

## I – REMARQUES GÉNÉRALES

## SUJET

Le sujet relevait simultanément de plusieurs parties du programme de l'épreuve d'économie du concours Passerelle ESC. En effet, l'analyse de l'impact, pour les entreprises, des mutations en matière de financement de leurs dépenses s'inscrivait dans de multiples aspects de la vie économique explicitement couverts par le programme :

- « les grandes fonctions économiques (production, répartition et dépense) en économie ouverte,
- l'évolution des structures économiques et l'organisation de la production,
- le progrès technique et l'innovation,
- les stratégies d'entreprises,
- l'économie monétaire et financière : la monnaie, les banques, les systèmes financiers et la politique monétaire,
- le rôle de l'État,
- les grands courants de la pensée économique,
- les grandes tendances de l'histoire économique de 1945 à nos jours ».

Le **sujet** en lui-même ne présentait pas de difficulté : il demandait d'analyser les mutations qui ont affecté le financement des dépenses des entreprises depuis plusieurs décennies et d'en voir les aspects positifs et négatifs pour celles-ci.

Il faut noter que ces mutations, insérées dans une mutation plus vaste, couramment désignée par l'expression de « globalisation financière », et surtout leurs effets, font, comme tout ce qui touche à la « globalisation », à la mondialisation, l'objet d'un **débat** parmi les spécialistes, et, plus largement, dans l'opinion, pour savoir si leur bilan est positif ou négatif.

Au moment du concours, ce débat était ravivé par les incertitudes concernant les développements de la crise des « *subprime* » (prêts immobiliers à risques aux États-Unis) et par les pertes colossales de la Société Générale, à la suite des pratiques frauduleuses d'un de ses « *traders* ».

Par conséquent, sur une question aussi débattue, comme sur la plupart des grands thèmes de la réflexion économique, les correcteurs, comme cela était explicitement indiqué dans le libellé du sujet, se sont abstenus de juger l'orientation de la réponse (bilan positif ou négatif), qui relevait de la liberté d'opinion de chaque candidat. Leur jugement a porté sur le degré de connaissance économique en la matière et sur le degré de solidité et de clarté de l'argumentation présentée à l'appui de la réponse, argumentation devant mobiliser les enseignements de base de la science économique et de l'histoire économique contemporaine.

Le **dossier** qui accompagnait le sujet présentait :  
– quelques **faits** tirés de l'actualité récente ;

- des références à des **mécanismes** fondamentaux et aux grandes théories de l'analyse économique (exemples : l'effet de levier [document 1], la notion d'intermédiation [document 4], ...).

## CONTENU DES COPIES

Comme les années précédentes, beaucoup de candidats ont utilisé les remarques et les propositions de correction présentées dans les annales du concours Passerelle ESC : c'est effectivement une manière efficace de préparer cette épreuve.

### *Forme*

La présentation matérielle des copies est généralement satisfaisante : il y a relativement peu de copies à la présentation négligée (écriture peu lisible, plan non annoncé, mal ou pas du tout matérialisé au niveau des parties et des sous-parties, ...).

Par contre, il faut déplorer un nombre assez élevé de copies présentant des déficiences fortes du point de vue de l'orthographe.

Ces défauts, lorsqu'ils ont été rencontrés par les correcteurs, ont été sanctionnés (note plus faible). C'est une question d'équité vis-à-vis des autres candidats qui s'astreignent à respecter les règles dans ce domaine.

Le jury rappelle avec fermeté, cette année encore, qu'une écriture lisible, un langage correct et adapté (orthographe, vocabulaire employé, ...), une présentation claire du texte produit, font partie des qualités minimales que l'on est en droit d'attendre d'étudiants titulaires d'un diplôme de niveau Bac +2, non seulement pour des raisons purement académiques mais aussi pour des raisons professionnelles : il s'agit pour les candidats de faire la preuve qu'ils sont capables de communiquer des informations à autrui, capacité qu'ils auront à mobiliser en permanence dans l'exercice de leur vie professionnelle future.

On observe qu'une orthographe déficiente est souvent révélatrice d'une pensée peu rigoureuse : un candidat qui n'est pas exigeant vis-à-vis de lui-même pour la forme l'est rarement pour le fond.

Une mention particulière doit être faite l'emploi des majuscules et des minuscules, lequel pose problème à pas mal de candidats. Leur emploi n'est pas laissé à leur fantaisie : il existe des règles qu'il faut observer. Exemples :

- l'État, l'Europe, la France, les Français, Keynes, ... : majuscules obligatoires,
- l'État des finances d'une entreprise, la construction européenne, l'économie française, la théorie keynésienne, ... : minuscules.

Il faut rappeler également que l'utilisation d'outils de correction (« effaceur », « correcteur ») doit être exceptionnelle. Son abus, outre l'aspect inélégant qu'il donne à la copie, témoigne de faiblesses méthodologiques : travail préparatoire insuffisant, pensée hésitante. Autant de défauts qui jouent en défaveur du candidat.

Les progrès constatés les années précédentes concernant le plan se confirment : dans la grande majorité des copies,

- l'introduction définit convenablement les termes du sujet, reproduit le sujet et l'explique (problématique) puis annonce explicitement le plan général ;

- le développement est constitué de parties et de sous-parties introduites par des phrases-titres exposant les idées générales développées à l'intérieur de la partie ou de la sous-partie (obligatoire !)
- une conclusion termine le travail

À noter que le défaut qui était apparu il y a trois ans, déjà en forte régression l'an dernier, a presque disparu mais pas complètement, à savoir la présentation systématique, à la fin de chaque sous-partie, de l'idée générale de la sous-partie suivante (sorte de transition interne à la partie).

Cette technique est triplement gênante :

- Elle perturbe la lecture (le lecteur ne sait pas s'il est encore dans le thème de la sous-partie qu'il est encore en train de lire ou dans celui de la sous-partie qui va suivre) ;
- Elle aboutit à des répétitions systématiques : cette phrase de transition fait double emploi avec le titre de la sous-partie suivante, lequel suffit s'il est clair et bien rédigé ;
- Surtout, elle occasionne des pertes de temps aux dépens du contenu des éléments abordés, de la qualité de l'analyse économique, de la précision des démonstrations, qui doivent demeurer l'objectif premier du travail fourni.

Conclusion : compte tenu de la durée relativement courte de l'épreuve, les transitions doivent être faites exclusivement lors du passage d'une grande partie à une autre, pas lors du passage d'une sous-partie à une autre sous-partie.

### *Fond*

Il faut rappeler quelques exigences propres à l'épreuve :

- 1) Il s'agit d'une dissertation, c'est-à-dire d'une argumentation ordonnée selon un plan logique.

Ce qui signifie que les candidats doivent proposer une réponse à la question posée explicitement ou implicitement par le sujet. Ils doivent la justifier par des raisonnements, des démonstrations, qui s'appuient à la fois, comme le précise le libellé du sujet, sur des connaissances personnelles et sur le dossier fourni.

L'épreuve ne consiste pas en une synthèse de dossier. Elle ne consiste pas non plus à reproduire les documents, en les citant textuellement ou en les paraphrasant.

Elle consiste à intégrer dans le déroulement d'une démonstration personnelle les informations puisées dans les documents fournis et dans ses propres connaissances. Le recopiage ou la paraphrase d'un extrait de document ne vaut pas démonstration.

L'épreuve consiste à faire la preuve d'une capacité satisfaisante à faire le lien entre :

- les concepts économiques de base que les candidats sont censés connaître à partir du moment où ils choisissent cette épreuve,
- et des questions d'actualité, le terme actualité étant à prendre dans une acception très large.

À cet égard, deux défauts extrêmes sont à éviter :

- se borner à un descriptif pur et simple, à une accumulation de faits pris dans le dossier et dans les connaissances personnelles, sans référence aux concepts de base, aux instruments d'analyse couramment utilisés par la science économique à propos du thème du sujet ;

- à l'opposé, se contenter de la récitation d'un cours théorique sur le phénomène étudié, sans lien avec la réalité observable, avec les événements, en particulier sans aucune utilisation des faits présentés dans les documents.

À propos de la mobilisation des connaissances théoriques, on peut préciser que :

- les représentations graphiques en usage en science économique (par exemple, pour un sujet comme celui-ci, la représentation graphique de l'équilibre du marché des capitaux selon l'approche néoclassique, visualisant le fait qu'une épargne plus abondante, à investissement égal, provoque une baisse du taux d'intérêt) doivent être accompagnés d'un « mode d'emploi » et d'un raisonnement explicite. Les graphiques peuvent compléter une argumentation, ils ne peuvent en aucun cas s'y substituer. Il est obligatoire de formuler explicitement les idées qui s'y rattachent.
- Même règle pour les schémas (termes économiques reliés par des flèches).

## 2) Précisions sur le dossier de documents

- Le dossier doit être utilisé par le candidat. Non seulement il a intérêt à le faire, mais, en outre, il a obligation de le faire, afin de permettre au correcteur de tester sa capacité à comprendre les informations qui lui sont fournies et à les utiliser.
- Le dossier de documents est volontairement incomplet :

Il est délibérément conçu de telle sorte qu'il ne permette pas de traiter l'intégralité du sujet. Il est là pour fournir une aide partielle et suggérer des pistes de recherche et de réflexion.

C'est vrai pour les thèmes couverts par les cinq documents fournis. C'est vrai également pour chaque document à l'intérieur desquels des coupes, explicitement signalées [...], ont été volontairement opérées.

Le dossier demande donc à être complété par des connaissances personnelles qui se greffent sur les documents pour les expliciter et les prolonger, en amont ou en aval. En effet, des connaissances personnelles préalables sont indispensables pour comprendre certains documents, souvent volontairement allusifs ou tronqués : ils suggèrent une piste mais laissent à la charge des candidats le soin d'apporter les éléments complémentaires nécessaires.

C'était le cas, par exemple, du document 1. Il fait référence à l'effet de levier, expression qui devaient conduire les candidats à expliciter ce concept en utilisant les indispensables connaissances personnelles qu'ils devaient avoir en science économique (rentabilité économique, financière, taux d'intérêt réel) et à les intégrer dans leur démonstration. De même dans le document 4, pour les expressions de globalisation financière, d'économies d'échelle et d'envergure, de rendement financier.

Dans le document 1, également, une lecture trop rapide de la première phrase et la méconnaissance des mécanismes de base conduisait, en paraphrasant le texte, à écrire que les firmes se financent en achetant des titres, ce qui est une erreur grave puisque c'est justement le contraire : émettre des actions, des obligations, des billets de trésorerie, c'est-à-dire les mettre en vente, est un des moyens pour les entreprises de se procurer des fonds.

### Contenu des copies

On note une assez grande hétérogénéité des copies.

La grande majorité des candidats a compris le sujet. Toutefois, certains candidats ont eu une lecture trop hâtive du sujet : ils n'ont pas compris qu'il fallait se placer du point de vue des entreprises (« bilan positif pour les entreprises ? ») ; ils se sont donc lancés dans des considérations de type macroéconomique (conséquences sur la croissance globale, sur l'emploi global, ...), souvent intéressantes mais hors sujet.

Il faut déplorer, chez un nombre non négligeable de candidats, des connaissances très sommaires sur le financement :

- D'abord sur les notions de base : l'autofinancement est parfois oublié, la différence entre les différents types de titres (actions et obligations) n'est pas vue, les fusions-acquisitions sont vues comme un moyen de financer les investissements alors qu'il s'agit fondamentalement de dépenses, au moins pour les acquisitions (rachat des titres de propriété d'une autre entreprise).
- Ensuite et surtout sur les mutations financières elles-mêmes :
  - Des concepts, désormais entrés dans l'analyse de base dans ce domaine (les mutations de l'intermédiation, la déréglementation, la déspecialisation, la circulation internationale accrue des capitaux, ...), sont absents de trop nombreuses copies.
  - À noter une erreur assez répandue : le financement des firmes par le marché n'est pas une nouveauté des dernières décennies (le financement par émission d'actions et d'obligations est une modalité ancienne). La mutation contemporaine a consisté à libéraliser ce type de financement (déréglementation, dérégulation), ce qui a provoqué l'apparition de nouveaux produits financiers (nouveaux types de titres, produits dérivés), de nouveaux acteurs (fonds d'investissement, ...) et une intensification de la circulation internationale des capitaux, multipliant ainsi les possibilités offertes aux firmes pour se financer.

## 2 – PROPOSITION DE CORRIGÉ

Quelques remarques préliminaires.

- Il n'y a jamais un seul plan possible pour traiter un sujet. Le corrigé proposé ici n'est qu'une manière correcte, parmi d'autres, de répondre à la question.
- Le plan proposé ici est une manière assez banale de répondre à la question : il y a des aspects positifs mais qui ont leurs limites et qui ont des contreparties négatives. Cette banalité ne doit pas faire peur : elle correspond à une situation fréquemment rencontrée dans la réalité économique (en particulier, dans tout bilan, il y a bien un actif et un passif). Donc il ne faut pas à tout prix chercher à être original : l'originalité n'est pas une fin en soi. Ce qui prime, c'est de rendre compte avec rigueur de la réalité. L'originalité peut être envisagée comme une qualité supplémentaire éventuelle, qui enrichit, qui complète la solidité de l'analyse et non qui s'y substitue.
- Il n'y a aucune raison sérieuse de s'imposer *a priori* de faire un plan en deux parties plutôt qu'en trois ou l'inverse (Idem pour les sous-parties). Le plan n'est

qu'un moyen de présenter ses idées et de les justifier : ce sont donc les idées que l'on veut défendre qui commandent les choix concernant la structure du plan.

- Le corrigé proposé ici dépasse assez largement ce que l'on pouvait raisonnablement exiger des candidats dans le temps assez bref de l'épreuve. Il est présenté pour :
  - rappeler les différents thèmes qui pouvaient être abordés sur le sujet,
  - fournir un modèle assez élaboré afin de faciliter la préparation du concours 2009.

## INTRODUCTION

### *1. Amener le sujet (tout en définissant les termes du sujet au fur et à mesure qu'on les rencontre)*

- Les firmes ont des dépenses à financer : dépenses d'exploitation, dépenses d'investissement (Formation Brute de Capital Fixe)
- Pour satisfaire ces besoins, elles disposent de deux grandes sources de financement : le financement interne (autofinancement) et le financement externe, indirect (recours au crédit bancaire) ou direct (émission de titres sur le marché des capitaux). Ces différentes sources de financement ont connu des mutations importantes dans les dernières décennies, en particulier depuis le milieu des années 1980, sous l'effet du regain d'influence du libéralisme économique. On désigne ces mutations par l'expression générale de « globalisation financière ». Elle est souvent synthétisée par l'expression « les 3D » (désintermédiation, décloisonnement, déréglementation). Cette globalisation financière, ainsi que la globalisation des firmes et la globalisation des échanges, constituent le cadre général de la vie économique contemporaine (« globalisation », « mondialisation »).

### *2. Poser le sujet*

- La question, ici, est de savoir si ces mutations financières présentent un bilan positif pour les entreprises dans le domaine du financement de leurs dépenses, et, plus largement, dans la mise en œuvre de leurs choix stratégiques.
- En d'autres termes, il s'agit de voir, en se plaçant du point de vue des firmes, ce qui peut être porté à l'actif de ces mutations, tout en s'efforçant de voir quelles peuvent en être les limites et de prendre en compte ce qui peut être éventuellement porté à leur passif.

### *3. Annoncer le plan*

On se propose de répondre à la question en examinant d'abord comment les entreprises ont bénéficié de mutations qui ont affecté spécifiquement les deux formes de financement externe (1<sup>re</sup> partie) puis, globalement, l'ensemble de leurs moyens de financement (2<sup>e</sup> partie), pour ensuite voir comment ce bilan positif est assombri par des limites importantes et surtout par l'existence d'effets négatifs pour les firmes, qu'ils soient directs ou indirects (3<sup>e</sup> partie).

## DÉVELOPPEMENT

*I. Depuis trois décennies environ, chacune des deux grandes modalités du financement externe des firmes a connu des mutations qui ont été bénéfiques à celles-ci.*

*A. En matière de crédit bancaire, les entreprises disposent désormais de facilités étendues*



1. Traditionnellement, le crédit bancaire (« financement externe direct », « intermédiation bancaire »)
  - Offre une gamme de prêts adaptés aux besoins des entreprises (court terme pour les dépenses d'exploitation, moyen et long terme pour les dépenses d'investissement).
  - Mais, de 1945 aux années 1970-80, ce financement était enserré dans des contraintes fortes pour éviter les faillites bancaires (spécialisation : cloisonnement entre banques de dépôt et banques d'affaires) et l'inflation (mesures quantitatives de politique monétaire [encadrement du crédit, plafonds de réescompte]).
2. Le crédit bancaire a connu divers assouplissements qui se sont révélés avantageux pour les firmes
  - Assouplissements (dérégulation) : décroissement des activités bancaires (désécialisation), politique monétaire plus souple (politique de taux, utilisant le marché monétaire), mouvement de désinflation (jusqu'à la période très récente) permettant une détente des taux d'intérêt directeurs des Banques Centrales, se répercutant favorablement sur les taux bancaires.
  - D'où une facilité accrue de recours au crédit bancaire, favorable à l'investissement productif, directement (financement plus aisé et moins coûteux) et indirectement (crédits à la consommation [des ménages] se traduisant par des débouchés élargis pour les firmes [effet d'amplification de la demande finale sur l'investissement : accélérateur, Aftalion, Clark]).

*B. En ce qui concerne le financement par recours au marché des capitaux, les mutations des dernières décennies ont donné aux firmes des facilités de financement qu'elles n'avaient jamais connues jusque là*

1. Jusqu'aux années 1980, le financement par le marché (« financement externe direct ») offrait déjà une gamme de financements importante mais d'accès assez limité
  - Limité dans le temps : titres exclusivement de long terme (actions, obligations).
  - Limité surtout en ressources (la ressource principale était essentiellement l'épargne nationale, la circulation internationale des capitaux étant très réglementée).
2. Première mutation : au plan national
  - Innovations en matière de produits : nouveaux titres (ouverture du marché monétaire aux entreprises [1985] par création des billets de trésorerie [court et moyen terme] => avantage pour les firmes : elles disposent d'un *continuum* de

ressources, du court terme au long terme ; développement des mécanismes de couverture à terme : produits dérivés, MATIF (1986), favorisant le recours au financement direct.

- Nouveaux acteurs : à côté des investisseurs institutionnels traditionnels, développement de nouveaux types d'acteurs (ex : fonds d'investissement [dont les fonds de pension, liés aux retraites par capitalisation]) => les entreprises placent plus facilement leurs titres.

### 3. Deuxième mutation : au plan international

- « Déréglementation » [au sens de libre circulation (internationale) des capitaux] : allègement ou fin du contrôle des changes (doc. 4) ; constitution de grandes places financières, sociétés de bourse (Euronext).
- Avantage pour les firmes : aux ressources d'épargne nationale s'ajoutent désormais les ressources étrangères (important, par exemple, pour la France [doc. 2], les États-Unis ; exemple récent, dans le cadre de la crise des *subprimes* : apport des fonds souverains)

#### *Conclusion partielle*

- Reprise de l'idée-générale de la partie (= phrase-titre du I)
- Transition (question que l'on va aborder dans la partie suivante)

## ***II. De manière plus globale, on constate que les entreprises, grâce à l'ensemble des mutations financières, disposent désormais de facilités accrues en matière de financement.***

### *A. Globalement, depuis les années 1980, les conditions de financement des firmes se sont améliorées*

1. Les entreprises disposent désormais d'une large palette de financements
  - Sur les trois décennies, la volonté de restaurer les profits est favorable au financement interne des dépenses des entreprises (autofinancement) :
    - Le contexte des années 1960-1970 : dans la répartition de la valeur ajoutée, la part des profits évoluait défavorablement, ce qui compromettrait l'investissement des firmes ;
    - À partir des années 1980 environ, il y a volonté de renverser la situation par la modération salariale et la fiscalité (influence de l'économie de l'offre ; « Les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après demain » [Schmidt]). Indirectement, les profits favorisent l'emprunt [confiance des prêteurs].
  - Le financement externe des firmes, qu'il soit direct ou indirect, est facilité par deux effets qui, selon l'analyse néo-classique, correspondent à une affectation optimale de l'épargne :
    - Un effet-quantité : abondance des capitaux, nationaux + internationaux, drainés par les différents canaux (épargne placée dans les banques ou directement sur les marchés de capitaux, à court, moyen ou long terme) ;

– Un effet-prix : l'ensemble des taux d'intérêt (crédit bancaire et financement de marché) est orienté à la baisse, spontanément (importance de l'offre d'épargne, concurrence entre les différents apporteurs de capitaux) mais aussi à la suite d'inflexions de la politique monétaire (taux d'intérêt directeurs des Banques Centrales, en baisse grâce au recul de l'inflation [désinflation, à partir des années 1980], cette baisse ayant été accentuée à plusieurs reprises pour faire face à des crises financières [exemples : 1987, 1997, 2000, 2007]).

2. Dans le système financier actuel, les banques commerciales restent, pour les firmes, un intermédiaire très utile
  - Contrairement à ce qu'avait pu faire croire l'expression de « désintermédiation bancaire », les banques continuent de jouer un rôle très actif dans le financement indirect (intermédiation traditionnelle). D'une part, elles conservent leurs points forts traditionnels (transfert d'épargne et création monétaire [« les crédits font les dépôts », ajustement quantitatif : Gurley et Shaw] ; capacité de réduire les asymétries d'information [Williamson]). D'autre part, elles développent de nouveaux points forts (regroupement, rationalisation permettant des coûts bancaires plus faibles [économies d'échelle, doc. 4], donc leur permettant de rester compétitives).
  - Les banques ont su se ménager une place essentielle dans le financement direct, en plein développement. Dans le passage d'une « économie d'endettement [auprès des banques] » à une « économie de marché (de capitaux) » (Hicks), les banques se sont rendues indispensables (intermédiaire de marché), ce qui a accru leur rentabilité (doc. 4).

*B. Cette aisance financière globale permet aux entreprises de développer des stratégies efficaces. On peut en donner quelques exemples*

1. 1<sup>re</sup> illustration : bénéficiaire d'un effet de levier
  - Le principe de l'effet de levier (l'endettement, lorsque la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt réel, permet d'accroître la rentabilité financière, c'est-à-dire celle des capitaux propres).
  - La situation actuelle correspond, pour de nombreuses firmes, à cette situation : profits rétablis et taux d'intérêt réels faibles. (doc. 1)
2. 2<sup>e</sup> illustration : arbitrer plus facilement entre activités financières et « réelles »
  - La question de la profitabilité d'un investissement (Malinvaud) : un investissement a une profitabilité positive si les capitaux dont dispose la firme ont une rentabilité financière supérieure en étant utilisés en investissement dans la firme (au sens de formation de capital technique) plutôt qu'en placements sur les marchés (investissements au sens financier).
  - Dans ce domaine, le développement des activités de placement et la libre circulation des capitaux ont donné une grande liberté de choix aux firmes.
3. 3<sup>e</sup> illustration : le financement des opérations de fusions-acquisitions (doc. 3)
  - L'aisance financière des firmes leur permet de se porter acquéreuses d'autres firmes.
  - Ce qui, dans le contexte de forte concurrence, leur permet de défendre leur position sur le marché et même de la renforcer soit par extension de leur

portefeuille d'activités soit, au contraire, le plus souvent, par un renforcement de leur cœur de métier.

4. 4<sup>e</sup> illustration : les IDE (investissements directs à l'étranger, multinationalisation)
  - L'aisance financière couplée à la libre circulation internationale des capitaux permet la multiplication des IDE sortants (effectués par une entreprise en dehors du pays domestique) et des IDE entrants (dans le pays domestique d'une firme).
  - Ils permettent, là encore, aux entreprises de renforcer leur position concurrentielle par implantation dans d'autres pays, attractifs par leurs conditions d'offre ou de demande, et par les effets d'entraînement que provoque l'implantation de firmes étrangères dans le pays domestique.

#### *Conclusion partielle*

- Reprise de l'idée-générale de la partie (= phrase-titre du II)
- Transition (question que l'on va aborder dans la partie suivante)

### ***III. Ce bilan positif doit être nuancé par la prise en compte des limites mais aussi des effets négatifs, directs ou indirects, que ces mutations provoquent pour les firmes.***

#### *A. Les aspects positifs que l'on vient d'examiner se heurtent à certaines limites*

1. Le rétablissement des profits, source d'autofinancement, n'a pas été général
  - Certes, certaines activités, portées par des innovations majeures, ont dégagé de fortes marges (hautes technologies). Schumpeter (quasi-rente de monopole technologique).
  - Par contre, de nombreuses firmes, sur des marchés matures où la concurrence de nouveaux venus (pays émergents) est forte, ont enregistré des résultats médiocres voire des pertes (automobile, principalement aux États-Unis, acier, ...).
2. Les avantages du financement externe direct ne sont accessibles qu'aux seules grandes entreprises
  - Le recours au financement par le marché n'est pas exempt de coûts et n'est envisageable que pour lever des capitaux importants. C'est le cas de l'ouverture du marché monétaire aux entreprises (montant minimum d'un billet de trésorerie : environ 150 000 €).
  - Conséquences : les petites firmes doivent continuer à recourir au crédit bancaire, donc elles restent soumises aux décisions des banques, lesquelles sont souvent frileuses (aversion pour le risque).
3. Le cas des petites entreprises innovantes (*start up*) en France (doc. 5)
  - Aux États-Unis, ces entreprises bénéficient de condition de financement favorables.
  - C'est beaucoup moins le cas en France, où, qu'il s'agisse de financements publics ou privés, les institutions financières sont assez limitées et timorées.

B. Les mutations financières récentes provoquent directement sur les firmes des effets négatifs directs : de nouvelles contraintes pèsent sur elles, qui peuvent remettre en cause leurs choix « industriels »

1. La pression du « capitalisme actionnarial » (doc. 1) : le risque est une crise de l'investissement par réduction de la capacité d'autofinancement. Contrairement à l'adage du chancelier Schmidt, les profits d'aujourd'hui ne font pas forcément les investissements de demain.
  - La réalité : une forte contrainte financière pèse sur les dirigeants d'entreprise, qui doivent assurer une rémunération élevée aux apporteurs de capitaux, résidents et non résidents (ROE, *return on equity*).
  - Deux effets négatifs possibles pour les firmes : directement, elles sont conduites à sacrifier leurs investissements (formation brute de capital fixe) à la distribution de dividendes élevés, indirectement, elles utilisent le travail comme variable d'ajustement (pression sur les salaires, compression des effectifs), ce qui joue défavorablement sur la consommation des ménages donc, *in fine*, sur les débouchés des firmes.
2. Le cas extrême : le recours au financement externe soumet les firmes à des risques de « dépeçage »
  - La globalisation financière (déréglementation) multiplie les possibilités d'OPA (offre publique d'achat) hostiles, en particulier à partir d'un apport réduit de capitaux propres (technique du LBO [*leveraged buy out*]).
  - D'où des stratégies de rachat d'entreprises par des investisseurs (au sens financier) qui ont pour objectif la « revente par appartements » des entreprises, ce qui peut ruiner la cohérence de la stratégie industrielle d'un groupe.

C. Les mutations financières récentes provoquent également des effets négatifs indirects sur les firmes

1. L'enchaînement observé
  - Les mutations de la sphère financière débouchent sur des dérives (endettement facile => risque de bulle, de surendettement => crise financière).
  - Ce qui rejaillit négativement sur la sphère réelle, en particulier sur les firmes (difficultés bancaires => resserrement du crédit => préjudiciable aux entreprises) (directement : investissement compromis ; indirectement : consommation compromise [effet d'accélération de la demande finale sur l'investissement]).
2. La période récente a multiplié les exemples, comme la crise asiatique (1997), la crise argentine (2000) et ; surtout, les évolutions en cours de la crise des *subprimes*, qui font craindre une récession aux États-Unis et son extension à d'autres pays, extrêmement préjudiciables aux firmes. Elles montrent que les effets négatifs possibles ne sont pas imaginaires.

*Conclusion partielle*

- Reprise de l'idée générale de la partie (phrase-titre du III)
- Pas de transition

## CONCLUSION GÉNÉRALE

1. *Reprise* rapide des idées générales (correspond à peu près à l'annonce générale du plan).
2. *Ouverture* (élargissement du sujet)

Au total, les mutations de la sphère financière, durant ces dernières décennies ont provoqué un bilan mitigé. C'est vrai pour les firmes, on vient de le voir, mais c'est vrai, également, de manière plus globale, pour les économies prises dans leur ensemble (dimension macroéconomique).

D'où de nombreuses réflexions sur l'opportunité d'une certaine « re-réglementation » visant, en matière de financement, à conserver les avantages des mécanismes du marché tout en limitant les dérives éventuelles : création ou renforcement d'autorités de surveillance et de régulation, au niveau national (exemple en France de la création d'une Autorité des Marchés Financiers [doc. 2]), mais aussi au niveau international (rôle de la BRI [Banque des Règlements Internationaux, Comité de Bâle]). Mais la tâche est difficile tant sont nombreuses les oppositions d'intérêts et les divergences de conception.