

# Séminaire Chaire ACPR : Anatomie et cycle de vie des entreprises « zombies »

Dans le cadre des séminaires mensuels de sa Chaire sur les risques systémiques, l'ACPR a reçu, le 3 février 2021, Boris Hofmann (BRI), qui a présenté en vidéoconférence un papier s'intéressant aux entreprises « zombies » et à leur évolution dans le temps.

La littérature sur les entreprises zombies s'est jusqu'à présent concentrée sur les causes et les conséquences de leur augmentation pour les autres entreprises et la productivité globale. Toutefois peu d'éléments sont connus sur les entreprises « zombies » elles-mêmes. Ce papier cherche à décrire plus précisément leurs caractéristiques et leurs évolutions au cours du temps. En s'appuyant sur des données d'entreprises non financières cotées couvrant 14 économies avancées et s'étendant sur trois décennies, les auteurs<sup>1</sup> montrent une augmentation de la part des entreprises « zombies », définies comme des entreprises non rentables (ratio de couverture des dépenses d'intérêt par les revenus avant intérêt –ICR- inférieur à 1) et à faible valorisation boursière (ratio de capitalisation boursière sur valeur comptable -q de Tobin- inférieur à la médiane du secteur), de 4 % à la fin des années 1980 à 15 % en 2017. Ce premier constat masque une grande hétérogénéité d'un pays à l'autre. Ainsi, la part des entreprises « zombies » apparaît plus élevée dans les pays anglo-saxons. Toutefois, la sous-représentation des PME, dont la probabilité d'être des « zombies » est plus importante, dans le groupe des entreprises étudiées en Europe continentale et au Japon suggère que la part réelle des entreprises « zombies » est probablement plus élevée dans ces économies. En Europe continentale par exemple, la proportion de ces entreprises oscille entre 10 et 15 % et est restée stable ou a diminué après la Grande Récession. La France fait figure d'exception puisque sa proportion a plus que doublé depuis 2008.

Par ailleurs, les entreprises « zombies » sont plus petites, moins productives, plus endettées et investissent moins dans le capital physique et immatériel. Leurs performances se détériorent plusieurs années avant la « zombification » et restent nettement plus faibles que celles des entreprises non « zombies » dans les années suivantes. Au fil du temps, près de 25 % des entreprises « zombies » sont sorties du marché, tandis que 60% se sont affranchies de leur statut de « zombie ». Cependant, ces dernières demeurent moins performantes que les entreprises qui n'ont jamais été des « zombies » et sont confrontées à une forte probabilité de rechute.

Les questions de l'auditoire ont porté sur la représentativité de l'étude et la définition des entreprises « Zombies ». L'auteur a notamment été interrogé sur les points suivants :

---

<sup>1</sup> Boris Hofmann et Ryan Banerjee (BRI).

- i. La représentativité de l'étude : l'étude porte sur plus de 30 000 entreprises dans 14 pays différents mais l'importance économique des entreprises étudiées (en terme de chiffre d'affaire ou de valeur ajoutée du pays) n'est pas précisée ;
- ii. Les différences dans l'identification des entreprises « zombies » : l'étude s'appuie sur une définition binaire des entreprises « zombies » (ICR et q de Tobin) tandis que certaines études antérieures se focalisent sur les taux d'emprunt anormalement bas associés aux entreprises dont le risque de crédit est élevé<sup>2</sup>. Boris Hofmann rappelle qu'il est aujourd'hui difficile d'identifier les entreprises « zombies » à partir des taux d'intérêt dans la mesure où l'environnement de taux bas est généralisé ;
- iii. La procyclicité des entreprises « zombies » : Les « zombies » étant vraisemblablement plus nombreuses durant les crises économiques, la définition des « zombies » et leur étude dans le temps devraient prendre en compte cet effet de composition. L'intervenant précise que sa définition des entreprises « zombies » intègre une valorisation boursière insuffisante qui persiste sur plusieurs années.

Pour mémoire, les séminaires de la Chaire ACPR ont lieu, en principe, tous les 1<sup>ers</sup> mercredis de chaque mois et sont ouverts aussi bien au personnel de la Banque de France et de l'ACPR qu'à des participants extérieurs. Pour notre prochain séminaire (mercredi 3 mars 2021), nous recevrons (virtuellement) Ania Zalewska (University of Bath) qui présentera le papier « The impact of machine learning and big data on credit markets ».

---

<sup>2</sup> Caballero, R. J., Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American economic review*, 98(5), 1943-77.