour les géantes** et par 2 (+106%) pour les grandes entreprises. Les ETI sont stables, les PME ont une capitalisation boursière moyenne beaucoup plus faible en fin de période du fait de l'introduction de valeurs plus petites.

Graphique 5. Evolution de la capitalisation boursière moyenne par type d'entreprise (1992 base 100)



Cette évolution est mise en évidence par l'accroissement constant du poids des géantes sur le total du marché boursier (graphique 6).

Graphique 6. Poids de la capitalisation boursière par catégorie d'entreprise



Actionnariat

Le tableau 6 donne le pourcentage moyen du premier actionnaire pour chaque catégorie d'entreprise.

Tableau 6. Pourcentage de capital moyen détenu par le premier actionnaire pour chaque catégorie d'entreprise

Année	Géantes	Grandes	ETI	PME
1992	36%	37%	54%	60%
1993	36%	37%	53%	58%
1994	35%	38%	52%	56%
1995	34%	38%	52%	53%
1996	34%	38%	51%	51%
1997	32%	38%	52%	55%
1998	33%	40%	50%	51%
1999	35%	36%	48%	50%
2000	33%	38%	48%	48%
2001	31%	38%	48%	47%
2002	28%	38%	47%	46%
2003	28%	38%	46%	45%
2004	24%	40%	46%	44%
2005	26%	38%	44%	43%
2006	26%	39%	43%	41%
2007	28%	40%	44%	40%
2008	28%	38%	45%	39%
2009	25%	39%	42%	38%
2010	24%	39%	42%	37%

Ces données permettent de savoir si l'actionnariat des entreprises cotées est concentré ou dilué dans le public.

DEFINITION : On dit qu'il existe un actionnaire majoritaire, lorsqu'il possède au moins 50% du capital. L'actionnaire est dominant lorsque sa part de capital dépasse 30%. Un actionnaire est dit de référence si sa part se situe entre 5 et 30%. Lorsqu'aucun actionnaire ne possède plus de 5% du capital, celui-ci est dit dilué. La plupart des travaux en économie financière suppose que l'actionnariat des entreprises est dilué.

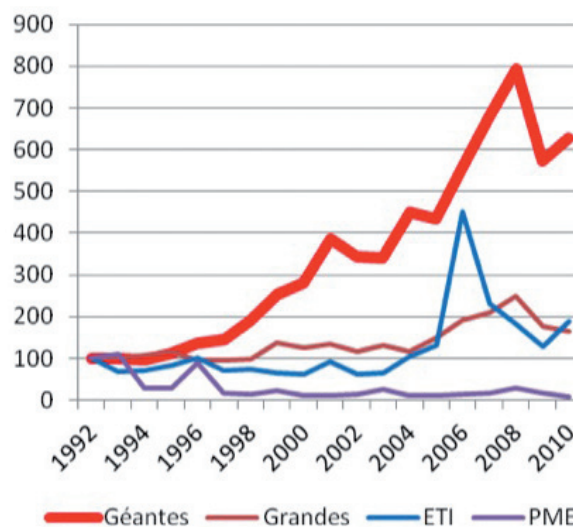
Contrairement à une idée reçue, les géantes ont **un actionnaire de référence et il possède en moyenne 24% du capital**. Seules 4 d'entre elles n'en ont pas en 2010 (Danone, Total, Cap Gemini, Air Liquide). Une seule grande entreprise est dans ce cas en 2010 (Geophysique). De ce point de vue, les géantes présentent peu de différences avec les autres catégories d'entreprises, y compris les entreprises moyennes. Au total **seuls 1,3% des entreprises françaises cotées ont un capital dilué**. Il s'agit d'une tendance lourde car sur la période considérée, on trouve en 2002 et 2005 un maximum de 9 entreprises dont le capital est dilué mais depuis le milieu des années 2000 ce nombre diminue.

Néanmoins la part du premier actionnaire dans le capital a aussi diminué entre 1992 et 2010 pour toutes les catégories d'entreprise sauf les grandes. En effet, le financement par la Bourse fait mécaniquement décroître la part de l'actionnaire de référence. Il faut noter néanmoins que le poids de ce dernier **a plus fortement diminué chez les géantes que pour les autres types d'entreprise**. Bien qu'elles soient toujours largement **contrôlées, leur flottant a augmenté plus vite que pour les autres catégories d'entreprise, ce qu'il faut mettre en relation avec l'accroissement plus rapide de leur capital**.

Résultats et dividendes versés

La concentration des investissements financiers sur les géantes et les grandes entreprises s'explique classiquement par la plus grande sécurité et la plus grande liquidité de leurs titres. Ce sont donc elles qui assurent fortement la rémunération des fonds d'investissement. Sur une base comparable indice 100 en 1992, le graphique 7 montre que **les géantes ont multiplié le versement moyen de dividendes par 7** quand les grandes et les ETI l'ont multiplié respectivement par 1.6 et 1.9.

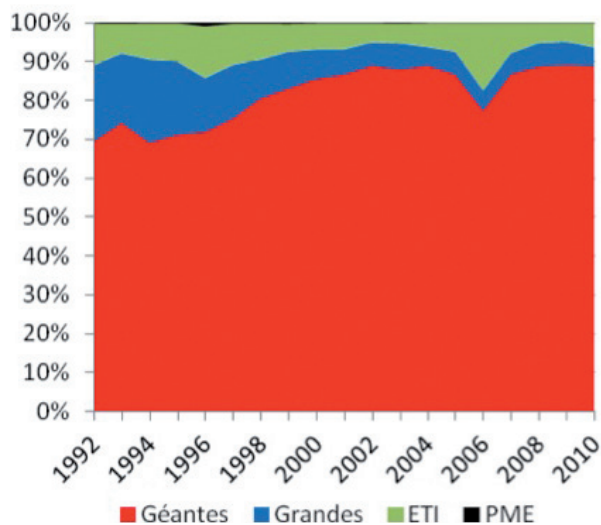
Graphique 7. Evolution des dividendes distribués en moyenne par entreprise de chaque catégorie (base 100 1992)



Les PME ont diminué leurs dividendes moyens du fait de l'introduction d'entreprises plus petites. **On voit alors clairement l'effet autoreforçant de l'attractivité des géantes pour les investisseurs** : plus elles attirent du capital, plus elles versent en moyenne des dividendes ce qui rend leurs titres plus sûrs et plus liquides.

Au final, le graphique 8 montre qu'alors que les 37 géantes versaient 70% du total des dividendes distribués au marché en 1992, **les 58 géantes en distribuent près de 90% en 2010** (contre 5% pour les grandes et 6% pour les ETI et 0,02% pour les PME).

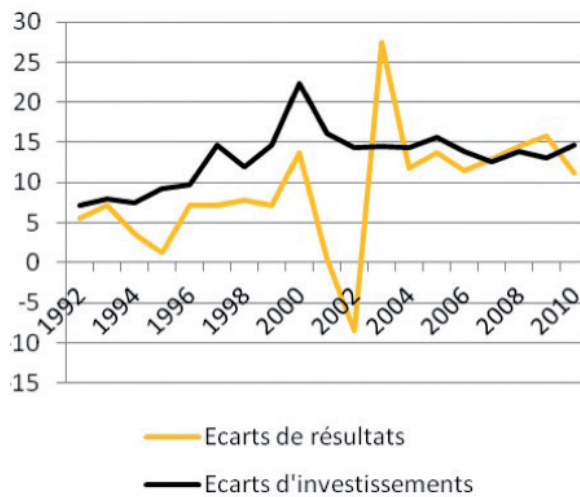
Graphique 8. Part des dividendes totaux (en euros) versés par les 4 catégories d'entreprises



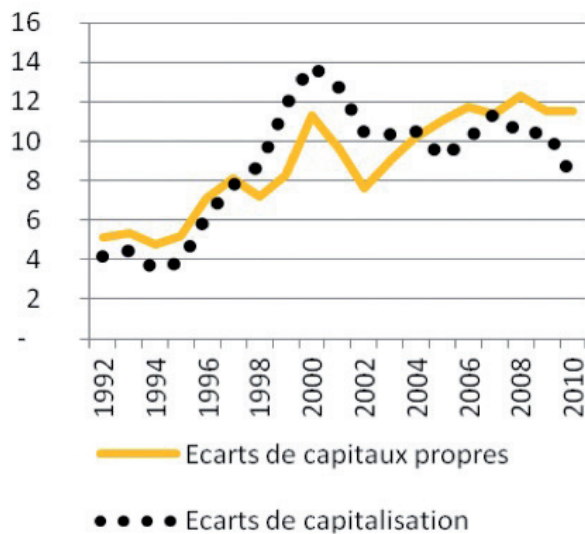
Le grand décrochage

On a donc assisté à un décrochage radical entre les entreprises géantes et les autres. Si l'on compare les géantes aux grandes entreprises, catégorie qui les suit immédiatement on voit que, sur toutes les dimensions, ce décrochage est manifeste. C'est ce que montrent les graphiques 9 et 10 suivants qui mettent en évidence les écarts relatifs entre ces catégories. Ainsi, alors que les investissements moyens représentaient 6 fois celui des grandes en 1992, ils en représentent plus de 11 fois en 2010. La tendance est la même pour les résultats (de 6 fois plus à 11 fois plus) ainsi que pour les capitaux propres (de 5 à 12) et la capitalisation (de 4 à 8).

Graphique 9. Evolution des écarts entre résultats et investissements entre une entreprise géante et une grande entreprise



Graphique 10. Evolution des écarts entre capitaux propres et capitalisation boursière entre une entreprise géante et une grande entreprise



PREUVES A L'APPUI QUATRE IDEES CLÉS

RETENIR

LA CONCENTRATION ÉCONOMIQUE

L'évolution économique et financière des 20 dernières années s'est traduite par un fort accroissement du poids des entreprises géantes par rapport à toutes les autres catégories.

L'AUTORENFORCEMENT

Les titres des géantes sont suffisamment liquides et nombreux pour attirer les investisseurs. De plus ces entreprises versent l'essentiel des dividendes au marché, ce qui renforce leur attractivité, donc leur capacité à croître.

PRÉSENCE D'ACTIONNAIRES DE RÉFÉRENCE

Comme l'immense majorité des entreprises françaises, les géantes ont un actionnaire de référence. Leur capital n'est pas dilué dans le public.

L'EFFET GULLIVER

Du fait de leur poids, les entreprises géantes déforment les analyses sur le financement par la Bourse. Les interprétations sur les évolutions économiques récentes doivent donc distinguer soigneusement les « géantes » des autres, sous peine de subir « l'effet Gulliver » c'est-à-dire de généraliser des résultats qui ne sont valables que pour une soixantaine d'entreprises françaises.

A PROPOS DE L'I.F.G.E

Institut Français de Gouvernement des Entreprises
EMLYON Business School

Fondé sur des travaux engagés à EMLYON Business School depuis 1996, l'Institut Français du Gouvernement des Entreprises (I.F.G.E) a pour vocation de développer la recherche sur le gouvernement d'entreprise dans le cadre européen et de la mettre au service de la société.

L'I.F.G.E s'inscrit dans la recherche fondamentale organisée dans un Centre de Recherche accueillant 21 chercheurs français et internationaux qui produisent régulièrement des ouvrages, des thèses et des articles sur le sujet. Cette recherche s'appuie en particulier sur la base de données GEF/IFGE[®]. L'I.F.G.E est aussi un acteur du débat public sur la gouvernance dans les médias et les lieux d'échange d'opinion. Le savoir accumulé est diffusé dans des programmes de formation de haut niveau notamment le certificat «administrateur de société» créé en 2004.

Membre fondateur du European Corporate Governance Group, l'Institut est promoteur d'un gouvernement des entreprises fondé sur le sens des responsabilités partagées et la recherche du bien commun.

www.ifge-online.org

Contact : Catherine Perrier - perrier@em-lyon.com

A PROPOS DE L'INSTITUT DE RECHERCHE MIDDLENEXT

MiddleNext est l'association professionnelle française indépendante représentative des valeurs moyennes cotées.

Créée en 1987, MiddleNext fédère et représente exclusivement les sociétés cotées sur Euronext et Alternext de NYSE Euronext, tous secteurs d'activité confondus.

MiddleNext préside le Smaller Issuers Committee d'EuropeanIssuers, première association européenne qui promeut les intérêts des sociétés cotées en Bourse.

L'Institut de recherche MiddleNext a pour vocation d'encourager la recherche et la production d'information sur les entreprises moyennes et petites. L'Institut de recherche reçoit le soutien de PwC et de fonds privés.

www.middlenext.com

Contact : Caroline Weber - c.weber@middlenext.com

LES CAHIERS « PREUVES A L'APPUI »

Cahier N°1 - Janvier 2012 : Le grand décrochage. Comment les entreprises géantes déforment la Bourse.

Cahier N°2 - Février 2012 : Pourquoi sort-on de la Bourse ? *A paraître.*

Les cahiers **Preuves à l'appui** diffusent les données disponibles sur les entreprises à partir de la base GEF/IFGE[®]. Ils proposent des interprétations sur des évolutions économiques de ces 20 dernières années à partir des entreprises, ce qui permet de renouveler le regard sur ces sujets.

Grâce au partenariat avec l'Institut de recherche MiddleNext et au soutien de PwC, ces cahiers sont mis gratuitement à disposition des enseignants-chercheurs, des médias et du public.

Téléchargez les cahiers sur www.ifge-online.org

EMLYON Business School

CAMPUS EUROPE
23 avenue Guy de Collongue
69134 Ecully cedex - FRANCE
www.em-lyon.com

CAMPUS ASIE
East China Normal University
Global Education Center
3663, Zhongshan Rd North
Shanghai 200062 - CHINE
www.em-lyon.com.cn