

Où sont passés les dividendes ?

Michel Husson, *Alternatives économiques*, 17 octobre 2018



Selon les derniers [Comptes de la Nation](#) publiés par l'Insee, les sociétés non financières ont distribué 31 milliards de dividendes nets (versés moins reçus) en 2017. C'est 40 % de moins qu'en 2009, et le même niveau qu'en 2005. Le moins qu'on puisse dire est que ce constat fait problème, parce que d'autres sources livrent un diagnostic très différent.

Un problème qui dure

Et cela dure depuis plusieurs années : ce problème est apparu lors du précédent changement de base des comptes nationaux. Tous les 4 ou 5 ans, la comptabilité nationale change de « base ». L'opération consiste à recalculer un certain nombre de coefficients (par exemple la structure de consommation des ménages), d'améliorer l'information statistique, ou de changer la définition de certains concepts, par exemple en comptant les achats des entreprises de produits informatiques comme investissement, plutôt que comme consommation intermédiaire. Pour l'année 2012, la part des revenus distribués nets était passée de 8,3 % de la valeur ajoutée dans la base 2005, à 4,9 % dans la base 2010, et ce ratio était ensuite orienté à la baisse.

*A chaque fois que l'Insee change de base,
les dividendes versés par les entreprises baissent !*

La difficulté avait été soulevée dans le cadre d'un groupe de travail du CNIS sur le coût du capital. En tant que participant à ce groupe, j'avais soumis [une note](#) sur ce sujet qui discutait des réponses de l'Insee présentées dans une version préliminaire du rapport. Les réponses apportées sont restées les mêmes dans sa [version finale](#), et ma note n'y a pas été annexée.

Les explications insatisfaisantes de l'Insee

On aurait pu espérer que cette question serait élucidée et que la nouvelle base (2014) corrigerait cette évolution surprenante. Or, il n'en est rien et le taux de distribution des entreprises – les revenus distribués des entreprises, pour la très grande majorité des dividendes, ramenés à la valeur ajoutée - présente toujours une évolution à la baisse malgré une légère remontée en 2016. En outre son niveau a de nouveau baissé par rapport aux bases précédentes (graphique 1).

Dans un [dossier](#) annexé à son recueil annuel sur l'économie française, l'Insee propose un bilan sur 10 ans des modifications apportées par la crise financière. Son auteur, Ronan Mahieu, est le chef du Département des comptes nationaux de l'Insee, et il était aussi l'un des rapporteurs du groupe de travail du CNIS. Il se propose d'expliquer, dans un [encadré](#), « la baisse brutale des flux de dividendes entre 2012 et 2013. »

Graphique 1. Les dividendes s'évaporent*

Revenus distribués des entreprises ramenés à la valeur ajoutée, selon la base de la comptabilité nationale, en %



Source : Insee

Le principal argument invoqué est la modification de la taxation des revenus du capital intervenue au 1er janvier 2013 : « Jusqu'en 2012 les dividendes reçus d'entreprises assujetties à l'IS pouvaient faire l'objet d'un prélèvement libératoire forfaitaire (PLF) de 21 %. À partir de 2013, les dividendes sont imposés au barème de l'impôt sur le revenu. Pour les ménages les plus aisés, qui sont également ceux percevant le plus de dividendes, la suppression du PLF a fait bondir le taux d'imposition des dividendes de 21 % à 41 %. »

L'Insee avance une explication fiscale qui n'est pas convaincante

Cet argument n'est pas convaincant, pour plusieurs raisons. La première est que le décrochage est antérieur à cette mesure, et il est énorme : en 2009, les sociétés non financières avaient distribué des revenus nets pour 48,1 milliards d'euros selon la base 2005, et ce flux aurait été réduit de plus de la moitié selon la nouvelle base, à 18,4 milliards en 2013.

Le commentaire de l'Insee reconnaît lui-même qu'on « imagine difficilement que toutes les entreprises aient brutalement réduit leur distribution de dividendes pour cette raison [la suppression du PLF], ne serait-ce que parce que beaucoup ont une part importante de leur actionnariat qui est non-résident (et donc non concerné par le durcissement de la fiscalité applicable aux dividendes perçus par des ménages résidant en France). » [Selon la Banque de France](#), la part des non-résidents dans l'actionnariat des 34 sociétés résidentes du CAC 40 s'établissait à 42,7 % à la fin de 2017 (et 47,8 % en 2013). Autrement dit, le phénomène de baisse des dividendes ne concernerait qu'une fraction réduite des entreprises, de telle sorte que l'ampleur de la baisse paraît encore plus surprenante. Grâce à la *flat tax* du gouvernement Macron, les revenus du capital sont dorénavant imposés à un taux forfaitaire unique de 30 % : peut-être verrons-nous donc les dividendes repartir à la hausse dans les prochains comptes nationaux ?

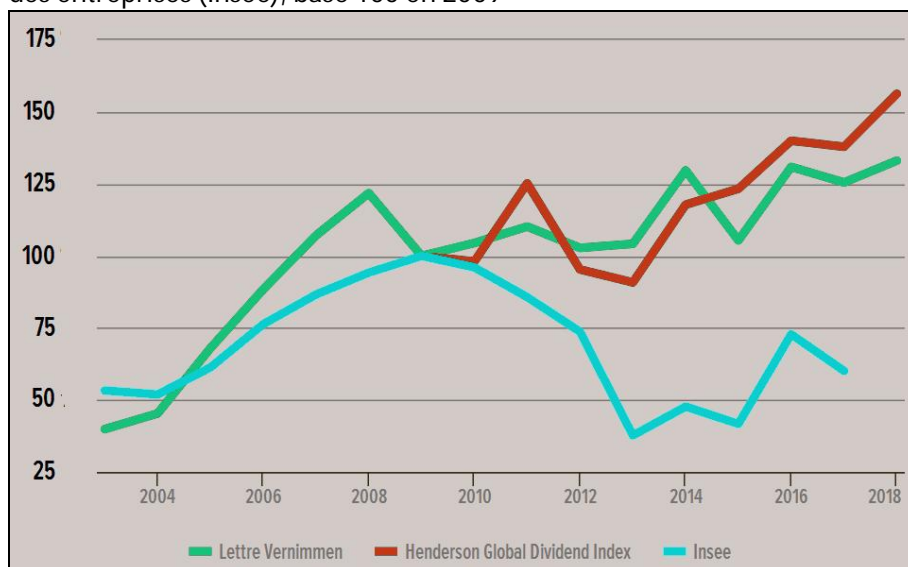
* Les données des graphiques sont disponibles [ici](#).

Les dividendes du CAC 40 n'ont pas baissé

Il existe deux sources qui répertorient régulièrement les dividendes distribués par les entreprises du CAC 40 : la [Lettre Vernimmen](#) et le [Henderson Global Dividend Index](#). Entre 2009 et 2017, les dividendes versés par les entreprises du CAC 40 ont augmenté respectivement de 25 % et 11 % selon ces deux sources. Sur cette même période, les revenus distribués par l'ensemble des entreprises ont, selon l'Insee, baissé de 40 %.

Graphique 2. Un décalage incompréhensible

Montant des dividendes versés par le CAC 40 et par l'ensemble des entreprises (Insee), base 100 en 2009



Source : Vernimmen, Henderson, Insee

Le rapport du Cnis de 2015 faisait certes valoir que le CAC 40 n'est pas représentatif des sociétés non financières. Et pour plusieurs raisons : parce que les groupes qui le composent sont pour « *la plupart fortement implantés à l'étranger* » ; parce que les données qu'ils publient « *portent sur des comptes consolidés* » ; parce que « *les comportements de distribution de dividendes peuvent fortement varier selon la taille de l'entreprise considérée* », parce que le CAC 40 « *comporte plusieurs grands groupes de banque ou d'assurance.* »

Ces arguments ne permettent cependant pas d'expliquer le décrochage intervenu en 2009. Il faudrait qu'il ait été d'une ampleur considérable chez les entreprises ne figurant pas dans le CAC 40. L'argument de la taille ne tient pas non plus, comme le montrent les données de la Banque de France.

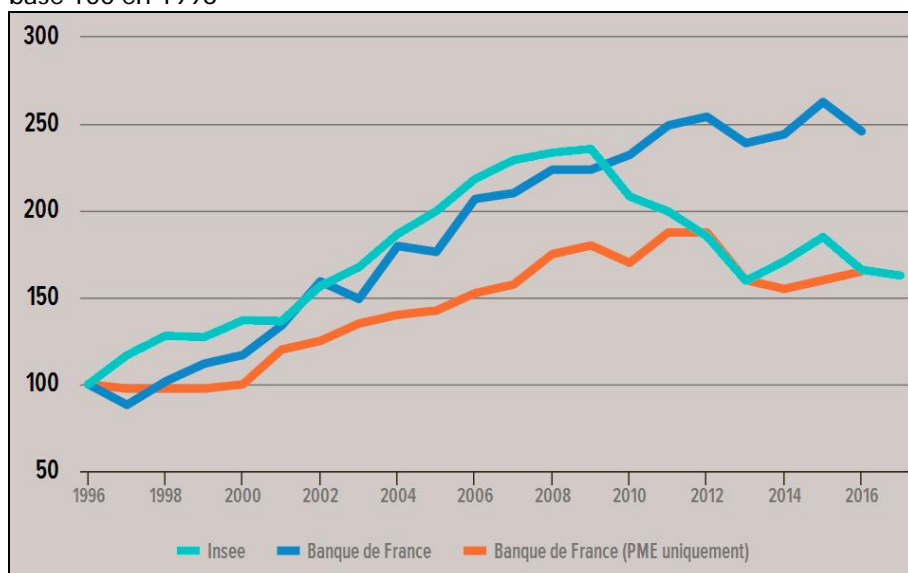
Certes le CAC40 est à part mais l'analyse par la taille des entreprises ne résout pas le problème

La Banque de France [calcule régulièrement](#) un indicateur baptisé « part des actionnaires dans le revenu global ». Le revenu global [est défini](#) à partir de données d'entreprise et l'on peut considérer qu'il évolue à peu près comme la valeur ajoutée. La part des actionnaires est un taux de distribution brut (qui ne prend pas en compte les dividendes reçus par les entreprises) que l'on peut comparer à celui calculé à partir des données de l'Insee.

On constate une nouvelle fois que le taux de distribution de la Banque de France évolue constamment à la hausse, de manière très semblable à celui de l'Insee jusqu'en 2009. Et là encore, la même divergence peut être observée : le taux de distribution continue à augmenter, tandis qu'il recule fortement selon l'Insee. Le taux de distribution dans les seules PME est moins dynamique mais ne présente pas de décrochage : l'effet taille ne peut donc expliquer la divergence.

Graphique 3. Banque de France ou Insee : qui croire ?

Dividendes versés par les entreprises en % de la valeur ajoutée, base 100 en 1996



Source : Insee, Banque de France

Le rapport du Cnis faisait figurer le même type de graphique (Figure IV.1, p.85) comparant les données de l'Insee et de la Banque de France. La même divergence pouvait être observée à partir de 2009 mais elle ne donnait lieu qu'à ce bref commentaire : « *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 .* »

Ce n'est pas tout à fait exact. La Banque de France dispose du fichier bancaire des entreprises (FIBEN), soit un échantillon qui représente, comme le précise sa [note méthodologique](#) : « *environ 80 % de l'effectif et du chiffre d'affaires des entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés en France (calcul par rapport à des données Insee).* » Mais surtout, les rapporteurs avouaient qu'il « *semble peu probable que les problèmes de champ puissent à eux seuls expliquer les différences d'évolution entre la comptabilité nationale et Fiben.* »

Le casse-tête des comptables nationaux

La comptabilité nationale est un art difficile et exigeant. Il faut mettre en cohérence des sources de diverses origines, et combler les trous, quand les données n'existent pas. Or l'opacité des données rend l'exercice acrobatique, particulièrement dans le cas des dividendes comme l'explique une [note technique](#) consacrée à leur traitement dans la nouvelle base.

Les revenus bruts distribués par les entreprises sont « établis via des sources autonome, principalement Esane. » Esane (Élaboration des statistiques annuelles d'entreprise) [est présentée par l'Insee](#) comme un « dispositif [qui] combine des données administratives et des données obtenues à partir d'un échantillon d'entreprises enquêtées par un questionnaire spécifique pour produire des statistiques structurelles d'entreprises. »

La comptabilisation correcte des dividendes se heurte à l'opacité des comptes des entreprises

Mais on ne dispose pas de données concernant les dividendes reçus par les entreprises. La méthode utilisée est alors de partir des comptes des autres agents (les ménages, l'étranger, etc.) pour lesquelles on dispose de sources : données fiscales et balance des paiements respectivement. Ensuite, « les revenus nets versés par les sociétés non financières sont déterminés comptablement par solde, une fois les comptes des autres secteurs stabilisés. »

Le compte des entreprises encaisse ainsi les révisions massives qui interviennent du côté des ménages : « les bénéfices nets distribués par les sociétés sont révisés en baisse de l'ordre de 25 Md€ en lien essentiellement avec les révisions opérées sur les dividendes perçus par les ménages. » Les dividendes reçus par les ménages ont baissé de 14 milliards d'euros en 2013 par rapport à 2012 et on peut y voir l'effet du changement de la fiscalité, un décrochage qui n'apparaissait pas dans la base précédente.

En fait, la question de la ponction actionnariale intéresse le public mais pas les comptables nationaux

La comptabilisation correcte des dividendes se heurte finalement à trois obstacles :

- l'opacité des comptes des entreprises : aussi surprenant que cela puisse paraître, il n'existe aucune source directe d'information sur la distribution nette de dividendes, et l'Insee est obligé de les capter du côté des ménages qui les reçoivent ;
- la mondialisation rend difficile la construction de concepts comptables cohérents avec la dimension territoriale ;
- enfin, le doute qui pèse sur les données de l'Insee résulte aussi du fait que la question de la ponction actionnariale n'est pas une priorité des comptables nationaux. Alors qu'elle occupe une place centrale dans le débat public.