

Le difficile comptage des dividendes

Le débat ouvert par la CGT sur le coût du capital nécessite que l'on puisse en mesurer correctement les éléments constitutifs, à commencer par la distribution de dividendes. La connaissance précise du comportement des entreprises en la matière permet de mieux évaluer la répartition des revenus, de mettre en perspective les arguments centrés exclusivement sur le coût du travail et ses effets supposés sur le taux de marge des entreprises et leur compétitivité.

Cet article traite des difficultés méthodologiques que l'on rencontre quand on cherche à analyser de manière rigoureuse le poids des dividendes dans la valeur ajoutée des entreprises. L'obstacle le plus important est lié à l'internationalisation des grands groupes qui réalisent une partie importante de leur chiffre d'affaires à l'étranger et distribuent aussi des dividendes à des actionnaires non-résidents. La complexité des liaisons industrielles et financières rendent difficiles l'identification de ces flux financiers et par conséquent aussi les comparaisons internationales. Il manque un cadre comptable cohérent adapté à ces nouvelles réalités, même si on dispose d'une batterie d'indices permettant de les appréhender.

Mais l'essentiel de cet article est consacré à une difficulté supplémentaire qui vient d'apparaître avec la publication des comptes de la Nation pour 2013 et du passage de l'ancienne base de 2005 à la nouvelle base 2010, en conformité avec le Système européen de comptes (SEC2010).

L'un des principaux changements concernant le compte des sociétés non financières (SNF) consiste à comptabiliser les dépenses de R & D (recherche et développement) comme des investissements et non plus comme des consommations intermédiaires. Les implications de cette mise en conformité sont facilement maîtrisées : la valeur ajoutée, le profit et l'investissement des SNF augmentent, sans que soient modifiés les profils d'évolution des principaux ratios (part des salaires dans la valeur ajoutée, taux d'investissement, etc.) qui sont seulement décalés.

A priori, le changement de base ne devrait pas avoir de répercussion sur la comptabilisation des dividendes. On constate pourtant une surprenante divergence entre les deux bases : selon la nouvelle base, les dividendes nets versés par les sociétés non financières en 2012 ont été de 33,3 milliards d'euros, contre

60,5 milliards dans l'ancienne base. Ils ont donc été divisés par deux, et 27 milliards d'euros de dividendes ont ainsi disparu. Pour essayer de comprendre cet énorme écart, il faut ouvrir une discussion qui est forcément technique, mais dont l'importance pour le débat public est évidente.

Le problème est illustré par le graphique 1 qui compare les dividendes versés et reçus par les sociétés non financières (SNF) dans l'une et l'autre des bases. On constate deux choses :

- les dividendes reçus ont le même profil, mais il existe entre les deux bases une différence de niveau, de l'ordre d'une dizaine de milliards ;
- les dividendes versés ne présentent pas d'écart de niveau jusqu'en 2010. Mais, dans la nouvelle base, ils baissent sur les trois dernières années alors qu'ils étaient à la hausse jusqu'en 2012 dans l'ancienne base (voir graphique 1).

Les dividendes nets versés par les sociétés non financières cumulent ces deux différences, ce qui conduit à un écart croissant, qui atteint donc 27 milliards d'euros en 2012. Si on les rapporte à la valeur ajoutée, on obtient deux récits très différents (voir graphique 2) :

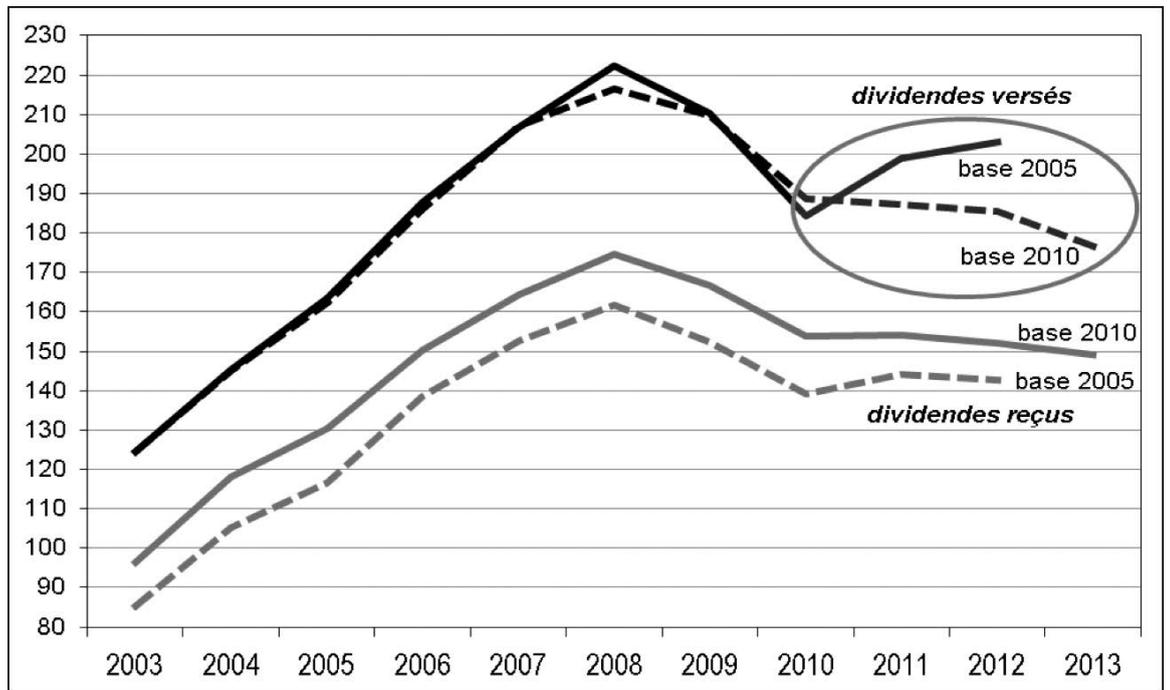
- dans l'ancienne base, la part des dividendes nets versés dans la valeur ajoutée des SNF augmente jusqu'à la crise, chute en 2010, puis retrouve en deux ans son niveau d'avant-crise ;
- selon la nouvelle base, ce taux de distribution de dividendes suit la même évolution à la hausse jusqu'à la crise mais à un niveau inférieur. Le décrochage de 2010 se prolonge les années suivantes, de telle sorte que la part des dividendes serait aujourd'hui inférieure à ce qu'elle était il y a dix ans.

Il s'agit donc d'une véritable réécriture de l'histoire économique récente. Le problème est que ce récit inédit est en complète contradiction avec d'autres sources.

La Banque de France calcule ainsi une « part des actionnaires dans le revenu global » des entreprises⁽¹⁾ en distinguant les entreprises selon la taille. Il est facile de constater que l'indicateur de la Banque de France ne fait apparaître aucune inflexion à la baisse après

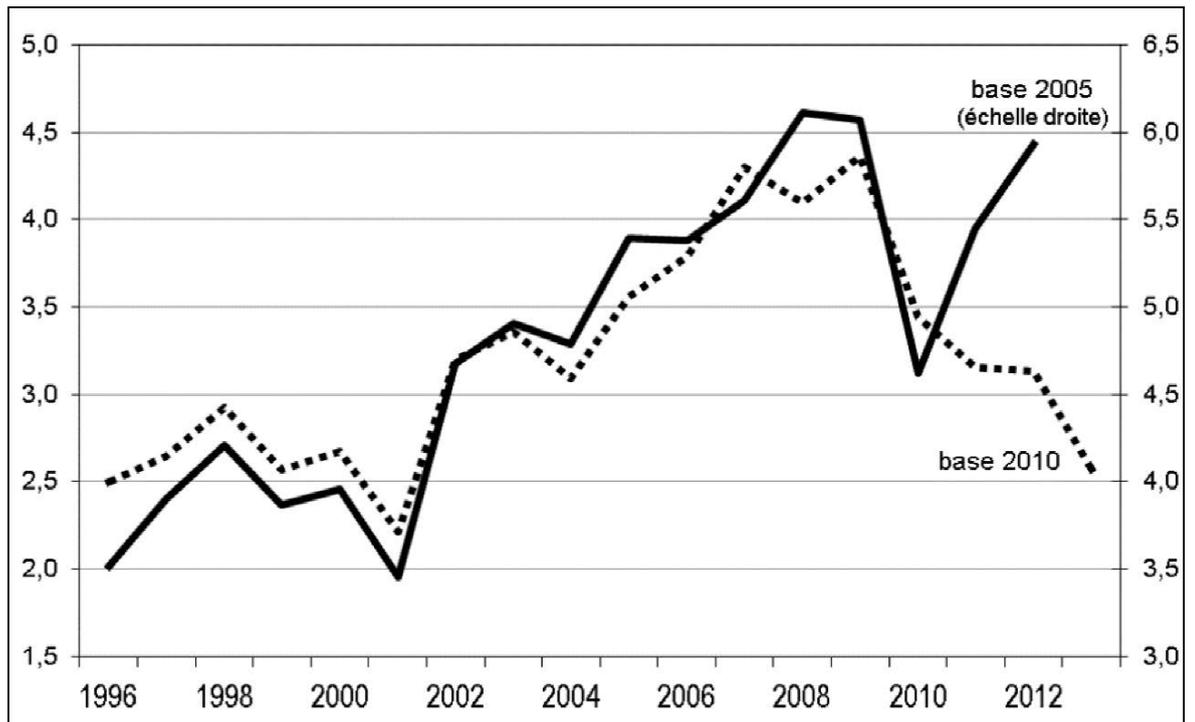
(1) Les données sur la « part des actionnaires dans le revenu global » se trouvent sur cette page : <http://goo.gl/zDgbJ7>. Le revenu global est défini ainsi : Valeur ajoutée + Subventions d'exploitation + Charges à répartir + Autres produits d'exploitation – Autres charges d'exploitation + Opérations hors exploitation. Voir : Banque de France, *Méthodologie de la situation des entreprises*, <http://goo.gl/b1Iyyg>

Graphique 1 : Dividendes reçus et versés par les sociétés non financières (en milliards d'euros)



Source : Insee

Graphique 2 : Dividendes nets versés par les sociétés non financières (en % de la valeur ajoutée brute, VAB)



Source : Insee

2010 : la courbe se redresse, comme dans l'ancienne base de l'Insee (graphique 3 ci-dessous).

Un autre exercice de comparaison consiste à utiliser les évaluations des dividendes versés par les sociétés du CAC40. On dispose par exemple d'une étude du cabinet PrimeView, synthétisée dans un article des *Échos* (2), et du même exercice mené par *Vernimmen.net* (3). On vérifie à nouveau que le profil d'évolution de la nouvelle base est décidément atypique (graphique 4 page suivante).

L'Insee ne donne aucune explication de cet énorme écart, si tant est qu'il l'ait identifié. La présentation des derniers comptes de la Nation (4) n'en fait pas mention. Il faut donc se reporter à un document méthodologique plus complet, à la recherche d'éclaircissements (5). Ce document suggère une première piste en indiquant que « le solde des flux de revenus de la propriété avec le reste du monde mesurés par la balance des paiements est revu à la hausse, de même que les dividendes reçus » (p. 14). Les dividendes reçus sont revus à la hausse grâce à l'exploitation des données de la banque de France, Esane (Élaboration des statistiques annuelles d'entreprise) : voilà pour l'explication de la différence entre les deux bases.

En 2010, année sur laquelle porte cette comparaison, le solde des revenus de la propriété (dont les dividendes constituent l'essentiel), n'est que de 9,6 milliards, mais le problème est qu'il passe à 17,6 milliards en 2011, et à 23 milliards en 2012. Une autre piste concerne la

balance des paiements qui a, elle aussi, été révisée, mais elle ne permet pas non plus de rendre compte de l'écart constaté (6). Le mystère reste donc entier.

Les PME aussi

Le dernier rapport de l'Observatoire du financement des entreprises (OFE) fournit de précieuses informations sur les PME. Il montre en particulier que le taux de distribution des dividendes a continué d'augmenter depuis la crise, passant de 6,8 % à 8,2 % de la valeur ajoutée entre 2007 et 2012, alors même que le taux de marge reculait de trois points (de 23,9 % à 20,9 %). La crise n'a donc pas infléchi la progression du taux de distribution qui a presque doublé depuis 2000 (tableau 1). La neutralisation de cette tendance aurait permis de compenser la baisse du taux de marge.

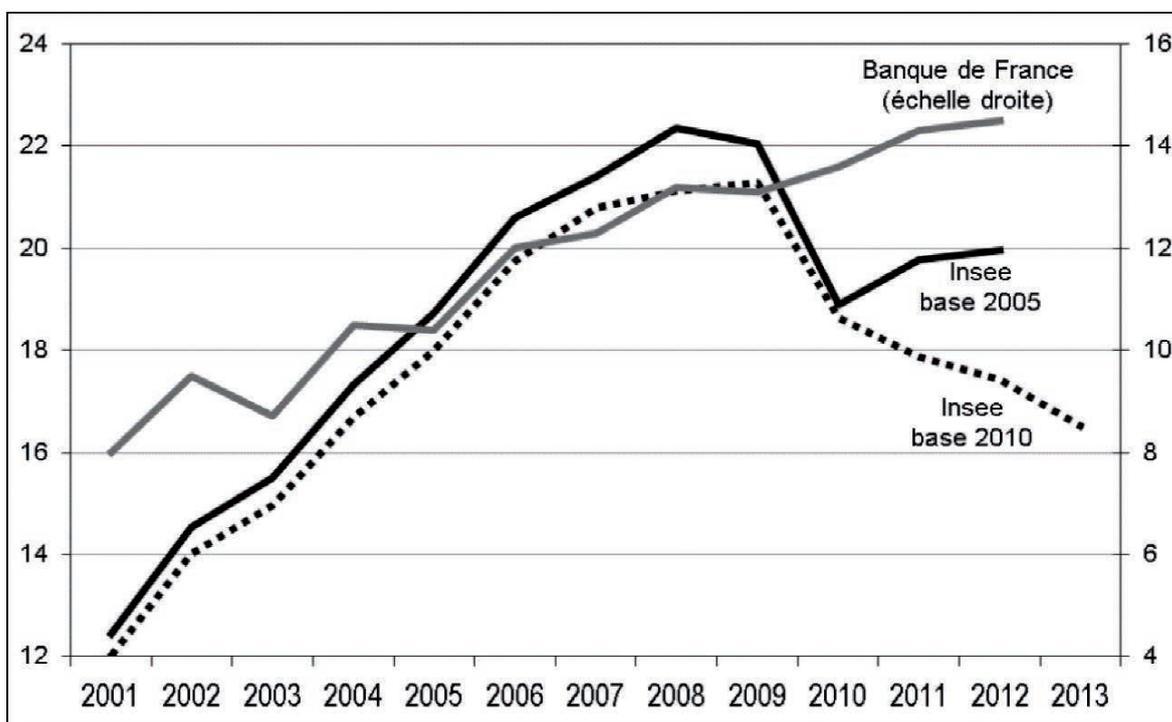
Tableau 1 : Taux de marge et de distribution des PME (en % de la VAB)

	2000	2007	2012
Taux de marge	23,0	23,9	20,9
Dividendes payés	4,4	6,8	8,2

Source : OFE

Là encore, on peut vérifier que le profil du taux de distribution des PME est compatible avec celui de la base 2005 pour l'ensemble des sociétés non financières (graphique 5 page suivante).

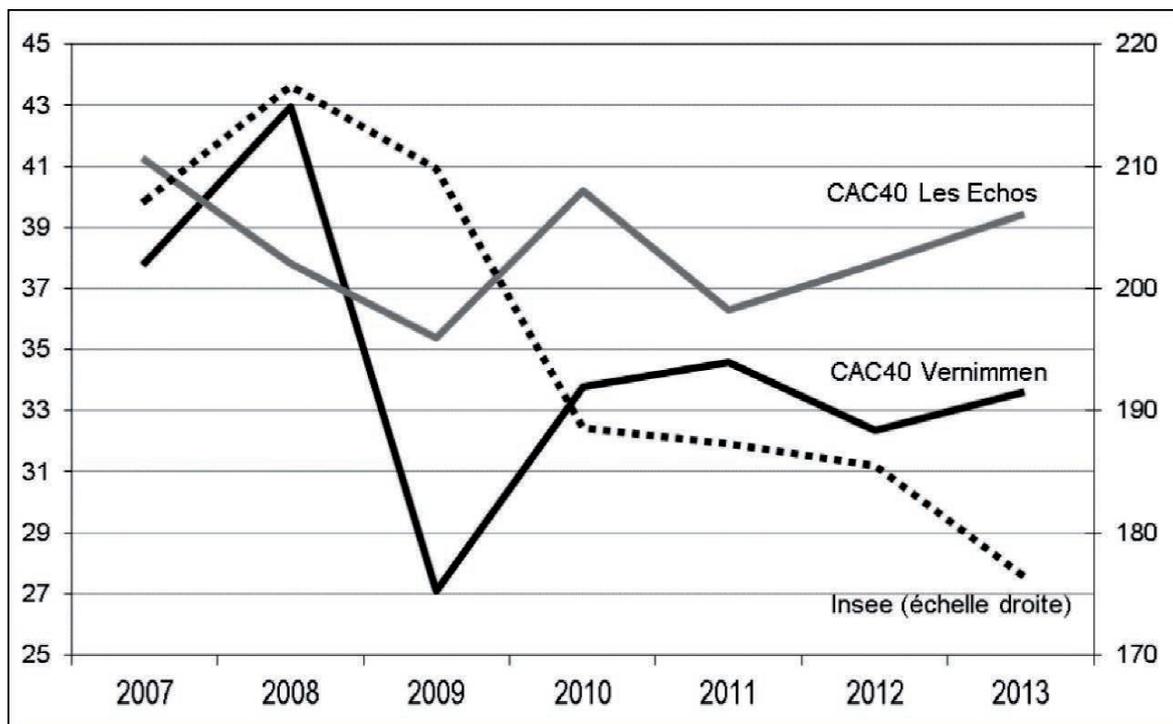
Graphique 3 : Dividendes versés par les sociétés non financières (en % de la VAB)



Sources : Insee, Banque de France

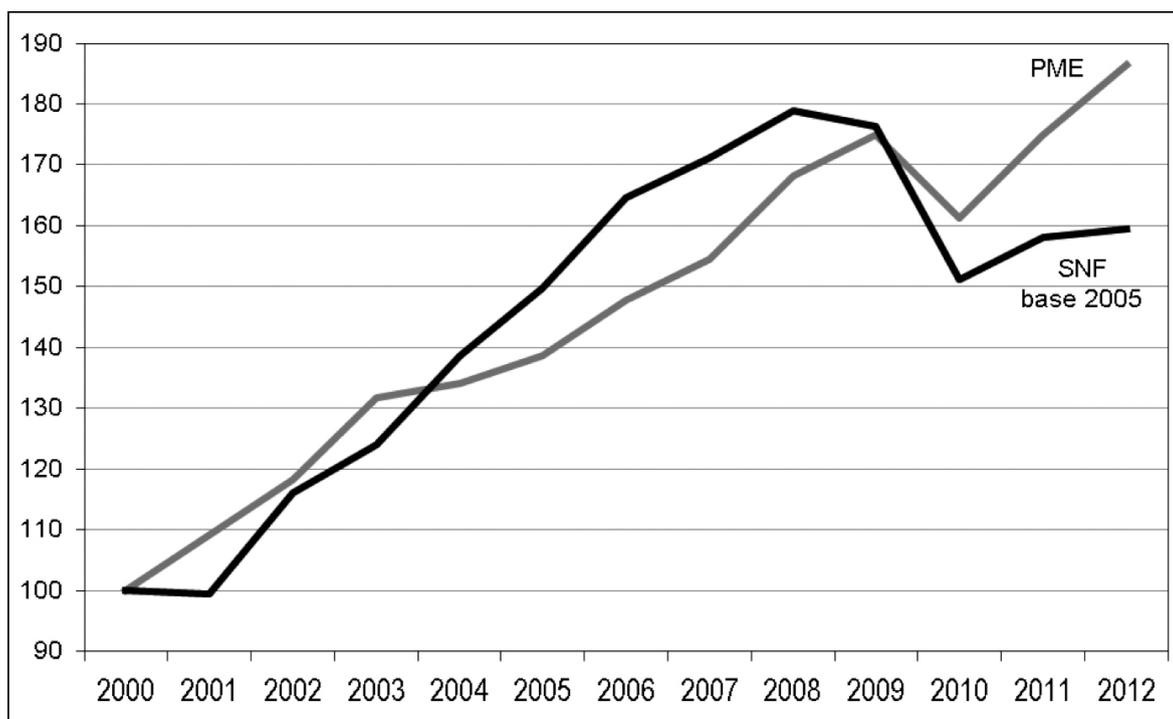
(2) Marina Alcaraz (2013), « Le CAC 40 devrait encore verser près de 40 milliards d'euros de dividendes », *Les Échos*, 12 septembre, <http://goo.gl/F5h9NO>
 (3) « Rachats d'actions et dividendes en 2013 », *La lettre Vernimmen.net*, n° 121, janvier 2014, <http://goo.gl/QJO2Sp>
 (4) « Les comptes de la Nation en 2013 », *Insee Première*, n° 1499, mai 2014, <http://goo.gl/4zlbmB>
 (5) Insee (2014), « Les comptes nationaux passent en base 2010 », mai, <http://goo.gl/AW1t73>
 (6) Pour plus de détails, voir : Michel Husson (2014), *Les dividendes de la nouvelle base de l'Insee*, note du 21 mai, <http://goo.gl/BkzVT2>

Graphique 4 : Dividendes versés par les sociétés non financières et par le CAC40 (en milliards d'euros)



Sources : Insee, Vernimmen

Graphique 5 : Dividendes versés par les sociétés non financières et les PME (base 100 en 2000)



Sources : Insee, OFE

La question de la répartition du profit des entreprises est aujourd'hui posée dans le débat public, à travers les interrogations sur le coût du capital. Ce débat, et bien d'autres, s'appuie sur les comptes de la Nation élaborés par l'Insee. Il s'agit là d'une mission de service public essentielle qui crée une responsabilité particulière. L'établissement des comptes nationaux – et particulièrement un changement de base – est une tâche lourde et complexe, mais elle ne peut se réduire à des sophistications statistiques ou comptables. L'exercice implique aussi de « rendre des comptes » quand il conduit à un tel changement de perspective qui reste inexplicite et en contradiction flagrante avec d'autres sources d'information. Il nécessite aussi d'intégrer les problématiques économiques et sociales, et l'épisode en cours n'est qu'une autre illustration du retard pris dans l'analyse de la répartition des richesses produites dans les entreprises.

Les difficiles comparaisons internationales

Eurostat compile les données des comptes nationaux des pays européens dans un cadre comptable unifié. Ces données sont difficiles à trouver, et elles ne font pas l'objet de présentations synthétiques, mais elles existent, à ceci près que les dividendes ne sont pas isolés pour plusieurs pays. On peut donc raisonner sur la base des revenus de la propriété des sociétés non financières (poste D42), et comparer les revenus distribués à la valeur ajoutée brute pour calculer un taux de distribution. Les résultats pour 2012 sont consignés dans le tableau 2 ci-dessous.

Tableau 2 : Revenus de la propriété des sociétés non financières en 2012 (en % de la VAB)

	versés	reçus	nets	reçus/ bruts
Allemagne	22,1	4,9	17,2	22,0
Autriche	15,7	8,6	7,2	54,5
Belgique	20,7	11,2	9,6	53,9
Espagne	7,6	3,9	3,7	51,0
France	21,5	13,6	7,9	63,3
Italie	18,5	2,8	15,7	15,1
Portugal	19,4	5,9	13,6	30,2
Royaume-Uni	16,2	7,7	8,5	47,4
Suisse (*)	15,8	9,4	6,4	59,7

(*) 2011 pour la Suisse. Source : Eurostat

Allemagne. Mais les sociétés non financières reçoivent aussi des revenus de la propriété en raison des participations croisées. Le taux de distribution net fait alors apparaître un éventail beaucoup plus large, puisqu'il va cette fois (toujours en laissant l'Espagne de côté) de 17,2 % à 6,4 % en Italie.

L'interprétation de ces écarts est rendue difficile du fait que dans l'ensemble des revenus distribués, les données d'Eurostat ne distinguent pas les dividendes (D.421) et les prélèvements (D.422) réalisés par leurs propriétaires sur les revenus des quasi-sociétés. Or la présence au sein des sociétés non financières de ces quasi-sociétés fausse les comparaisons dans la mesure où ces entreprises ne pèsent pas le même poids dans tous les pays : cela revient à inclure dans les revenus distribués des entreprises des revenus qui s'apparentent beaucoup plus à une rémunération du travail qu'à celle du capital. C'est notamment le cas en Allemagne ou en Italie, où une part importante des entreprises de type familial sont constituées en quasi-sociétés. En Allemagne par exemple, l'importance du *Mittelstand* et du capitalisme familial se traduit par une part élevée des sociétés de personnes ainsi que des entrepreneurs individuels (respectivement 26 et 10 % du chiffre d'affaires global des entreprises en 2012, contre 52 % pour les sociétés en capital (données : Statistisches Bundesamt)). Il en résulte qu'une part importante des effectifs des sociétés non financières ne sont pas des salariés (respectivement 2 millions d'emplois en Italie et 1 million en Allemagne (données OCDE) et qu'une part prépondérante des revenus distribués par les sociétés non financières va aux quasi-sociétés : les 2/3 pour l'année de référence (2001) pour laquelle des résultats détaillés sont diffusés en Allemagne, près de 86 % en Italie (données 2013).

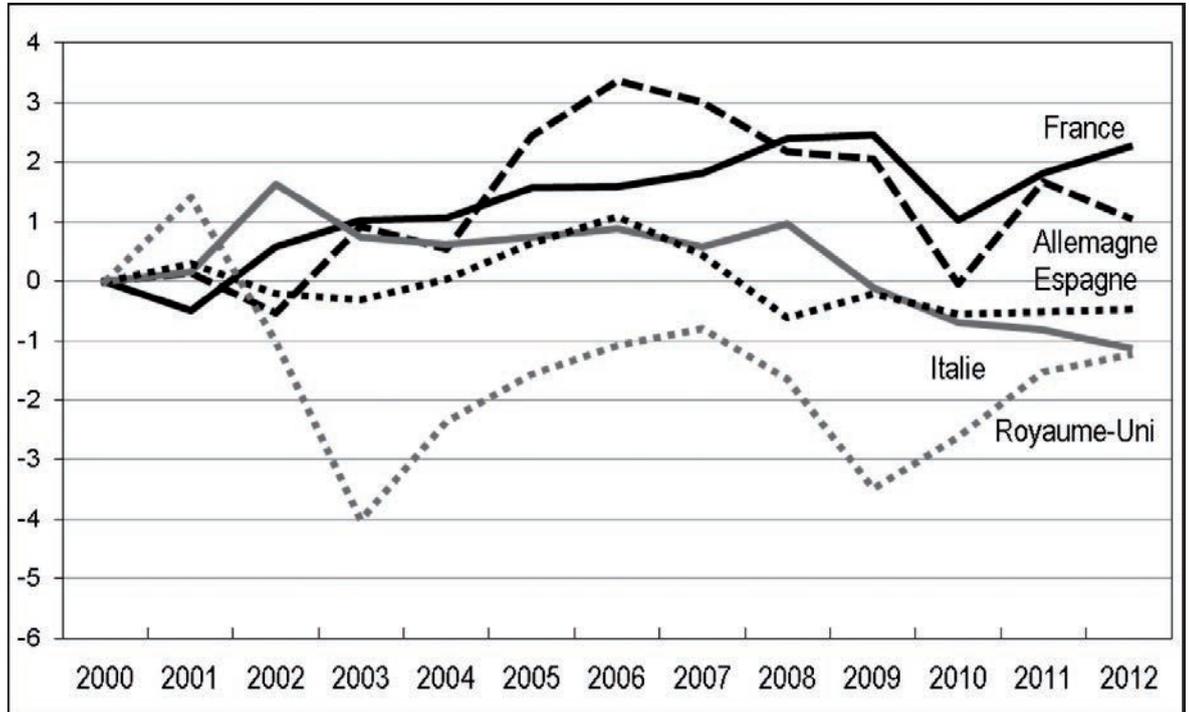
À ces difficultés liées à la structuration juridique du tissu productif s'ajoute le fait que, comme en France, le système statistique est mal outillé pour mesurer ce type de revenus. En Allemagne par exemple, le montant des dividendes nets versés par les sociétés en capital situées sur le territoire national n'est pas connu. Seul l'est celui des dividendes nets versés par les entreprises étrangères, *via* les statistiques de balance des paiements. Il en résulte que le montant des dividendes versés par les entreprises résidentes en Allemagne est estimé sur la base des recettes de l'impôt sur le revenu du capital (source : Statistisches Bundesamt). Il en va de même pour les revenus distribués des quasi-sociétés, estimés comme le solde de l'ensemble des revenus dans le compte des ménages. On retrouve ainsi en Allemagne cette même convention comptable consistant à traiter les dividendes nets comme une variable d'ajustement (« un solde »), avec tous les biais pouvant potentiellement en découler.

Le taux de distribution – à l'exception de l'Espagne – est relativement homogène d'un pays à l'autre, puisqu'il va de 15,7 % en Autriche à 22,1 % en

Il apparaît donc très hasardeux de tirer des conclusions définitives à partir des comparaisons en niveaux. Les évolutions comparées des taux de distribution nets

peuvent néanmoins permettre de repérer les tendances passées, ainsi que les réactions différenciées à la crise ouverte en 2008.

Graphique 6 : Revenus nets de la propriété des sociétés non financières en Europe. Différence par rapport au niveau de 2000 (en % de la VAB)



Source : Eurostat

Le graphique 6 permet de distinguer le comportement des entreprises dans les grandes économies européennes. Pour l'Italie, les données sont celles de l'Office statistique national, qui permet d'isoler les dividendes nets. Pour les autres pays, et en particulier l'Allemagne, cette distinction n'est pas possible. La lecture de ce graphique montre que dans plusieurs des grands voisins de la France, le taux de distribution s'est orienté récemment à la baisse : depuis le milieu des années 2000 en Allemagne et en Espagne, depuis la crise en Italie. Le Royaume-Uni est caractérisé par de très amples fluctuations, avec une augmentation récente du taux de distribution, qui reste cependant inférieur à son niveau de 2010. La France se distingue ainsi des autres pays, avec une tendance à la hausse du taux de distribution et un très faible ajustement depuis 2009. Notons qu'il s'agit ici des données de la base 2005 car celles, controversées dans le cas français, de la nouvelle base n'ont pas encore été communiquées à Eurostat.

Le comportement spécifique des sociétés non financières françaises peut être illustré en le comparant à celui des autres pays sous revue (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Italie, Portugal, Royaume-Uni, Suisse) pris dans leur ensemble (graphique 7 page sui-

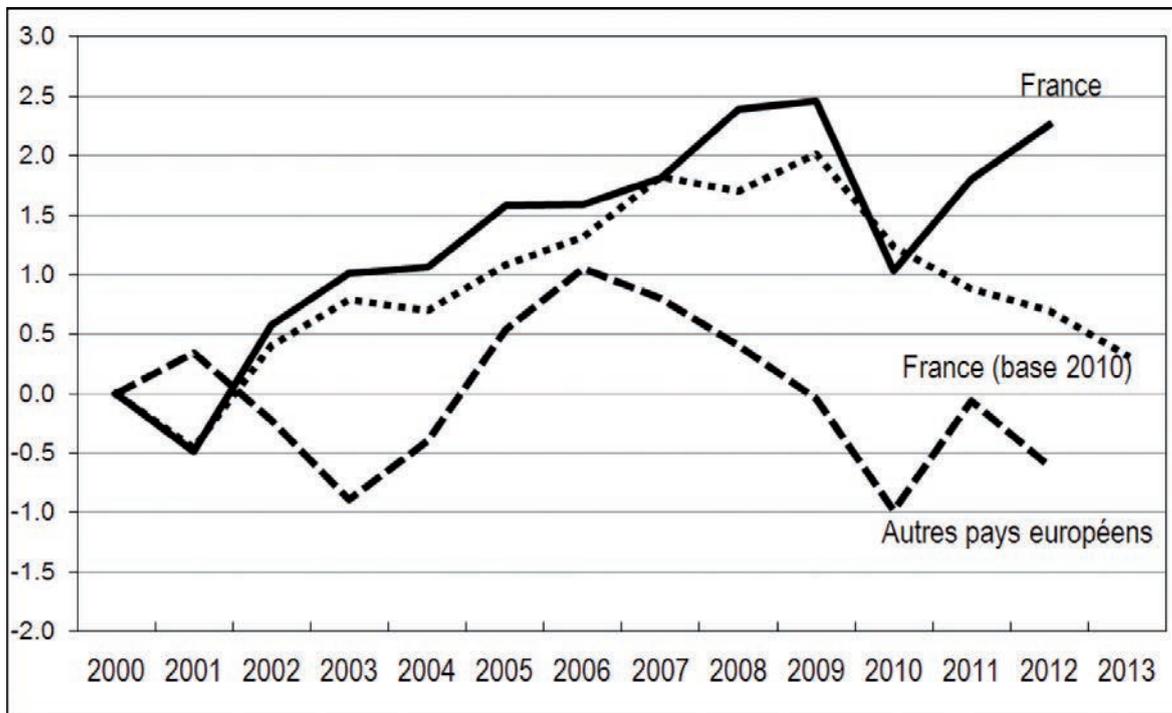
vante). Alors que le taux de distribution moyen dans les autres pays européens baisse depuis 2006, il continue à être orienté à la hausse en France. Ce n'est évidemment plus vrai avec les données de la base 2010. L'inflexion aurait simplement été plus tardive en France : elle daterait de 2009 au lieu de 2006. L'incertitude sur les données de la nouvelle base conduit à ne pas pouvoir trancher entre deux lectures possibles : un repli plus tardif ou une prolongation de la hausse ?

L'industrie et la compétitivité

La baisse du taux de marge dans l'industrie est une réalité. Comme c'est le secteur exposé à la concurrence internationale, le discours dominant fait porter la responsabilité aux salariés du recul de la compétitivité et des pertes de parts de marché de l'économie française. Ce discours peut déjà être critiqué sur plusieurs points que l'on rappellera sans les développer :

- les pertes de parts de marché de la France doivent être imputées à la compétitivité-hors-prix plutôt qu'aux coûts salariaux ;

Graphique 7 : Revenus nets de la propriété des sociétés non financières en France et en Europe. Différence par rapport au niveau de 2000 (en % de la VAB)



Source : Eurostat

- le recul récent du taux de marge est le résultat de la crise et du ralentissement de la productivité ;
- dans l'industrie, le recul du taux de marge est plus ancien et résulte de la nécessité pour les exportateurs français de s'adapter aux prix mondiaux et d'encaisser les fluctuations de l'euro.
- le taux de marge est passé de 33,1 % à 20,6 % de la valeur ajoutée entre 2000 et 2012, soit un recul de 12,5 points ;
- le taux de distribution, sur la même période, est passé de 8,8 % à 18,6 %, soit une augmentation de 9,8 points ;
- la marge disponible pour l'investissement (calculée comme la différence entre le taux de marge et le taux de distribution) a enregistré un recul considérable de 22,3 points.

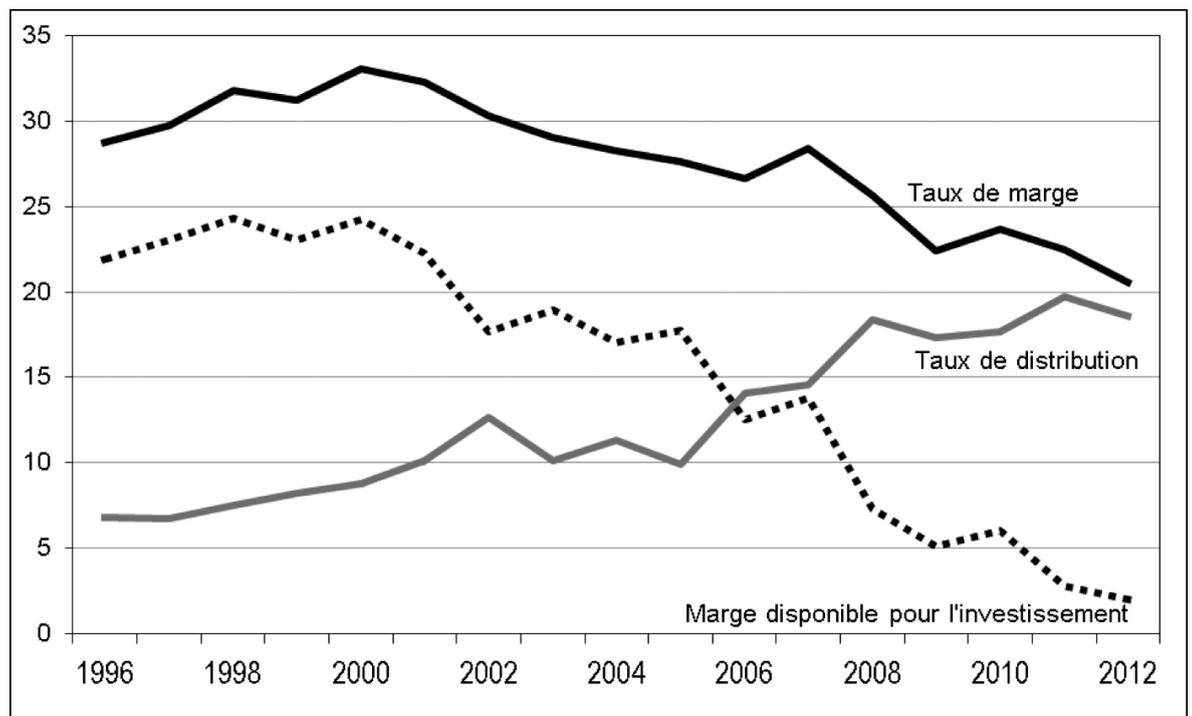
On insistera aussi sur un autre élément : alors même que le taux de marge baissait, les entreprises industrielles ont continué à augmenter leur distribution de dividendes. Malheureusement, et c'est un manque essentiel, l'Insee ne fournit pas d'information sur la distribution des dividendes au niveau des branches, et en particulier dans l'industrie. Or, c'est une donnée essentielle pour mieux comprendre le comportement des entreprises du secteur exposé à la concurrence internationale.

Il faut donc combiner les données de l'Insee sur le taux de marge dans l'industrie avec celles de la Banque de France sur la part des actionnaires dans le revenu global déjà utilisées plus haut. On a vu que le taux de distribution pour l'ensemble des entreprises est comparable entre les deux sources, en tout cas pour la base 2005. La combinaison des deux sources est donc légitime et conduit à ces résultats, illustrés par le graphique 8 (page suivante) :

Autrement dit, les entreprises industrielles ont continué à distribuer de plus en plus de dividendes en dépit de la baisse de leur taux de marge, et donc au détriment de l'investissement.

Le travail de repérage statistique des revenus du capital est extraordinairement complexe. Cette complexité résulte de l'opacité des liaisons financières et industrielles, de leur enchevêtrement au niveau international et du recours aux dispositifs d'optimisation, voire d'évasion fiscale. Il s'agit donc d'un véritable travail d'enquête qui repose sur le recoupement de sources diverses. Mais les difficultés rencontrées sont révélatrices aussi du peu d'intérêt des responsables politiques suscité par la problématique du coût du capital. Cela conduit à faire des dividendes une variable d'ajustement qui subit le contrecoup aléatoire des incertitudes portant sur les autres postes comptables.

Graphique 8 : Taux de marge et taux de distribution dans l'industrie manufacturière française (en % de la VAB)



Sources : Insee, Banque de France

Pour améliorer la qualité de cette information essentielle au débat public, trois pistes peuvent être avancées :

- une meilleure coordination entre l'Insee et la Banque de France pour résorber l'écart considérable entre ces deux sources ;
- une meilleure homogénéisation des méthodes de calcul au niveau européen ;
- la production de données sur les revenus du capital par grandes branches, pour mieux identifier leur impact sur l'investissement et la compétitivité.

**Jacques Bournay,
Odile Chagny,
Michel Husson**