

Sur la mesure des dividendes

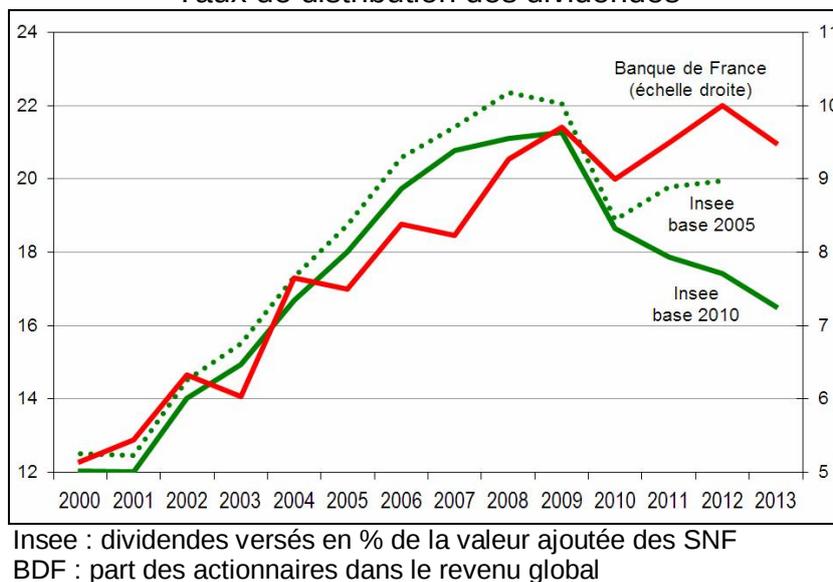
Michel Husson, note [hussionet](#) n°88, 16 Juillet 2015

Le CNIS vient de publier le rapport de son groupe de travail sur le coût du capital¹. L'une des questions qu'il avait à traiter est la divergence systématique entre les deux dernières bases de la Comptabilité nationale (2005 et 2010) en ce qui concerne les dividendes des sociétés non financières². Cette note reprend celle adressée, en tant que membre du groupe de travail, le 16 avril 2015, en réaction à une version préliminaire du rapport. Comme il n'en a été tenu aucun compte, elle est reproduite sans changement (si ce n'est les numéros de page).

Le difficile comptage des dividendes

Avec les données de la nouvelle base 2010, le taux de distribution des sociétés non financières (SNF) baisse depuis 2011 alors que ce n'est pas le cas dans la précédente base, ni dans les données de la Banque de France (BDF). Cette divergence oppose deux « récits » très différents de l'histoire économique récente entre lesquels il faudrait pouvoir trancher (graphique 1).

Graphique 1
Taux de distribution des dividendes

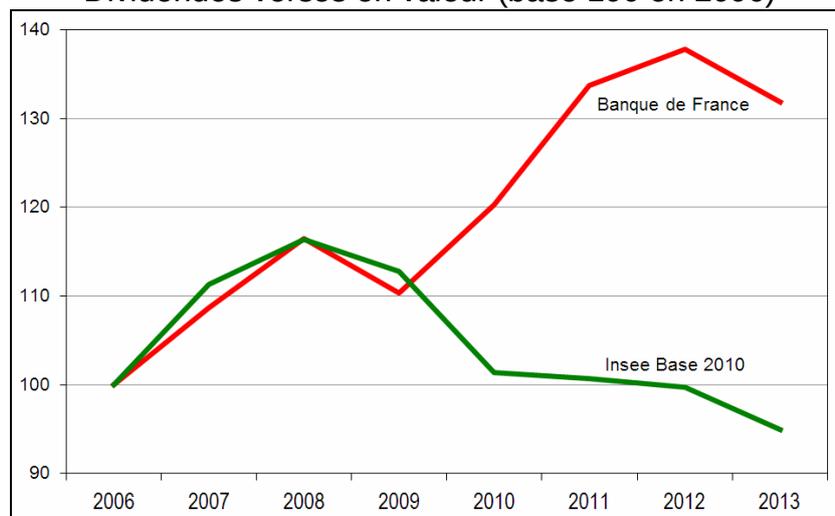


Le dernier graphique du rapport (Figure IV.1, page 85) récapitule diverses mesures des dividendes versés en valeur exprimées en base 100 en 2006. On peut en extraire le graphique 2 ci-dessous.

¹ Olivier Garnier, Ronan Mahieu, Jean-Pierre Villetelle, [Le coût du capital](#), CNIS, rapport du groupe de travail n°139, Juillet 2015.

² voir : Jacques Bournay, Odile Chagny, Michel Husson, « [Le difficile comptage des dividendes](#) », *Analyses et Documents économiques*, n° 120, mars 2015.

Graphique 2
Dividendes versés en valeur (base 100 en 2006)



Entre 2006 et 2013, les dividendes versés par les SNF ont donc :

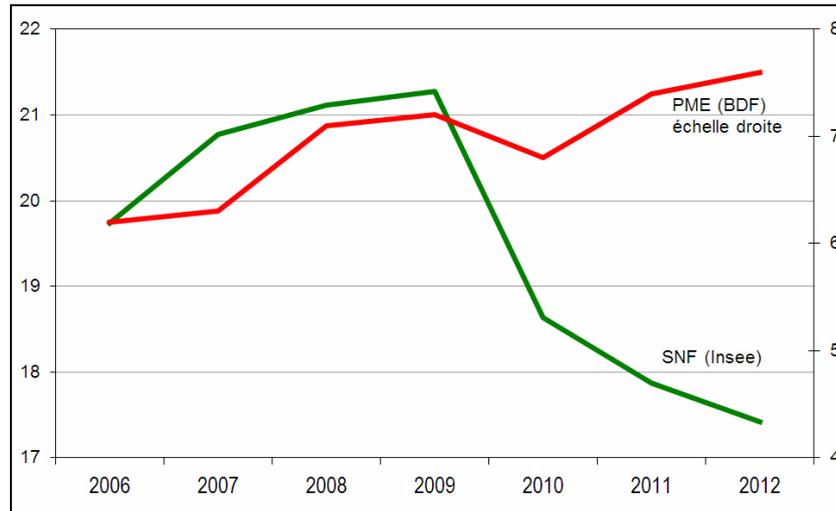
- augmenté de 32 % selon la Banque de France ;
- baissé de 5 % selon l'Insee.

Les commentaires de ce graphique détaillent les raisons pour lesquelles les données de l'Insee ou de la BDF ne peuvent être comparés à celles qui portent sur les seules entreprises du CAC40, ce que personne ne conteste. Le seul commentaire qui concerne l'écart Insee/BDF consiste à rappeler que « la comptabilité nationale a une visée exhaustive et couvre donc toutes les entreprises, quelle que soit leur taille. Les données de la Banque de France correspondent à un cas de figure intermédiaire » (page 85).

Cette explication n'est pas convaincante. La BDF distingue les entreprises selon leur taille (grandes entreprises, ETI et PME) et dispose donc d'un échantillon de PME. Sur ce champ, le taux de distribution de dividendes présente un creux en 2010, mais en aucun cas la chute que la base 2010 fait apparaître pour l'ensemble des SNF (graphique 3). Les mêmes données de la Banque de France (Fiben) conduisent évidemment au même constat dans le dernier rapport de l'Observatoire du financement des entreprises³.

³ Observatoire du financement des entreprises, [Rapport sur la situation économique et financière des PME](#), janvier 2014.

Graphique 3
Taux de distribution des PME et des SNF



Peut-on raisonnablement suggérer que l'écart considérable entre les données de la comptabilité nationale et celles de la BDF s'expliquerait par le comportement de très petites entreprises que l'Insee serait seul à prendre en compte ?

Le rapport ne clarifie pas suffisamment le mode de calcul des dividendes des sociétés non financières

Il est écrit (page 59) que « l'estimation des dividendes reçus ou versés par les SNF mobilise la source Esane » mais on apprend (page 62) que « l'évolution du solde des dividendes versés par les SNF a été calculé par solde ». Comment concilier ces deux propositions ?

Compte tenu de l'importance de ce poste pour l'analyse économique (et le débat public) est-il approprié d'en faire le réceptacle de toutes les incertitudes statistiques ?

Concernant les sources BDF, il est signalé (page 59) que « les comptes nationaux disposent via la Banque de France de données assez détaillées sur les flux de revenus impliquant des établissements bancaires ou des sociétés d'assurance, ou transitant par eux, et notamment les « dividendes (lorsqu'ils sont versés ou reçus par une société financière) ».

La Banque de France dispose pourtant de données sur la distribution de dividendes par les entreprises. Est-ce que la mention « dividendes (lorsqu'ils sont versés ou reçus par une société financière) » signifie que ces données ne sont pas mobilisées pour les sociétés non financières ?

Les dividendes de l'industrie

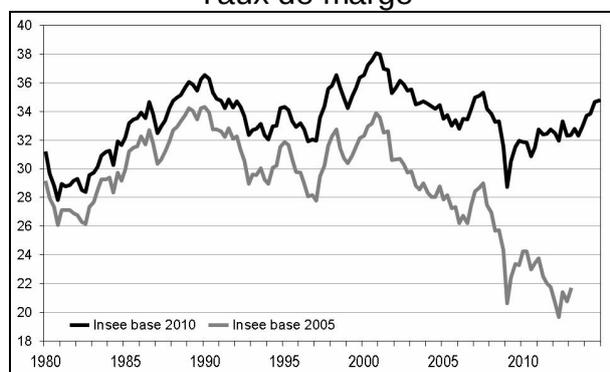
L'une des recommandations complémentaires du rapport devrait sans doute porter sur la mise à disposition de données concernant l'industrie manufacturière, plus spécialement exposée à la concurrence internationale, et donc concernée par les arguments portant sur la compétitivité. Il faudrait pouvoir répondre à deux questions importantes pour l'analyse économique et le débat public :

1. quelle est l'évolution du taux de marge dans ce secteur « exposé » ?
2. quelle est la contribution de la distribution de dividendes à l'épargne disponible pour l'investissement dans les entreprises de ce secteur ?

Sur le premier point, on constate que, dans la nouvelle base des comptes nationaux (notamment en raison du traitement des dépenses de recherche dorénavant comptées comme investissement) le taux de marge dans l'industrie manufacturière connaît une évolution beaucoup moins défavorable (graphique 4) que celle qui apparaissait dans la base précédente.

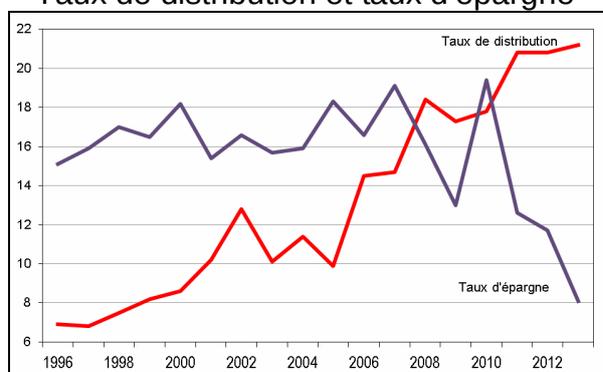
Sur le deuxième point, les données de la Banque de France montrent que le taux de distribution des dividendes dans l'industrie a à peu près constamment progressé entre 1996 et 2003, alors que le taux d'épargne (tel que le définit la Banque de France) était à peu près constant jusqu'à la crise (graphique 5).

Graphique 4
Industrie manufacturière
Taux de marge



EBE en % de la valeur ajoutée brute.
Source : Insee, comptes trimestriels.

Graphique 5
Industrie manufacturière
Taux de distribution et taux d'épargne



Taux de distribution : part des actionnaires dans le revenu global ; taux d'épargne : autofinancement en % du revenu global.
Source : Banque de France, [bilans d'entreprises](#).