

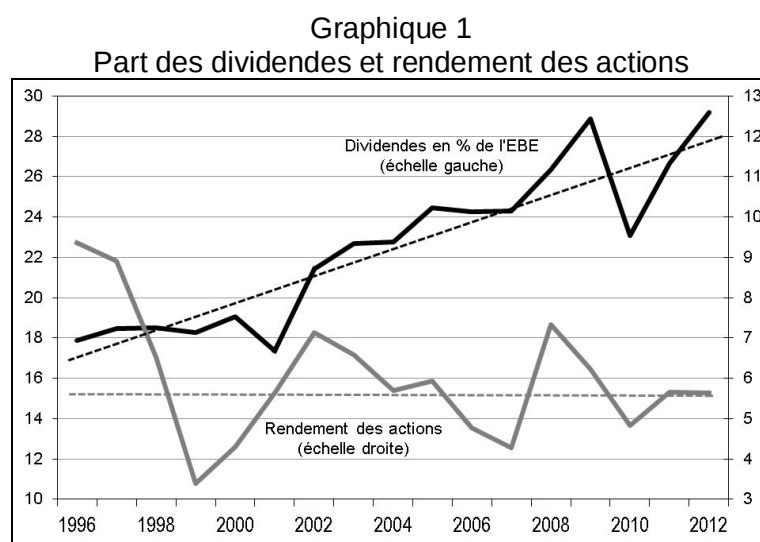
Un essai de mesure du surcoût du capital

note [hussonet](#) n°73, 2 avril 2014

Dans un contexte où le « coût du travail » est désigné comme le responsable de tous les maux de l'économie française, il est important de faire valoir que le coût du capital compte aussi. Il y a là un vrai débat soulevé par l'étude menée pour la CGT par les économistes du Clersé¹. Comme il fallait s'y attendre, le patronat vient d'allumer un contre-feu avec une autre étude, qui demande un « allègement des prélèvements qui pèsent sur les coûts de production et la relance de l'investissement en corrigeant la fiscalité du capital productif »². Dans *Alternatives (sic) économiques*, Guillaume Duval peut écrire que : « ce n'est pas le travail qui coûte trop cher, c'est le capital, entend-on souvent dans les débats autour du pacte de responsabilité. Ce serait pratique mais ce n'est pas vraiment le cas »³.

Le point de départ de cette contribution est cette apparente contradiction :

- la part des dividendes* dans le profit* des entreprises* augmente régulièrement, passant de 11,8 % en 1996 à 20,9 % en 2012.
- mais, sur la même période, le rendement* des actions - calculé en rapportant ces mêmes dividendes à l'encours des actions du compte de patrimoine des entreprises - ne montre pas une telle tendance à la hausse (voir graphique 1)



Il n'y a 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.

La question posée est donc la suivante : **les actionnaires reçoivent-ils une part du profit correspondant à leur contribution effective au financement du capital des entreprises ?**

Le capital productif des entreprises peut être financé à partir de trois sources : le crédit, l'émission d'actions ou l'autofinancement. A chacune de ces formes d'apports de capitaux,

¹ Laurent Cordonnier et alii, [Le coût du capital et son surcoût](#), janvier 2013 ; pour un résumé, voir : Laurent Cordonnier, « [Coût du capital, la question qui change tout](#) », *Le Monde diplomatique*, juillet 2013.

² Michel Didier et alii, [Réforme fiscale et retour de la croissance](#), Rexecode-COE, février 2014.

³ Guillaume Duval, [Le capital est-il trop cher ?](#), *Alternatives économiques* n°334, avril 2014.

* voir notes techniques en annexe.

correspond une part du profit total : les intérêts pour les banques, les dividendes pour les actionnaires, et le reste du profit qui est « retenu » par les entreprises.

On peut alors parler de « surcoût du capital » quand la part du profit perçue par les apporteurs de capitaux externes (banques et actionnaires) dépasse une rémunération « normale » de leur contribution au financement du capital.

Pour repérer le « surcoût » du capital, il faut donc disposer de deux choses :

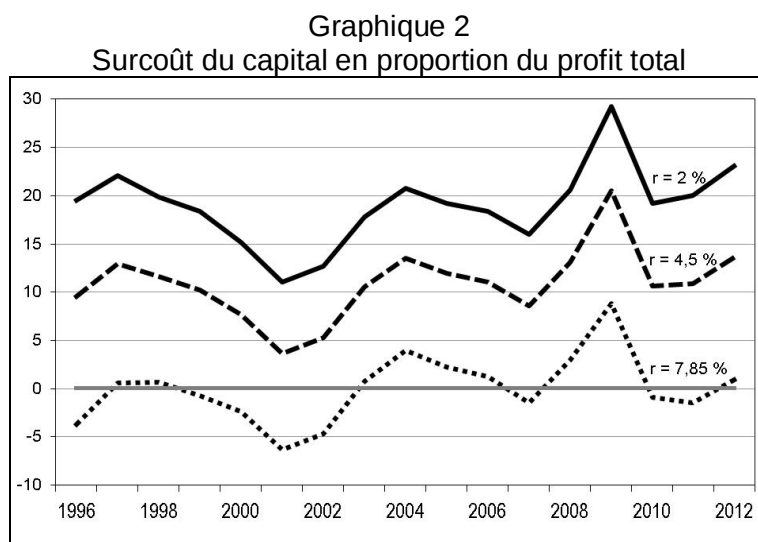
- une évaluation correcte de la contribution des banques et des actionnaires au financement du capital ;
- une norme définissant le rendement « normal » de ces apports en capitaux.

Sur le premier point, il est nécessaire de reconstituer un bilan des entreprises cohérent avec les tableaux annuels de financement de l'investissement. Le principal problème porte sur les actions qui, dans le bilan des entreprises, sont valorisées selon les cours boursiers. Mais ceux-ci évoluent sans rapport direct avec la contribution effective au financement du capital qui doit être mesurée en cumulant les flux nets annuels d'actions. La construction de ce bilan corrigé est présenté en annexe.

Sur le second point, on prendra comme norme un rendement réel (hors inflation) de 2 %. Ce choix est évidemment arbitraire mais on peut le moduler.

Ces deux outils permettent de calculer la rémunération « normale » des financements externes (crédit et actions) et, par différence avec la rémunération effective, de fournir une estimation du surcoût du capital que l'on peut ensuite comparer au profit total ou à la masse salariale.

Le graphique 2 ci-dessous illustre les résultats obtenus sur la période 1996-2012 pour laquelle les données de l'Insee sont disponibles.



Pour une norme de rendement de 2 %, le surcoût du capital représente 67 milliards d'euros en 2012, soit 23 % du profit total (EBE, excédent brut d'exploitation). Sur l'ensemble de la période 1996-2012, le surcoût du capital a représenté en moyenne 19 % de l'EBE.

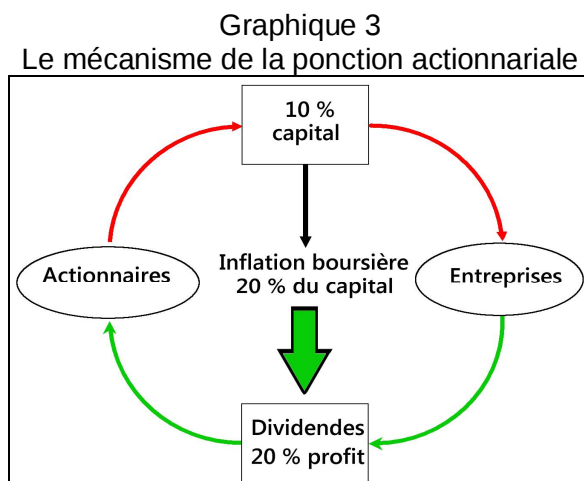
Le surcoût du capital ainsi mesuré représente aujourd'hui 10 % de la masse salariale.

Sur les premières années de la période, le surcoût lié aux intérêts est encore positif mais il est en moyenne nul sur la dernière décennie. Cela correspond au désendettement des entreprises et au recul des taux d'intérêt. Mais les dividendes prennent le relais et impriment une légère tendance à la hausse.

Même si l'on choisit une norme de 4,5 %, le surcoût du capital ne disparaît pas. Il représente en moyenne 11 % sur la période et atteint 14 % en 2012. Il faut faire monter la norme à un taux exorbitant de 7,85 % pour annuler le surcoût du capital en moyenne sur la période.

Il est assez facile de répondre à l'argument selon laquelle cette norme de 2 % est trop exigeante. Elle correspond en effet à **un financement externe qui aurait été exclusivement fondé sur l'endettement**. Sur la dernière décennie, l'intégralité du surcoût du capital provient ainsi d'une ponction actionnariale sans commune mesure, encore une fois, avec l'apport réel des marchés financiers au financement du capital des entreprises.

Cette ponction actionnariale repose sur un mécanisme qui peut être résumé comme suit (graphique 3). Supposons que les actionnaires contribuent pour 10 % de l'investissement productif des entreprises. Ils devraient donc recevoir au mieux 10 % du profit. Mais si la hausse des cours 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.



Notes techniques

Les dividendes - et les intérêts - sont comptés en nets (par différence entre dividendes versés et dividendes reçus).

Le profit est l'excédent d'exploitation (EBE).

Les entreprises sont les sociétés non financières (SNF).

Le rendement des actions se calcule comme le rapport entre les dividendes nets versés par les entreprises et l'encours net d'actions figurant dans leur patrimoine.

Le capital net des branches productives est le capital de l'ensemble des branches hors agriculture, services non marchands et activités immobilières.

Annexe⁴ Construction d'un bilan corrigé

Première étape : construction d'un tableau de financement de l'investissement

L'investissement des entreprises (FBCF, formation brute de capital fixe) peut être financé de trois manières : 1. l'autofinancement, autrement dit le réinvestissement des profits, qui est mesuré par l'épargne brute des entreprises ; 2. l'endettement (crédit à long terme) ; 3. l'émission d'actions. Le tableau de financement s'écrit donc :

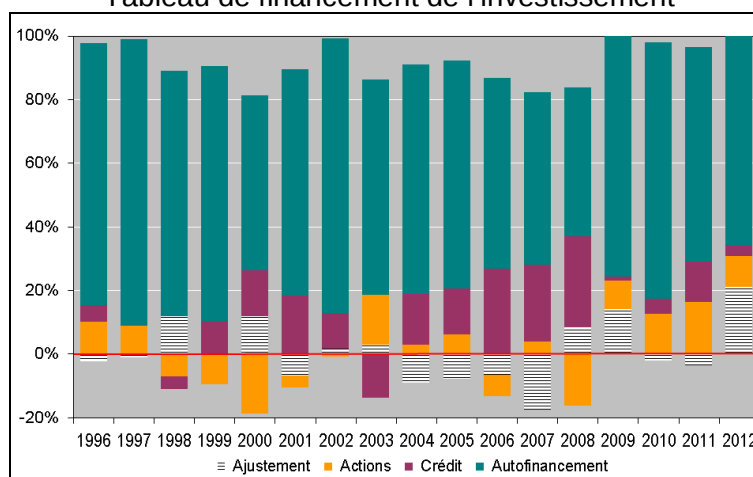
$$\text{FBCF} = \text{Epargne brute} + \text{Crédits à long terme} + \text{Actions}$$

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](#)) permet de calculer les flux nets de crédits à long terme et d'actions (y compris titres des 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 en moyenne. On constate alors que la contribution moyenne des actions est quasi-nulle sur la période 1996-2012 ([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 4](#)).

Tableau 1
Tableau de financement de l'investissement

	1996	2012	moyenne 1996-2012
Epargne brute	84,3	83,7	86,4
Crédits à long terme	5,3	4,0	13,1
Actions	10,4	12,3	0,5
FBCF	100,0	100,0	100,0

Graphique 4
Tableau de financement de l'investissement



⁴ Cette annexe reprend et actualise une précédente note : [Un essai de mesure de la ponction actionariale, novembre 2013.](#)

Deuxième étape : construction d'un bilan corrigé

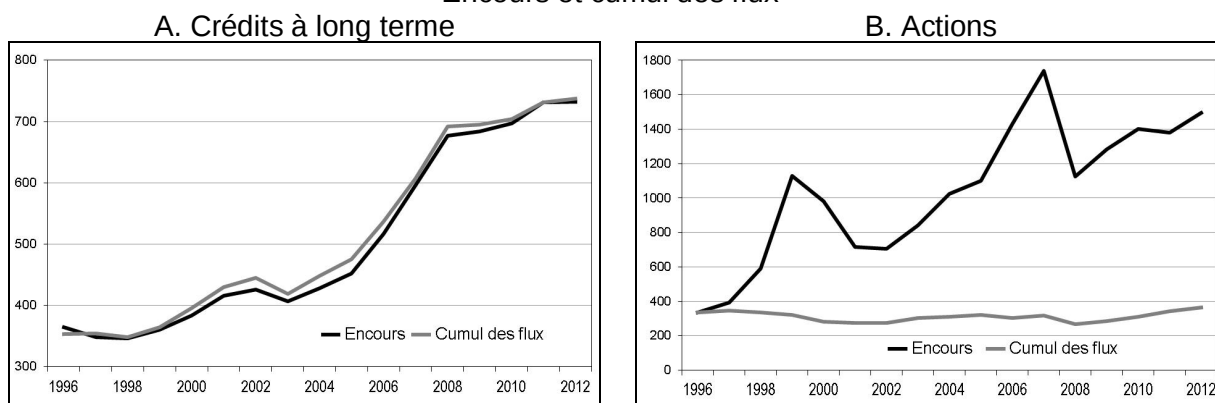
L'objectif est de construire un bilan des entreprises qui soit cohérent avec le tableau de financement de l'investissement. Le capital serait obtenu par cumul des investissements (hors amortissements), l'encours de crédit par cumul des flux d'endettement, etc. Ce passage entre flux et stocks est nécessaire pour évaluer la part du capital financée par chacune des trois sources de financement (voir tableau 2).

Tableau 2
Passage du financement des flux aux encours

Flux		Encours	
investissement	crédit	capital = Σ investissement	Σ crédit
	actions		Σ actions
	autofinancement		valeur nette = Σ autofinancement

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 5A). 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 5B).

Graphique 5
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 de bons résultats (encadré 1).

Encadré 1.

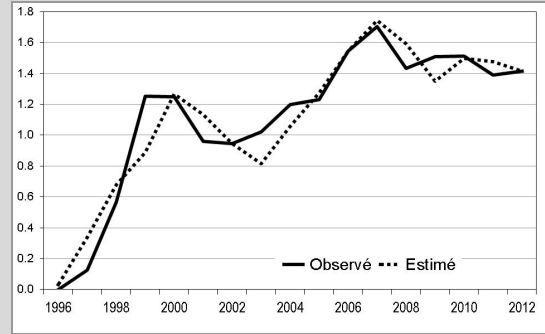
Une estimation économétrique de l'écart entre encours d'actions et cumul des flux

$$\text{Ecart} = 0,99 \text{ CAC40} + 4,02 \text{ Prix} - 6,98$$

(6,9) (8,8) (5,9)

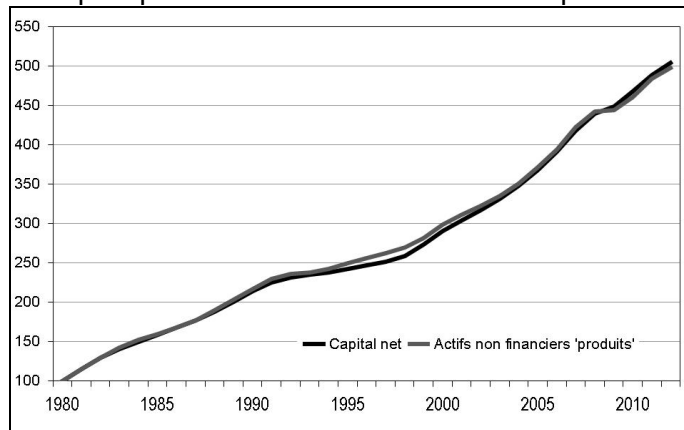
1996-2012 $R^2=0,908$

Ecart : ratio encours/cumul de flux (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 productives*, ce qui est le cas (graphique 6).

Graphique 6
Capital productif 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 7).

Graphique 7
Tableau de financement du capital productif

