

Un essai de mesure de la ponction actionnariale

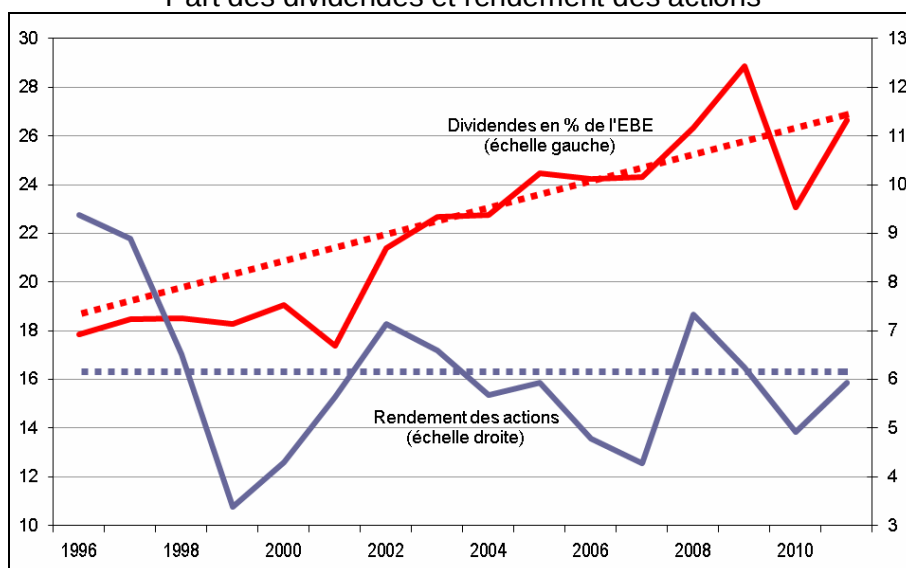
note [hussonet](#) n°63, 7 novembre 2013

L'objectif de cette note est de présenter une mesure de la ponction actionnariale. Son point de départ est un double constat (graphique 1) :

1. les dividendes nets (DIV) versés par les sociétés non financières (SNF) représentent une part croissante de leur excédent brut d'exploitation (EBE) : la part du profit allant aux actionnaires est ainsi passée de 18 % à 26,7 % en 2011¹.

2. mais, d'un autre côté, le rendement des actions - calculé en rapportant ces mêmes dividendes à l'encours des actions du compte de patrimoine des SNF - ne montre pas une telle tendance à la hausse. Il n'y a donc que deux manières de réconcilier ces deux observations. Ou bien la contribution des actionnaires au financement du capital a augmenté, justifiant ainsi leur part croissante dans la distribution du profit ; ou bien il s'agit d'une véritable ponction.

Graphique 1
Part des dividendes et rendement des actions



Pour éclairer cette question, la première étape consiste à examiner comment, au fil des ans, est financé l'investissement des entreprises (FBCF, formation brute de capital fixe). On peut distinguer trois grandes sources de financement : 1/ l'autofinancement (autrement dit le réinvestissement des profits) mesuré par l'épargne brute des entreprises ; 2/ l'endettement ; 3/ l'émission d'actions. Il est donc utile de dresser un tableau synthétique de financement en combinant divers éléments du compte des sociétés non financières. Ce tableau de financement s'écrit :

$$\text{FBCF} = \text{Epargne brute} + \text{Crédits à long terme} + \text{Actions}$$

L'investissement (FBCF) et l'épargne brute s'obtiennent à partir du compte des sociétés non financières dans les comptes nationaux ([tableau 7.101](#)). Leur compte financier ([tableau 8.102](#)²) permet de calculer les flux nets de crédits à long terme et d'actions (y compris titres d'OPC, organismes de placement collectif). Ce tableau n'est équilibré que moyennant un ajustement qui correspond aux postes accessoires et qui s'annule à peu près à moyen terme.

¹ et à 29,2 % en 2012. On utilise ici la période 1996-2011 pour des raisons de disponibilité des données.

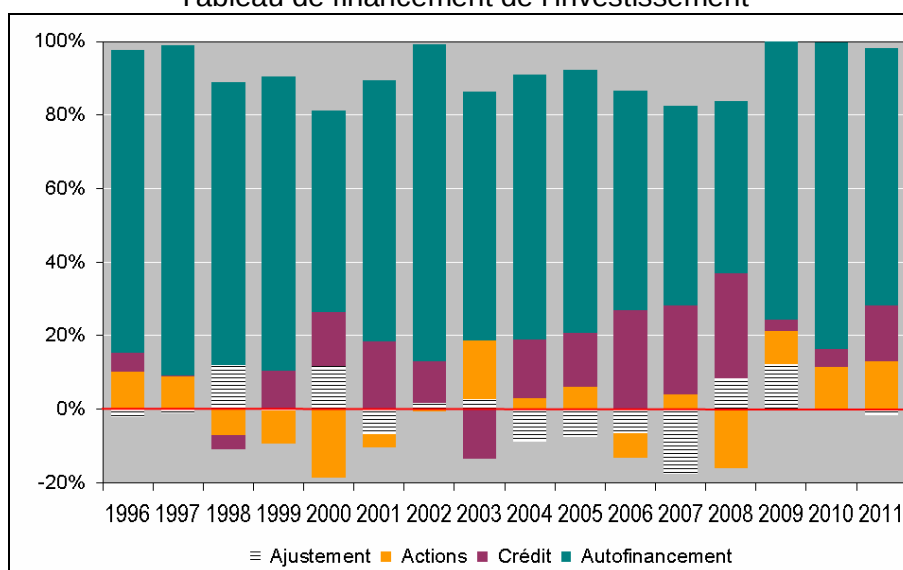
² l'année 2012 n'étant pas disponible, on utilise le tableau figurant dans les archives des comptes nationaux.

On constate que la contribution moyenne des actions est quasi-nulle sur la période 1996-2011 (tableau 1). Cette contribution nette peut en effet être négative certaines années : c'est le cas de 1998 à 2001, ainsi qu'en 2006 et 2008 (graphique 2).

Tableau 1
Tableau de financement de l'investissement

	1996	2005	2010	moyenne 1996-2011
Epargne brute	86,3	84,6	83,8	85,9
Crédits à long terme	5,5	17,3	5,1	14,3
Actions	10,6	7,2	11,4	0,2
ajustement	-2,4	-9,1	-0,3	-0,4
FBCF	100,0	100,0	100,0	100,0

Graphique 2
Tableau de financement de l'investissement



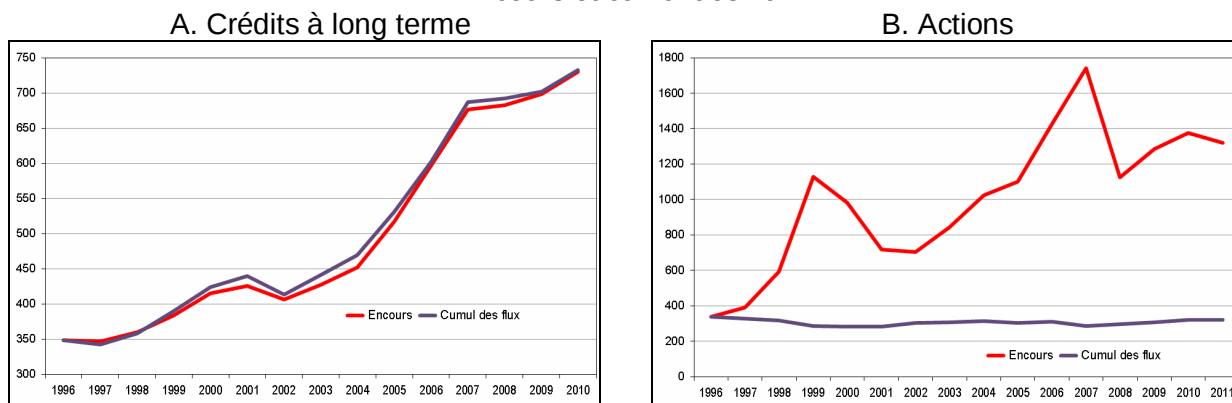
Pour résoudre le paradoxe de départ, il faudrait connaître la contribution des actionnaires au financement du capital. C'est là que les choses se compliquent en fonction des règles de la comptabilité patrimoniale. L'idéal serait de simplement cumuler le tableau de financement de l'investissement (inv) pour obtenir le tableau de financement du capital (K) en encours (tableau 2). Il serait alors possible de calculer la part du capital financée par les trois sources de financement.

Tableau 2
Passage du financement des flux aux encours

Flux		Encours	
inv	crédit	$\Sigma \text{ inv} = K$	$\Sigma \text{ crédit}$
	actions		$\Sigma \text{ actions}$
	autofin		$\Sigma \text{ autofin} = \text{valeur nette}$

Cette méthode fonctionne bien pour l'endettement : en cumulant les flux de crédits à long terme nets, on obtient une bonne approximation des encours fournis par le compte financier ou le compte de patrimoine des SNF (graphique 1A). En revanche, il n'en va pas de même en ce qui concerne les actions : leur encours augmente de manière considérable, alors que le cumul des flux reste plat (graphique 1B).

Graphique 3
Encours et cumul des flux



D'autres différences interviennent qui tiennent aux règles de réévaluation qui ne concernent pas seulement les actions mais aussi les actifs non financiers « non produits », essentiellement les terrains.

Ce sont ces règles de réévaluation qui rendent compte de l'énorme écart entre cumul des flux et encours des actions. L'encours d'actions est approximativement équivalent à la capitalisation boursière des entreprises : il est valorisé « aux prix du marché » et progresse donc en fonction du flux courant et d'une réévaluation qui dépend des cours boursiers. On peut le vérifier en rapportant l'écart entre ces deux modes de calcul à l'indice du CAC40 et à l'indice des prix au moyen d'une équation économétrique simple qui donne d'excellents résultats (encadré 1).

Encadré 1
Une estimation économétrique de l'écart entre encours d'actions et cumul des flux

$$\text{Ecart} = 1,07 \text{ CAC40} + 4,41 \text{ Prix} - 7,69$$

(8,7) (9,8) (7,6)

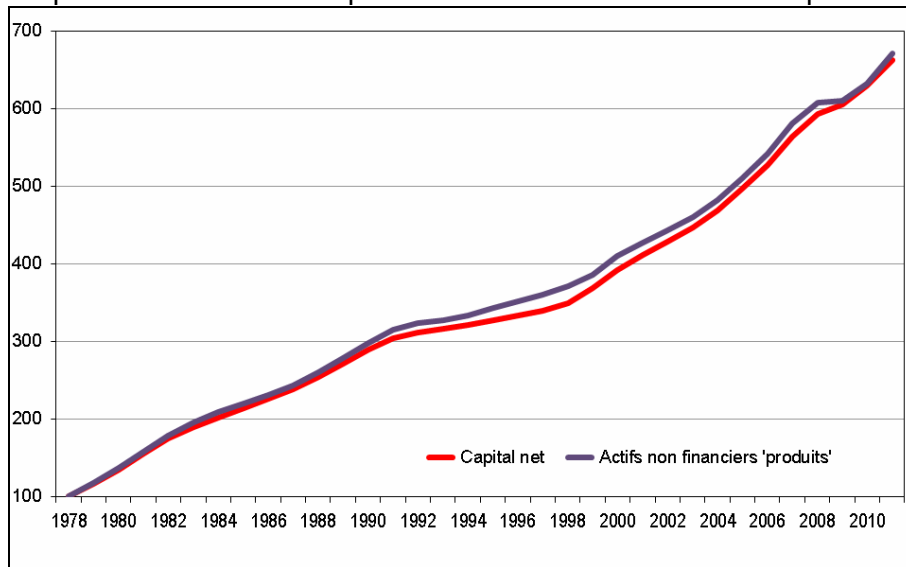
1996-2011 $R^2=0,933$

Ecart : ratio encours/cumul de flux d'actions (logarithme)
CAC40 : indice boursier (logarithme)
Prix : indice de prix (logarithme)

Il faut donc reconstruire un tableau simplifié de financement du capital. On commence par vérifier que les actifs non financiers « produits » (hors terrains) des SNF correspondent à peu près au capital net des branches productives³, ce qui est le cas (graphique 4).

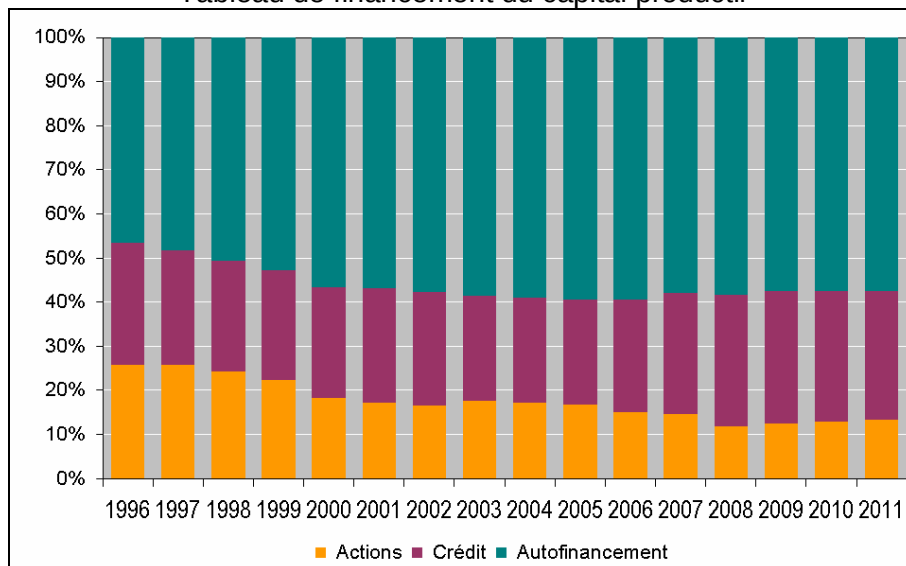
³ hors agriculture, services non marchands et activités immobilières.

Graphique 4
Capital net des branches productives et actifs non financiers produits



On a vu plus haut que le cumul fonctionnait bien pour le crédit à long terme. Un tableau de financement du capital peut donc être construit à partir de l'encours de crédit et du cumul des flux d'actions (non réévalués comme c'est le cas pour les crédits). La valeur nette, équivalant au cumul des flux d'autofinancement est alors obtenue par solde. La structure de financement ainsi construite fait apparaître une baisse de la contribution des actionnaires et une augmentation de l'autofinancement, la part du crédit étant relativement stable (graphique 5).

Graphique 5
Tableau de financement du capital productif

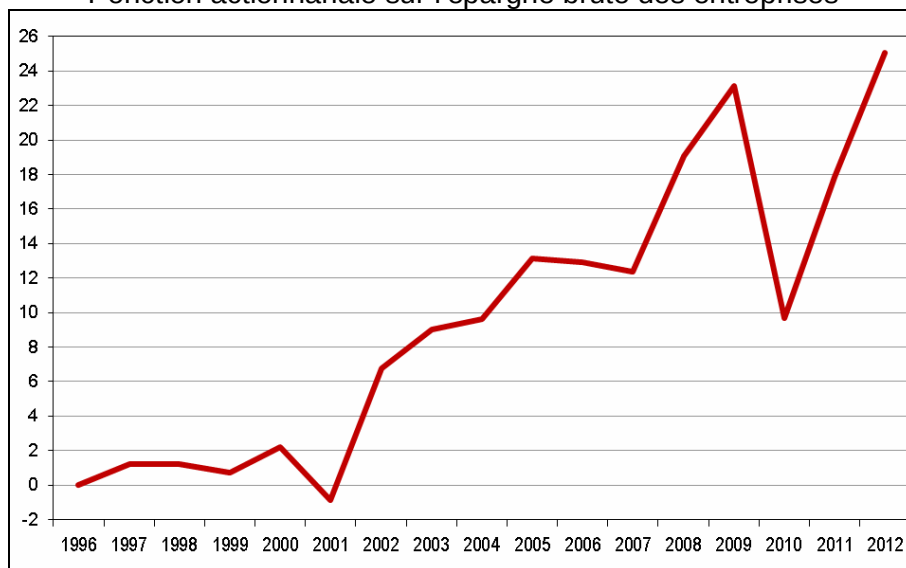


Ces résultats obtenus « à la louche » reposent sans doute sur des raccourcis et il faudrait entreprendre une analyse beaucoup plus détaillée. Mais ils sont cohérents, en particulier sur ce point : si la contribution des actionnaires au financement de l'investissement est en moyenne nulle sur les 15 dernières années, on ne voit pas comment leur contribution au financement du capital aurait pu augmenter.

Alors que les calculs précédents montrent que cette contribution a baissé, on prendra dans ce qui suit l'hypothèse prudente selon laquelle elle est restée constante. Dans ces conditions, la part des dividendes aurait dû rester constante. La ponction actionnariale peut alors être

définie comme la différence entre les dividendes effectivement versés et ceux qui l'auraient été en appliquant cette règle de « juste distribution » des profits. On constate qu'elle représente une part croissante de l'épargne brute des entreprises, autrement dit de leur capacité d'autofinancement de l'investissement (Graphique 6). Cette évaluation est limitée à l'étude de la période 1996-2011 mais fait clairement apparaître une inflexion au début des années 2000 qui conduit à une hausse continue que la crise n'interrompt que transitoirement. Dans la mesure où l'estimation proposée ici suppose que la pression actionnariale est nulle en 1996, il s'agit donc d'un minorant. En 2012, cette ponction actionnariale représente 33 milliards d'euros, soit 25 % de l'épargne brute des entreprises ou encore 3,2 % de leur valeur ajoutée.

Graphique 6
Ponction actionnariale sur l'épargne brute des entreprises



Le mécanisme de la ponction actionnariale peut finalement être résumé comme suit (graphique 7). Supposons que les actionnaires contribuent pour 10 % de l'investissement productif des entreprises. Ils devraient donc recevoir 10 % du profit. Mais si l'inflation boursière conduit à doubler la capitalisation boursière, alors leurs actions seront rémunérées à proportion de cette dernière, et les actionnaires ne recevront pas 10 % du profit mais 20 %. Les actionnaires exercent ainsi un droit de tirage sur la valeur créée qui ne dépend pas de leur contribution au financement du capital, mais de l'évaluation « fictive » qui en est faite par le marché.

Graphique 7
Le mécanisme de la ponction actionnariale

