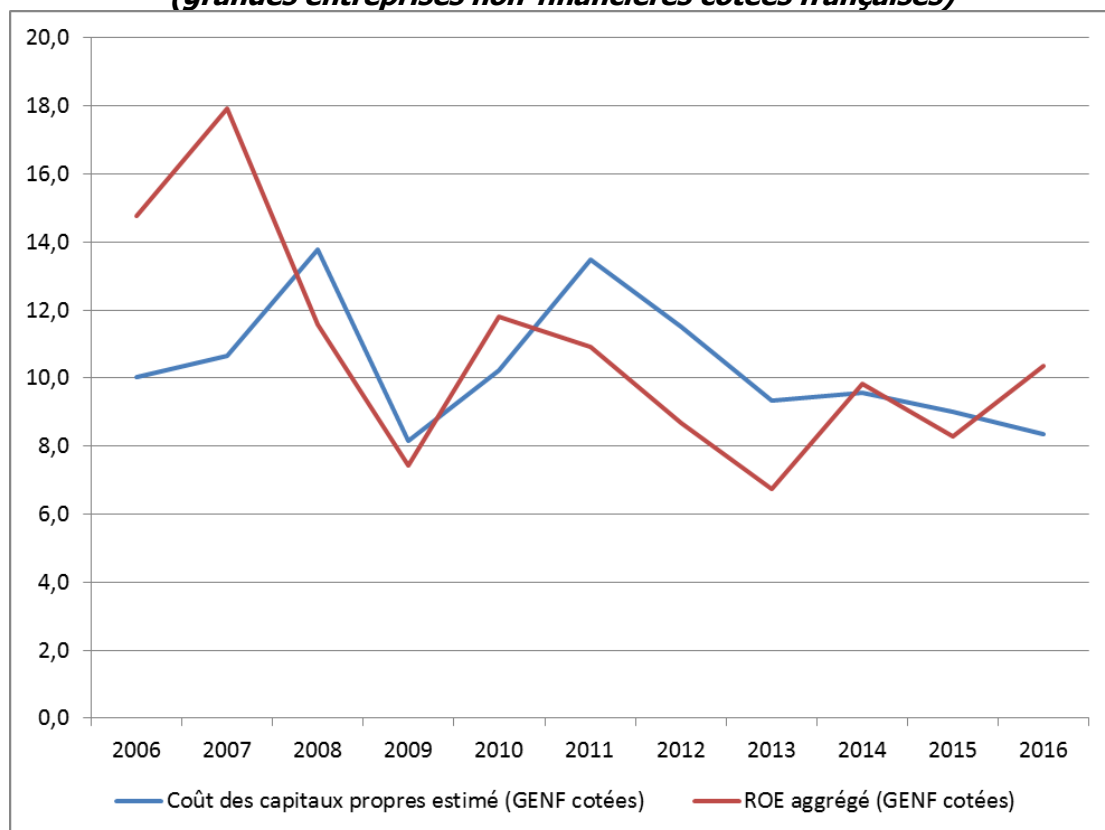


# Coût des fonds propres et rentabilité des entreprises en France

Par Clément Mazet-Sonilhac et [Jean-Stéphane Mésonnier](#)

En France, le coût des fonds propres (*Cost of Equity*) des sociétés non-financières a fortement crû lors des crises de 2007-2009 et de 2011-2012, tiré par une hausse de la prime de risque sur actions. Le COE mesure en effet le rendement attendu pour acquérir ou conserver une action vu son risque. Il dépassait souvent depuis 2007 la rentabilité des fonds propres (*Return on Equity*). Depuis 2016, le COE est inférieur au ROE pour les grandes entreprises non-financières cotées françaises ; ceci favorise l'investissement productif.

**Graphique 1 : Un coût des fonds propres à nouveau inférieur à leur rentabilité en 2016**  
(grandes entreprises non-financières cotées françaises)



Sources : Banque de France et Datastream

Une entreprise investit dans un projet si sa rentabilité anticipée excède le coût de son financement. Dans le cas de projets innovants, l'horizon de rentabilité est plus incertain. Un financement par dette, avec un calendrier et des montants de remboursement rigides, est alors souvent moins indiqué qu'un financement par fonds propres. Ce dernier peut prendre la forme d'un réinvestissement des bénéfices nets de l'exercice précédent, ou, plus rarement, celle d'émission de parts nouvelles du capital (actions, cotées ou non). Une entreprise qui cherche à

maximiser sa valeur pour les actionnaires comparera alors le rendement attendu d'un investissement innovant au coût de ses fonds propres (en anglais Cost of equity –COE ci-après). Le COE peut être défini comme le rendement attendu par un investisseur pour acquérir ou conserver les actions d'une entreprise compte tenu de leur risque. S'il est supérieur au taux de rendement du projet, alors l'entreprise préférera s'abstenir d'investir et rémunérer davantage ses actionnaires via une augmentation de dividendes ou un rachat de ses actions.

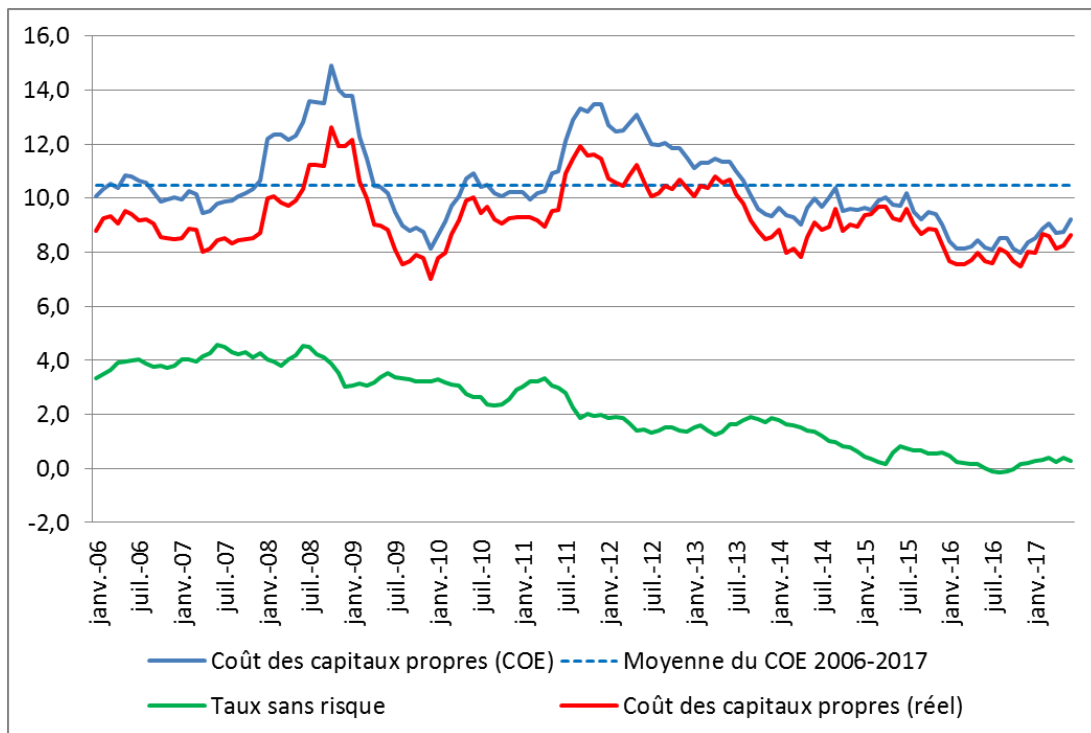
### **Le COE : un facteur clé de la dynamique des investissements**

Le COE est une variable importante pour la capacité des entreprises privées à investir et à innover. Au niveau macroéconomique, un niveau moyen de COE élevé pèse donc défavorablement sur les perspectives de croissance à moyen terme. Cependant, le COE n'est pas directement observable. Pour une entreprise, comme au niveau agrégé, on ne peut l'évaluer qu'en l'estimant à partir de données boursières dans le cadre d'un modèle de valorisation des actions. Nous nous intéressons ici au COE des grandes entreprises non-financières (GENF) cotées françaises et reprenons la méthodologie présentée en détail dans [Mazet-Sonilhac et Mésonnier \(2016\)](#). Notre approche combine deux approches standard, souvent utilisées sous des formes variées par les analystes financiers (cf. [Mukhlynina et Nyborg, 2016](#), pour une revue) : le modèle d'actualisation des revenus futurs anticipés des actionnaires (compris ici comme la somme des dividendes versés et des rachats d'actions) et le MEDAF (ou CAPM).

### **COE nominal : plus faible à la mi-2017 qu'avant les dernières crises**

Le graphique 2 présente notre évaluation du coût moyen des capitaux propres pour les GENF cotées françaises présentes dans l'indice européen large (Eurostoxx 600). À fin juin 2017, celui-ci s'établit à 9,2%. Ce niveau est élevé comparé aux estimations usuelles du coût moyen de la dette bancaire (1,4%) et obligataire des grandes entreprises (0,7%) à cette date. Il en est de même par rapport au taux d'intérêt sans risque, qui reste proche de 0% du fait de la politique monétaire très accommodante de la BCE. Ce surcoût s'explique donc par la prime de risque des actions des firmes françaises, qui semble s'inscrire sur une tendance croissante depuis une décennie, en France comme aux États-Unis (cf. par exemple [Caballero, Fahri et Gourinchas, 2017](#)).

***Graphique 2 : COE nominal et réel des grandes entreprises non-financières françaises***



Sources : Banque de France et Datastream

Le niveau du COE atteint à mi-2017 reste néanmoins nettement inférieur aux pics enregistrés pendant la crise financière de 2007-2009 et celle de la dette souveraine en zone euro en 2011-2013. Ceux-ci avaient motivé les mises en garde de plusieurs observateurs quant à un niveau excessif du coût des fonds propres en France et en Europe au sortir de la crise (cf. par exemple le [rapport Villeroy de Galhau](#), 2015). Le niveau actuel demeure également en retrait par rapport à sa moyenne sur la période 2006-2017 (10,5%). Celle-ci correspond plus ou moins au niveau du COE en 2006, avant la crise des « subprimes ». En outre, notre évaluation du COE se situe dans la fourchette haute des estimations de cet indicateur. En effet, elle est globalement majorée par la prise en compte des flux de rachats d’actions (« share buybacks »), qui peuvent représenter une part non négligeable de la rémunération des actionnaires des grandes entreprises. Sans ces rachats, notre estimation de la prime de risque sur actions en Europe serait en moyenne plus basse de deux points de pourcentage sur la dernière décennie. Cet écart s’est toutefois réduit en 2017 et est maintenant inférieur à 1%. Ceci reflète un ralentissement des rachats dans un contexte de cours boursiers relativement élevés.

### Le COE réel est aussi en deçà de sa moyenne de long terme à la mi-2017

Si le niveau modéré du COE nominal est une bonne nouvelle, la décision d’investir dépend en théorie du coût réel du capital, c’est-à-dire du coût nominal corrigé des variations des prix anticipés sur la période de financement de l’investissement. Le graphique 2 présente également une mesure du coût réel des capitaux propres des GENF. Nous déflatons le COE nominal par l’inflation totale courante, hors énergie et alimentaire frais (inflation dite « supercore »), qui est moins volatile que l’inflation totale et donc plus susceptible de représenter une anticipation de court-moyen terme de l’inflation. Selon cette mesure, à 8,6% fin juin 2017, le COE réel des entreprises demeure nettement en deçà de sa moyenne de long terme (9.3%), malgré une légère hausse depuis le début de l’année.

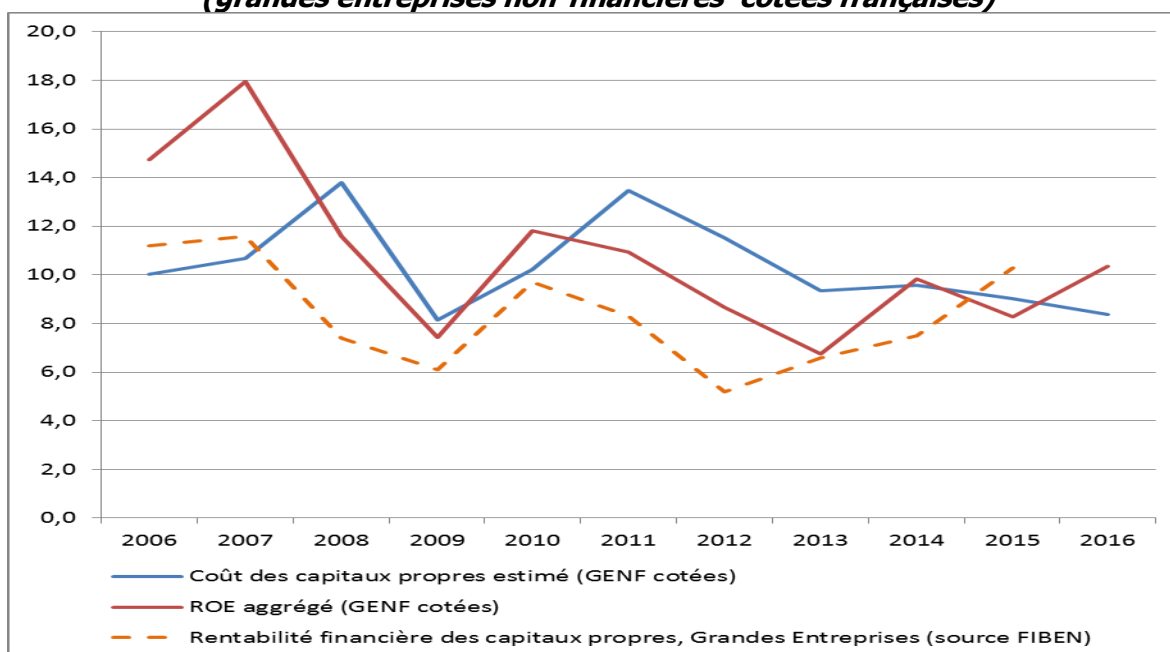
## Une rentabilité en progression des grandes entreprises

Le coût des capitaux propres auquel font face les grandes entreprises françaises est-il trop élevé ? Répondre à cette question exige de comparer ce coût à la rentabilité des projets des entreprises pour les actionnaires.

Le taux de rendement interne pour l'actionnaire des projets d'investissement envisagés par une grande firme est difficilement accessible pour un observateur extérieur. Le rendement comptable des fonds propres de cette entreprise sur le dernier exercice, ou « return on equity » (ROE), en fournit toutefois une approximation utile. Nous calculons donc une mesure du ROE agrégé pour le même échantillon de GENF cotées à partir des données de revenus nets annuels et de montants des fonds propres comptables collectées par Datastream.

Le graphique 1 en tête de ce billet, en fréquence annuelle, compare le coût des capitaux propres à cette mesure du ROE des GENF françaises. À fin 2016, le ROE dépasse le COE (10% contre 8,4%). Selon nos calculs, le ROE des GENF est en progression depuis 2013. Ceci est cohérent avec la hausse des taux de marge des sociétés non-financière observée au niveau macroéconomique sur la même période (32% en 2016, contre 30% en 2013 selon l'INSEE). Nous présentons également (cf. graphique 3 infra, ligne pointillée) la rentabilité financière des capitaux propres des GENF, calculée en fréquence annuelle par la Banque de France à partir des données de bilans FIBEN. Malgré des différences méthodologiques entre ces sources, la profitabilité des fonds propres des grandes entreprises non-financières paraît également s'inscrire sur une tendance croissante depuis 2012, pour atteindre 10,3% en 2015 (dernière année disponible), soit plus d'un point de pourcentage au-dessus de notre estimation du COE à cette période. Notons ici que la situation est très différente pour les grandes banques, avec un COE estimé nettement supérieur (environ 14%) et un ROE nettement inférieur (environ 6,5% en 2016, cf. [ce communiqué de l'ACPR](#)) à ce que nous obtenons pour les sociétés non-financières.

**Graphique 3 : Un coût des fonds propres à nouveau inférieur à leur rentabilité en 2016**  
(grandes entreprises non-financières cotées françaises)



## Bloc-note Éco – billet n° 32

*Sources : Banque de France et Datastream*

En conclusion, le COE aujourd'hui plus modéré, conjugué à une rentabilité restaurée des entreprises, contribue donc à créer une situation plus favorable à l'investissement productif des sociétés non financières. Celui-ci a d'ailleurs connu une nette accélération depuis deux ans. Dans un contexte de croissance potentielle encore trop basse (cf. ce [récent billet sur le blog](#)), c'est une bonne nouvelle pour l'économie française.