Conseil national
de l'information statistique

Coût du capital

Rapport du groupe de travail

Olivier GARNIER
Ronan MAHIEU
Jean-Pierre VILLETELLE

JUILLET 2015

Sommaire

Avant-propos *4*

Synthèse du rapport *6*

I. Concepts, définitions et sources *9*

I.1. La structure de financement et ses éléments de coût **10**
I.1.1. Les sources de financement 11
I.1.2. La rémunération des apporteurs de fonds 12
I.1.3. Coûts du crédit et coûts des financements par émission de titres de créance 17
I.1.4. Le coût des fonds propres 21
I.1.5. Le coût du capital, ou coût moyen pondéré du capital 26

I.2 Les sources disponibles **29**

II. Les données d'entreprises : mesures et recommandations *31*

II.1. Les données mobilisables pour la France **31**
II.1.1. Le coût de la dette 31
II.1.2. Le coût des capitaux propres 38

II.2. Les comparaisons internationales **46**

II.3. Les recommandations **49**

III. La comptabilité nationale : mesures et recommandations *51*

III.1. Finalités et spécificités de la comptabilité nationale **51**

III.2. La mesure des flux et des stocks en comptabilité nationale **51**
III.2.1. Les flux non financiers 51
III.2.2. Les stocks non financiers 54
III.2.3. Les flux et les stocks financiers 55
III.2.4. Le cas spécifique de la mesure des revenus de la propriété 56

III.3. Les indicateurs mobilisables pour éclairer la question du coût du capital **64**
III.3.1. Le taux de marge 65
III.3.2. La part des revenus de la propriété dans l'EBE 66
III.3.3. La part des bénéfices distribués dans le revenu avant distribution des bénéfices 68
III.3.4. Indicateurs de taille et structure du bilan 69
III.3.5. Les revenus de la propriété versés en proportion des passifs des SNF 71
III.3.6. Un indicateur « élaboré » : les comptes de surplus 71

III.4. Comparaisons internationales **73**
III.4.1. Les comparaisons de taux de marge des SNF 73
III.4.2. Comparaisons internationales portant sur d'autres indicateurs 77

III.5. Recommandations **82**

IV. Du bon usage et de la bonne interprétation des différentes sources et indicateurs *84*

IV.1. Usage et comparaison des différentes sources publiques **84**

IV.2. Recommandations **86**

Références bibliographiques **88**

Annexes *89*
1 – Mandat du groupe de travail 91
2 – Composition du groupe de travail 92
3 – Personnes auditionnées 93
4 – L'estimation des dividendes dans les bases successives des comptes nationaux 94
5 – L'estimation des dividendes dans les millésimes successifs de la balance des paiements 96
6 – Observations de Denis Durand, représentant de la CGT, sur le rapport 98

Avant-propos

Au même titre que le coût du travail, le coût du capital constitue un facteur-clé dans les décisions des entreprises. Il influence notamment la taille et la localisation des investissements. Il représente aussi une composante importante de la compétitivité des entreprises. Pour autant, l'information statistique sur le coût du capital est lacunaire, éparse et peu normalisée, surtout si on la compare avec celle sur le coût du travail. En particulier, les instituts statistiques ne publient pas d'indicateurs synthétiques et standardisés du coût du capital. À plus forte raison, on ne dispose pas de comparaisons internationales en la matière. Seuls sont disponibles, ici ou là, des travaux de recherche construisant pour des besoins *ad hoc* des mesures du coût du capital, par exemple à des fins d'études économétriques sur l'investissement.

Ce constat a conduit le Conseil national de l'information statistique (Cnis), dans le cadre de sa Commission *Entreprises et stratégies de marché*, à constituer un groupe de travail sur les questions d'information statistique relatives au coût du capital. Conformément au mandat qui lui avait été donné, l'objectif de ce groupe de travail a été « *d'abord et avant tout d'éclairer et d'expliquer les concepts, de mettre en évidence la portée et les limites des mesures statistiques disponibles et de faire des recommandations afin d'en améliorer la pertinence et la robustesse ».* En d'autres termes, au risque de décevoir certaines attentes, notre groupe de travail n'a pas eu pour finalité de définir, d'un point de vue normatif, quelle serait la « bonne » mesure du coût du capital, et encore moins de proposer un indicateur statistique synthétique du coût du capital.

En dépit de cet objectif délibérément très circonscrit, le rapport contient néanmoins une grande richesse d'informations et met le doigt, en toute transparence, sur de nombreux problèmes conceptuels et statistiques. Sans chercher ici à être exhaustif, je tire pour ma part trois grands enseignements de ce travail.

Premièrement, au sein des différentes composantes du coût de financement du capital, la mesure du coût des fonds propres est celle qui soulève le plus de problèmes. Ni les informations comptables publiées par les entreprises ni les informations obtenues à partir des prix des actions sur les marchés ne suffisent pour appréhender ce coût. Sa mesure repose en effet sur l'actualisation de flux financiers futurs, et dépend donc d'anticipations ainsi que de la prise en compte du risque inhérent aux revenus des entreprises considérées. Ceci nécessite de recourir à des hypothèses et à des modèles sur lesquels il n'y a pas forcément de consensus et d'estimer des paramètres sur la base de données souvent inadéquates. Ces difficultés sont bien sûr encore amplifiées lorsqu'on cherche à mesurer le coût du capital à partir de données d'entreprises agrégées. Un travail spécifique approfondi sur la mesure du coût des fonds propres serait donc souhaitable et utile.

Deuxièmement, le cadre de la comptabilité nationale, qui est incontournable pour les analyses au niveau macroéconomique, se heurte à d'importantes difficultés en matière d'estimation et d'interprétation des agrégats relatifs aux flux de revenus de la propriété. C'est particulièrement le cas pour les dividendes, alors même que ceux-ci sont souvent au cœur du débat public sur les questions de coût du capital et de répartition des revenus et des profits. Tout d'abord, le rapport met clairement en évidence la marge d'incertitude très significative qui pèse sur les estimations relatives aux dividendes dans les comptes nationaux. Celles-ci font d'ailleurs régulièrement l'objet de révisions importantes. De fait, les comptes nationaux ne fournissent pas aujourd'hui une photographie fiable et cohérente avec les autres sources sur l'évolution des dividendes versés par les entreprises au cours des deux ou trois années écoulées. C'est pourquoi le rapport fait des recommandations pour tenter d'améliorer cette situation par une meilleure utilisation de l'ensemble des sources disponibles. Par ailleurs, même en faisant abstraction de ces problèmes pratiques d'estimation, l'interprétation des dividendes (et intérêts) versés issus des comptes nationaux doit faire l'objet de grandes précautions. En effet, on enregistre de nombreux flux de revenus de la propriété entre unités légales constitutives d'un même groupe. Raisonner sur les seuls flux bruts (plutôt que sur les flux nets, c'est-à-dire en retranchant les revenus reçus de ceux versés) tend donc à majorer artificiellement l'importance des flux de rémunération du capital (notamment lorsqu'on les rapporte, sous formes de ratios à des grandeurs comme la valeur ajoutée ou l'excédent brut d'exploitation). Ce type de problème est encore plus important à prendre en compte dans le cas de groupes internationaux, pour lesquels les dividendes versés par leurs maisons-mères sont issus de profits réalisés dans l'ensemble du monde, et non pas seulement sur le territoire national où celles-ci résident.

Troisièmement et enfin, le rapport confirme malheureusement l'importance des biais statistiques qui entachent les comparaisons internationales produites à partir des données sur les sociétés non financières issues des comptes nationaux. C'est le cas non seulement pour les dividendes mais aussi pour des indicateurs encore plus couramment utilisés comme le taux de marge (EBE/valeur ajoutée), y compris pour des comparaisons entre grands pays européens voisins comme la France, l'Allemagne et l'Italie. Ces biais sont d'autant plus gênants et trompeurs que les données issues d'Eurostat reposent sur des concepts harmonisés. Ils proviennent en réalité de spécificités nationales, notamment quant au traitement des entreprises ne comprenant pas de salariés. Il serait urgent qu'Eurostat se saisisse davantage de cette question, à la fois pour mieux mettre en garde contre les biais inhérents à de telles comparaisons internationales et surtout pour en réduire l'ampleur.

Au total, les multiples auditions et travaux que nous avons conduits dans le cadre de ce groupe ont renforcé notre conviction que l'étape intermédiaire représentée par ce rapport constituait un point de passage obligé avant de se fixer un objectif plus ambitieux. En effet, les problèmes mis en évidence dans ce rapport au niveau de la mesure même des différentes composantes du coût du capital nous sont apparus encore plus importants que soupçonnés initialement. Dit autrement, cela n'aurait aucun sens de chercher à proposer un indicateur synthétique du coût du capital – et encore moins à des fins de comparaisons internationales où les difficultés sont encore plus grandes – dès lors que l'on ne dispose pas de mesures statistiques suffisamment robustes et pertinentes de ses différentes composantes. Sans aller jusqu'à comparer la statistique et l'art culinaire, on peut néanmoins en tirer une analogie : sans les bons ingrédients il ne peut y avoir de bonne recette de cuisine !

Au terme de ce rapport, je tiens ici à exprimer ma reconnaissance personnelle à chacun des membres du groupe de travail, et tout particulièrement aux deux rapporteurs, Ronan Mahieu, de l'Insee, et Jean-Pierre Villetelle, de la Banque de France. Ce groupe de travail a permis de bénéficier de points de vue et d'expertises diverses, avec des membres issus d'organisations professionnelles, syndicales et patronales, d'instituts de conjoncture, ainsi qu'avec des personnalités qualifiées. Bien entendu, le rapport ne reflète pas nécessairement sur tous les points l'opinion de chacun des membres du groupe de travail (ni celle des institutions auxquelles ils appartiennent). Néanmoins, nous avons cherché à élaborer des analyses recueillant autant que possible un certain consensus.

Je souhaite aussi remercier tous les experts qui ont accepté d'être auditionnés par le groupe de travail. Un mot enfin pour saluer la collaboration précieuse et efficace du Secrétariat du Cnis, et tout particulièrement de Philippe Roussel.

Olivier GARNIER
Président du Groupe de travail

Synthèse du rapport

Ce rapport envisage l'évaluation statistique du coût du capital sous deux angles différents. Le premier (parties I et II), partant des données individuelles d'entreprise afin de procéder à cette évaluation par agrégation de données élémentaires. Le second partant des données de comptabilité nationale, pour tenter une évaluation à partir de données déjà agrégées, dans un cadre défini pour des besoins préexistants.

L'utilisation des données individuelles d'entreprises peut paraître comme l'approche la plus directe pour traiter des questions relatives au coût du capital. En effet, celles-ci se prêtent *a priori* le plus directement à l'application des résultats établis par la finance d'entreprise, discipline dont l'objet d'étude est le plus souvent une entreprise particulière, et dont un des sujets les plus anciens est la question de la structure de financement de l'entreprise et de la relation de celle-ci avec le coût du capital. C'est pour cette raison que la première partie (I) de ce rapport s'attache à passer en revue les principaux concepts et résultats retenus par la théorie dominante dans ce domaine. Ces résultats ne sont pas les seuls envisageables, et des approches alternatives mériteraient d'être explorées. Toutefois, en finance d'entreprise comme dans n'importe quelle autre matière, la branche dominante de la discipline fait par nature l'objet d'un plus large consensus, ce qui se traduit par un enseignement généralisé de ses résultats et une mise en pratique par les professionnels.

Traditionnellement, la finance d'entreprise distingue le financement par la dette du financement en fonds propres. L'approche la plus directe d'une évaluation du coût du capital pour une entreprise – compris ici comme le coût de financement, c'est-à-dire comme les dépenses qu'entraînent la recherche, l'obtention et le maintien des fonds nécessaires à l'activité de l'entreprise – est une approche comptable, consistant à passer en revue les principaux instruments de dette et les différentes façons de constituer des fonds propres, pour déterminer les coûts associés. Pour transposer cette approche au niveau statistique, il faut idéalement disposer d'informations sur les structures de financement, par instrument et par entreprise, et en connaître les coûts pour pouvoir agréger les résultats individuels. Ce rapport montre, dans sa deuxième partie (II), que cette façon de faire n'est que partiellement envisageable et ne peut être tentée que s'agissant de certaines dettes, pour lesquelles l'information est suffisante. S'agissant du coût des fonds propres, l'absence d'information comptable amène à les évaluer comme un coût d'opportunité, c'est-à-dire comme la rémunération à laquelle les actionnaires (associés) renoncent lorsqu'ils apportent des fonds dans l'entreprise (apports externes) ou lorsqu'ils acceptent le maintien dans l'entreprise d'une fraction du résultat net (autofinancement).

Procéder à cette évaluation implique d'utiliser un modèle, et le plus utilisé est celui de l'économie dite « néo-classique » pour lequel les acteurs économiques sont des agents rationnels, répondant aux déterminants fondamentaux de l'économie que sont leurs préférences, la technologie et leurs ressources (dotations) initiales. En allant dans cette voie, le coût de la dette lui-même doit être considéré comme un coût d'opportunité, et donc ne pas être évalué seulement de façon comptable. Le coût du capital vu de cette façon repose sur le risque de l'actif économique et la structure de financement ne peut pas le modifier, elle en modifie juste la répartition entre prêteur et actionnaire (Modigliani-Miller).

Même si ce résultat est obtenu de façon théorique sous des conditions restrictives, la théorie dominante l'admet assez généralement. Ainsi une question de forte actualité comme celle du poids que représente pour les entreprises le versement de dividendes doit être replacée dans l'ensemble des questions de financement et de rémunération du risque : tout d'abord la place des dividendes dans l'ensemble des façons pour les entreprises de rémunérer les actionnaires ; ensuite, la rémunération des actionnaires vis-à-vis de celle des prêteurs.

Cette partie du rapport souligne donc les limites de l'appareil statistique actuel, qui apporte une réponse partielle à l'approche comptable, limitée au financement par la dette, alors qu'un appareil théorique élaboré au cours des cinquante dernières années concernant les entreprises considérées individuellement se prête mal à une application statistique.

La troisième partie (III) du rapport examine dans quelle mesure les données de comptabilité nationale permettent d'éclairer statistiquement la question du coût du capital.

La comptabilité nationale présente de ce point de vue plusieurs avantages : en particulier un cadre conceptuel cohérent, et qui de plus s'impose aux statisticiens de la plupart des pays, ce qui en principe permet des comparaisons internationales systématiques sur des périodes temporelles longues. L'utilisation des données de comptabilité nationale pour éclairer la question du coût du capital se heurte toutefois à plusieurs difficultés. Tout d'abord, le cadre conceptuel de la comptabilité nationale diffère sur des points substantiels des normes utilisées par la comptabilité d'entreprise (IFRS notamment), de sorte que faire le lien entre les données publiées à partir des comptes d'entreprises cotées et les estimations de la comptabilité nationale ne va généralement pas de soi. C'est d'autant moins le cas que le périmètre géographique n'est pas le même selon que l'on considère les comptes consolidés de groupes cotés ou les séries de comptabilité nationale (restreintes aux unités légales présentes sur le territoire national).

Par ailleurs, il n'existe pas d'indicateur unique permettant d'approcher la notion de coût du capital au niveau macroéconomique. Le rapport présente donc toute une batterie de ratios calculables à partir des données de comptabilité nationale, et mobilisant aussi bien des données relatives aux flux financiers qu'aux stocks d'actifs ou de passifs. Ces différents ratios apportent des éclairages complémentaires les uns des autres mais aucun ne saurait prétendre être la mesure unique du coût du capital. Cette observation vaut également pour des approches plus économiques comme l'analyse de la répartition du surplus disponible entre les différents facteurs de production (capital et travail) fournie par les comptes de surplus.

La comptabilité nationale se heurte en outre en pratique à des difficultés de mesure, s'agissant des flux de dividendes et plus généralement de revenus de la propriété. Les comptables nationaux sont en effet amenés à effectuer la synthèse de sources multiples (comptabilité d'entreprise, données fiscales, données d'enquête…), qui ne délivrent pas toujours des messages spontanément cohérents. Il en résulte une incertitude sensible quant à la mesure du niveau des flux de revenus de la propriété et plus encore de leurs évolutions. Les sources disponibles sur les dividendes et intérêts reçus ou versés par les entreprises, qu'il s'agisse de la comptabilité d'entreprise ou des estimations de la balance des paiements, sont en effet disponibles assez tardivement, ce qui induit des révisions substantielles entre les premières estimations publiées et les estimations ultérieures. Même si des progrès sont envisageables pour mobiliser mieux et plus rapidement les sources existantes, les utilisateurs doivent avoir à l'esprit le fait que les estimations des comptes nationaux reposent sur des bases bien souvent parcellaires.

Enfin, l'harmonisation très poussée au niveau international du cadre conceptuel de la comptabilité nationale ne doit pas occulter le fait que les comptables nationaux sont tributaires, pour réaliser leurs estimations, des spécificités de l'infrastructure statistique de chaque pays. La comparabilité effective des données peut en pâtir, comme en témoignent les analyses menées sur la comparabilité des taux des marges des sociétés non financières entre la France, l'Allemagne et l'Italie. Malgré ces difficultés, ce rapport analyse les évolutions comparées sur longue période des différents ratios susceptibles d'éclairer la question du capital, pour les grands pays européens ainsi que les États-Unis.

Le rapport se clôt sur une quatrième partie (IV) visant à formuler des recommandations aux utilisateurs dans le choix des données utilisées ou des ratios analysés, afin d'éviter que le recours à des indicateurs peu pertinents conceptuellement, ou bien fragiles du fait de la qualité variable des sources disponibles, ne débouche sur des conclusions parfois erronées.

I. Concepts, définitions et sources

Dans son activité de production de biens et services, une entreprise utilise un certain nombre de moyens matériels et immatériels de production, qui constituent son actif économique. Le terme de « capital » est utilisé pour parler de « stock de capital » ou de « capital productif », s'agissant de ces moyens de production.[1] Ces éléments d'actif doivent être financés et l'entreprise doit trouver les ressources financières pour le faire, sous forme de dettes ou de fonds propres. Comptablement, le cumul des flux d'acquisitions de moyens de production est inscrit à l'actif du bilan. En miroir, se trouve au passif le cumul des ressources financières correspondantes. Cette relation entre la dépense et son financement, et la proximité de la terminologie, peut entraîner des confusions : la formation de capital (capital productif, à l'actif) nécessite des ressources en capital (capital financier, au passif).[2] Ceci a des conséquences en particulier pour la notion de coût du capital, qui peut alternativement concerner les éléments d'actifs, et donc la relation de l'entreprise avec ses fournisseurs d'équipements, d'infrastructures ou de services productifs (et la situation des marchés des biens et des services correspondants), ou les éléments de passifs, et donc la relation de l'entreprise avec ses apporteurs de fonds (et la situation, notamment, des marchés de capitaux et du système financier dans son ensemble).

Dans ce rapport, nous nous intéresserons au coût du capital défini par le coût de financement, c'est-à-dire les dépenses qu'entraînent la recherche, l'obtention et le maintien des fonds nécessaires à l'activité de l'entreprise. Cette définition se distingue d'autres notions (voir *encadré I.1*) mais, comme on le verra, cette définition amène à souligner l'importance du risque dans la formation du coût du capital, or le risque financier résulte du risque économique de l'actif – c'est-à-dire de l'activité de l'entreprise et de sa capacité à dégager des revenus. Donc, de façon sous-jacente, l'actif économique influe sur l'évaluation du coût du capital. En retour, les modalités de financement de l'entreprise – et les coûts qui s'y attachent – exercent une influence qui peut être déterminante sur ses choix d'investissement, sur son efficacité (valeur ajoutée rapportée aux dépenses engagées dans l'activité productive) et sur le couple risque-rentabilité.

Encadré I.1 – Différentes notions associées au coût du capital

Dans la définition du coût du capital comme dans celles des différentes notions passées en revue ici, il faut faire une autre distinction, celle qui peut exister entre prix et coûts. Un prix est en général acquitté par un acheteur en règlement d'une transaction. Mais ce règlement ne constitue pas nécessairement la seule dépense pour l'acquéreur, car d'autres frais peuvent s'y ajouter. Un coût est l'évaluation de l'ensemble des dépenses engagées dans une transaction par l'acquéreur.

Prix du capital

On utilisera ce terme pour parler du prix des actifs : immobilisations corporelles et incorporelles et stocks. En effet, ces actifs sont susceptibles d'être acquis ou cédés lors d'une transaction sur un marché, ou de gré à gré, et la réalisation de cette transaction implique la fixation d'un prix. Le prix (hors taxes) acquitté par l'acheteur et perçu par le vendeur.

Coût d'acquisition du capital

Le coût d'acquisition d'un élément d'actif, évalue le montant de l'ensemble des dépenses nécessaires à sa mise en œuvre, c'est-à-dire de son prix d'achat hors-taxes, majoré des frais de mise en service, de livraison, etc. Les coûts pour l'acheteur ne sont pas nécessairement des éléments de rémunération pour le vendeur, lorsque ceux-ci impliquent des tiers (coûts internes, coûts de transports par un prestataire, coût de certification par un tiers, etc.).

[1] Au-delà de l'accumulation de biens, le terme de « capital » est aussi utilisé pour parler de l'accumulation de qualités intangibles, comme par exemple l'accumulation par un individu ou une organisation d'expériences et de connaissances au fil du temps – parfois traduite par des diplômes et l'attribution de niveaux de qualification, s'agissant des individus. On utilise aussi de façon figurée l'expression « capital confiance » pour parler de la renommée d'une personne ou d'un produit, acquise par l'accumulation de preuves de son honnêteté ou de sa fiabilité.

[2] On remarquera qu'on utilise ici « capital » pour désigner l'ensemble du passif mais que ce terme (dans le sens de « capital de l'entreprise ») est aussi utilisé pour désigner les seuls fonds propres. Dans ce dernier cas, à strictement parler, il faudrait préciser le terme en ajoutant « capital propre ».

Amortissement comptable

L'amortissement comptable d'une immobilisation est l'étalement de son coût d'acquisition sur sa durée d'utilisation. La comptabilité nationale utilise le terme de « consommation de capital fixe ».

Dans le plan comptable général, quand une entreprise procède à un investissement, elle comptabilise l'achat dans un compte d'immobilisation à l'actif de son bilan. Le bien va perdre de sa valeur au cours de sa durée d'utilisation, notamment à cause de son usure et de son obsolescence. Les amortissements servent à retranscrire cette perte de valeur comptable imputée à chaque exercice dans les documents de synthèse : les dotations font diminuer la valeur des éléments de l'actif et augmentent le compte de charges correspondant qui figurent dans le compte de résultat.

Coût d'usage du capital

Le coût d'usage du capital est une mesure synthétique des charges supportées par l'entreprise lorsqu'elle utilise le capital physique quelle détient. Plusieurs évaluations peuvent être proposées en fonction du type de charges retenues et la façon de les mesurer : prix d'achat ou coût d'acquisition du capital (à répartir sur chaque année d'utilisation), coût de l'endettement (ou coût d'opportunité des fonds immobilisés), coût fiscal lié aux règles d'amortissement, dépréciation, fiscalité pesant sur les sociétés et les détenteurs d'actions, inflation. Tous ces éléments constituent autant de facteurs affectant la détention et l'utilisation du capital productif. Le coût d'usage du capital est une variable construite, le plus souvent pour les besoins de la macro-modélisation économique.

Capitalisation

La capitalisation est la valeur des droits financiers, actions ou titres de dette, calculée aux prix négociés sur un marché boursier. On parle souvent de « capitalisation » pour désigner la seule capitalisation des actions ou titres de propriété, mais cette désignation peut être trompeuse, dès lors qu'il peut y avoir une capitalisation obligataire. Dans le premier cas, il est recommandé de parler plus précisément de « capitalisation boursière ».

Charge de la dette – service de la dette – coût de la dette

Une partie des fonds utilisés par l'entreprise sont des ressources empruntées. La charge de la dette – ou charge d'intérêts – évalue le poids du paiement des intérêts à verser aux préteurs sur le capital emprunté.

Mais l'emprunteur doit également rembourser le principal, c'est-à-dire le montant du capital emprunté, selon des modalités en général prévues avec les préteurs. Le service de la dette intègre le versement des intérêts et le remboursement du principal.

Le coût de la dette inclut en outre les charges éventuelles dépenses annexes, frais de dossier, frais d'émission, publicité financière, etc. Ce montant dépend donc de la durée et du montant total de l'emprunt (par exemple on peut rembourser un dixième de la dette pendant dix ans).

I.1. La structure de financement et ses éléments de coût

Les composantes du coût du capital sont liées à la nature des fonds mobilisés par l'entreprise pour se financer. Plusieurs caractérisations sont possibles. Celle que nous utiliserons est essentiellement de nature juridique et distingue les fonds propres des dettes. Les fonds propres correspondent aux fonds apportés par les actionnaires (les associés) et, le cas échéant, aux bénéfices de l'entreprise qui ne sont pas distribués en dividendes. Les dettes correspondent à des fonds remboursables aux créanciers de l'entreprise (établissements de crédit, fournisseurs, État, …). Les apporteurs de capitaux propres sont titulaires d'un droit de propriété donnant un pouvoir de décision sur la vie de l'entreprise alors que les détenteurs de titres de créances n'ont pas de tels droits. Une autre distinction oppose ressources « internes » et ressources « externes ». Cette distinction est cependant un peu ambigüe si on considère, par exemple, le cas d'une levée de fonds par ouverture du capital, puisque cette levée de fonds peut être considérée comme une recherche de financements auprès d'investisseurs qui ne sont pas déjà actionnaires de l'entreprise (investisseurs externes) mais dès

qu'elle aura été menée à bien, les nouveaux actionnaires seront de plein droit copropriétaires de l'entreprise en ayant contribué à l'augmentation des capitaux propres (ressource interne).

I.1.1. Les sources de financement

I.1.1.1. Les ressources propres

Il existe trois moyens de financement en fonds propres pour l'entreprise : dégager des ressources de son activité ; céder des actifs qu'elle détient ; procéder à une augmentation de capital.

Les deux premiers de ces moyens de financement sont repris de façon comptable dans le résultat net, qui apparaît à la fois dans le compte de résultat et au bilan de l'entreprise. Le résultat net recouvre en effet, à la fois les fonds dégagés de l'activité de l'entreprise et les plus ou moins-values sur cession d'actifs.[3] La raison en est que, en temps normal, les cessions d'actifs résultent moins de la nécessité d'utiliser ce procédé pour obtenir des capitaux, que d'opérations normales de renouvellement des immobilisations ou de mise en œuvre de stratégies de recentrage d'activité (cessions de participations ou filiales). Le résultat est la différence entre les produits et les charges de l'entreprise, classés en résultat d'exploitation, résultat financier et résultat exceptionnel. Le résultat net est le résultat, net de l'impôt sur les sociétés.

Lorsqu'une entreprise a besoin d'augmenter ses ressources stables, au-delà de ce que permet l'accumulation des résultats non-distribués et mis en réserve, elle peut recourir à une augmentation de capital. Le capital de l'entreprise va alors être augmenté par la création de nouvelles actions, qui sont destinées à être achetées par les actionnaires déjà présents dans l'entreprise ou bien par de nouveaux actionnaires.

Les fonds propres, quelle que soit leur origine, sont des ressources mises à la disposition de l'entreprise sans limite de temps par ses propriétaires. Ils ne donnent lieu à aucune rémunération systématique de plein droit, de montant défini et à échéance déterminée, contrairement aux capitaux empruntés. Le coût des fonds propres pour l'entreprise, qu'il s'agisse des apports externes ou de l'autofinancement, reflète la rentabilité exigée par les actionnaires. Du point de vue de ces derniers, cette rentabilité exigée doit être égale à la rémunération à laquelle ils renoncent lorsqu'ils apportent des fonds dans l'entreprise (apports externes) ou lorsqu'ils acceptent le maintien dans l'entreprise d'une fraction du résultat net (autofinancement).

Inversement, une entreprise peut occasionnellement chercher à réduire ses fonds propres. C'est en particulier le cas lorsque la trésorerie est abondante, alors que l'entreprise ne trouve pas à investir avec une rentabilité supérieure à ce que lui coûte ces fonds propres. C'est aussi, de façon très courante, et particulièrement aux États-Unis, une forme de rémunération des actionnaires complémentaire des dividendes. Alors que les fonds investis en actions le sont *a priori* sans limite de temps, cette opération a pour conséquence de rendre ces fonds aux actionnaires, qui peuvent dès-lors en faire d'autres usages.

I.1.1.2. Les ressources d'emprunt

Un emprunt est une opération financière qui consiste pour l'entreprise à solliciter un (ou plusieurs) créancier(s) pour mettre à sa disposition une somme d'argent (capital) pour une durée définie, contre la promesse de le rembourser et de le rémunérer. Schématiquement, l'entreprise peut emprunter auprès d'une banque ou en émettre un titre de créance (obligations, billets de trésorerie, etc.). Ces opérations donnent lieu à un contrat entre le prêteur et l'emprunteur. Trois notions sont à prendre en compte, l'amortissement, l'intérêt et l'annuité. L'amortissement est la partie du capital qui est remboursée à chaque échéance périodique ; l'intérêt est la rémunération, fixe ou variable en fonction d'une référence ou d'un indice, que reçoit le prêteur de l'emprunteur ; l'annuité est la somme versée par l'emprunteur, égale à la somme de l'amortissement du capital et les intérêts sur la période.

[3] La cession réduit l'actif de l'entreprise, ce qui est comptabilisé pour l'essentiel en enregistrant en charge exceptionnelle la valeur comptable de l'actif cédé (compte 675, ou HF de la liasse fiscale). Mais le produit de cession constitue une ressource, comptabilisées en produit exceptionnel sur opération en capital, pour la valeur effective de la cession (compte 775, repris dans la variable HB de la liasse fiscale). Ainsi, seule la plus ou moins-value sera constatée dans le résultat (différence entre les compte 775 et 675, ou HB et HF).

Quelle que soit la formule d'endettement, il s'agit d'engagements fermes, indépendants des résultats de l'entreprise. Il n'y a donc aucune incertitude quant aux dates de paiement et au montant des annuités pour les créanciers. Le seul risque qu'ils prennent est le risque de défaut de l'entreprise sur sa dette, c'est-à-dire le non-respect d'une échéance et/ou le versement partiel de l'annuité. L'importance de ce risque est à l'origine de la décision de prêter des fonds, ou non, à l'entreprise. En cas d'acceptation du risque, celui-ci est couvert par une prime (prime de risque) incluse dans le niveau du taux auquel le prêt est consenti.

Il faut distinguer, dans ce domaine, deux situations radicalement différentes. Dans le cas d'un emprunt représenté par des titres négociables, la décision du créancier est mécaniquement déterminée par l'évaluation de cette prime de risque. Toute révision du jugement du marché sur le risque présenté par l'emprunteur ou sur sa capacité à dégager des profits distribuables retentit instantanément sur le rendement du titre sur le marché secondaire, et par voie de conséquence sur le coût des nouveaux emprunts que l'entreprise peut être amenée à contracter. Dans le cas d'un emprunt auprès d'un établissement de crédit, des considérations beaucoup plus complexes peuvent entrer en ligne de compte, et en particulier l'évaluation approfondie que le banquier est amené à opérer du potentiel technique de l'entreprise, des perspectives de son marché, de sa situation concurrentielle, et des avantages qui peuvent résulter, pour l'entreprise comme pour ses créanciers, d'un maintien durable de la relation entre la banque et l'emprunteur, indépendamment des aléas de la conjoncture et de la valorisation instantanée des risques sur le marché des capitaux.

I.1.2. La rémunération des apporteurs de fonds

I.1.2.1. La rémunération des créanciers

La base de la rémunération des créanciers est constituée du taux d'intérêt. Dans une conjoncture donnée, les taux varient d'un contrat à l'autre en fonction de la durée du prêt, du risque encouru, de la possibilité de céder la créance avant terme. Souvent conclus en termes nominaux, les taux d'intérêt dépendent aussi de l'inflation.

Lorsqu'il s'agit d'une banque, celle-ci facture également des frais financiers supplémentaires, entrant dans le calcul du taux effectif global (TEG). Ce taux doit en effet reprendre les intérêts contractuels auxquels s'ajoutent les frais, commissions et rémunérations de toute nature prélevés par le banquier pour accorder le prêt. Pour se protéger des défauts de paiement de l'entreprise, la banque peut aussi demander des garanties (ou sûretés). Les sûretés peuvent être « personnelles » (garanties de paiement prises auprès d'un tiers – caution) ou « réelles » (sur des biens mobiliers – gage sans dépossession ou nantissement – ou immobiliers – hypothèque).

En se finançant sur le marché obligataire, l'entreprise évite les frais d'intermédiation chargés par la banque ainsi que la prise de sûretés. Elle peut ainsi obtenir de meilleures conditions d'endettement et acquérir un plus grand pouvoir de négociation vis-à-vis des banques, en s'en rendant plus indépendante. Cependant, si la notoriété de l'entreprise n'est pas suffisante, ou si les montants empruntés sont trop faibles – ce qui est souvent le cas pour les TPE et PME – elle devra au contraire supporter une prime de risque demandée par les investisseurs, et des frais d'émission éventuellement dissuasifs, comparés au coût de l'emprunt bancaire.

Différentes formules de remboursement peuvent être retenues entre prêteurs et emprunteurs, ce qui permet aussi d'apporter un mode de rémunération alternatif. C'est le cas par exemple des obligations assorties d'une prime de remboursement[4] – c'est-à-dire remboursées à un prix supérieur à leur valeur nominale –, ou lorsqu'il s'agit d'obligations convertibles : le droit de conversion offre au porteur le droit d'échanger l'obligation en actions, selon une parité de conversion préétablie à la date du contrat. Ainsi l'investisseur peut tirer parti d'une éventuelle hausse du cours de l'action entre la date du contrat et la date de remboursement, tout en conservant la sécurité du placement obligataire dans l'intervalle.

[4] L'investisseur peut aussi bénéficier d'une prime d'émission, lorsque l'obligation est mise en vente sur le marché primaire en dessous de sa valeur nominale.

I.1.2.2. La rémunération des actionnaires

Fondamentalement, l'actionnaire est le (co)propriétaire d'une société commerciale (c'est-à-dire d'une entreprise constituée sous la forme d'une société anonyme, d'une société par actions simplifiée, d'une société en commandite par actions), ce qui lui donne des droits de contrôle sur cette société. En effet, à la détention d'actions est associé un droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires (sauf le cas particulier des actions sans droit de vote). L'actionnaire a en outre droit à recevoir un dividende et, en cas de liquidation de l'entreprise, à un boni de liquidation. Les actions, qui matérialisent ce droit de propriété, peuvent être cédées ou nanties (c'est-à-dire utilisées comme garanties, ou sûretés réelles mobilières).

Le détenteur d'actions, par l'apport de ses capitaux à l'émission, ou par l'achat d'actions sur un marché secondaire, acquiert ces droits, mais procède aussi à un investissement financier, c'est-à-dire à l'utilisation d'une ressource liquide pour l'acquisition d'un titre financier dont il peut attendre une rémunération. Outre le versement d'un dividende, celle-ci peut également être constituée d'un gain en capital en cas de plus-value en capital (en cas de moins-value, il s'agira d'une perte en capital, et non d'un gain). La valeur d'un titre peut en effet fluctuer, générant une plus ou moins-value. Celle-ci est latente tant que l'investisseur conserve son titre. Elle se matérialise lors de la cession du titre et est alors égale à la différence entre la valeur d'achat et la valeur de revente du titre.

Occasionnellement, une entreprise peut procéder au rachat de ses propres actions. Le rachat d'actions a un effet différencié sur les rémunérations, pour les actionnaires qui vendent leurs titres et pour ceux qui les conservent. Les actionnaires qui sortent du capital récupèrent leur mise de fonds, de façon analogue à ce qui se passe en cas de cession de leurs titres sur un marché, mais à un cours en général supérieur au prix du marché. Les actionnaires qui restent au capital n'en bénéficient pas, mais si le rachat d'actions s'accompagne d'une annulation des titres rachetés, cela diminue le nombre d'actions en circulation et augmente d'autant, toutes choses égales par ailleurs, le bénéfice par action. Mais il faut noter que dans ce cas le risque est également augmenté pour l'actionnaire, en raison de la dégradation de la structure financière qu'engendre l'augmentation du taux d'endettement par rapport aux fonds propres. L'entreprise gère ainsi ses capitaux propres, pour en améliorer la rentabilité.[5]

Le dividende quant à lui est une forme de rémunération versée aux détenteurs d'actions, en fonction du résultat net de l'entreprise, et sur décision de l'assemblée générale des actionnaires. Si l'entreprise est en perte, aucun dividende ne peut être distribué. Si l'entreprise dégage un bénéfice insuffisant ou s'il y a un besoin de renforcer ses fonds propres, l'assemblée générale peut décider de ne pas distribuer de dividendes.

Ces différentes formes de rémunération – plus-values, dividendes, rachats d'actions – ont un caractère aléatoire que n'ont pas les créances à revenus fixes – ou indexées selon des normes convenues. Ces derniers doivent être versés indépendamment de toute autre considération – notamment les résultats de l'entreprise – tant que l'entreprise ne fait pas défaut, alors que gains en capital et dividendes peuvent fortement varier d'un exercice à l'autre. La prise de risques est donc plus grande pour l'actionnaire que pour le créancier.

Le caractère intrinsèquement aléatoire des dividendes et des plus-values peut être néanmoins en partie contrôlé pour les entreprises pérennes, dégageant des résultats suffisamment importants pour pouvoir mener une politique stable de versement de dividendes ou de défense de leur cours de bourse (donc apporter des garanties de plus-values potentielles à leurs actionnaires). Ces politiques naissent de la pérennité de l'activité des entreprises qui implique qu'elles auront besoin de façon récurrente d'apport en capital et qu'elles doivent donc rester attractives pour les investisseurs. Il en résulte une capacité des apporteurs de capitaux à influencer les décisions des entreprises en matière d'investissement et, plus généralement, dans tous les domaines de leur gestion. Lorsque l'entreprise est en croissance, elle aura tendance à ne pas verser de dividendes et accroître son potentiel de plus-value. Une entreprise mature aura tendance à redistribuer ces résultats sous forme de dividende, son potentiel de plus-value étant plus faible. Le taux de distribution – part du résultat net distribuée en dividendes – est donc un signal important concernant les orientations stratégiques prises par l'entreprise.

[5] En marge de cette gestion, le rachat d'actions peut aussi permettre à des actionnaires historiques de sortir du capital, ce qui modifie la structure de l'actionnariat.

Encadré I.2 – La formule de Gordon-Shapiro

Cette formule permet, sous certaines hypothèses, d'estimer la valeur d'une action en fonction des dividendes à recevoir dans le futur actualisés.

Un investisseur qui achète une action au cours p_t = 100 € en espérant, à la fois un versement de dividende d_t^e = 2 € et que le cours atteigne la valeur p_{t+1}^e = 110 €, attend une rentabilité de :

$$r_t^e = \frac{p_{t+1}^e - p_t + d_t^e}{p_t} = \frac{110 - 100 + 2}{100} = 12\,\%$$

Étant donné qu'à l'équilibre le rendement pour l'investisseur est aussi le coût de la ressource pour l'entreprise, la valeur de r^e est aussi une mesure du coût du capital.

Le cours de l'action peut donc être vu comme la somme du cours futur et du dividende attendus, actualisés au taux de rentabilité anticipé (voir encadré I.7 sur la différence entre taux anticipé et taux exigé) :

$$p_t = \frac{p_{t+1}^e + d_t^e}{1 + r_t^e} = \frac{110 + 2}{1 + 0{,}12} = 100$$

Cette expression met en évidence l'étroite relation – voire l'identité – qui existe entre taux d'actualisation et taux de rendement.

Cette expression peut se développer au-delà d'une période. Sur une infinité de périodes, à taux de rentabilité espéré constant sur toutes les périodes futures et sous certaines hypothèses de stabilité, on peut monter que le cours de l'action « à l'infini » n'importe pas et l'on a :

$$p_t = \sum_{j=1}^{+\infty} \frac{d_{t+j-1}^e}{(1 + r^e)^j}$$

Le cours de l'action observé peut se voir comme la somme de tous les dividendes futurs, actualisés au taux de rentabilité attendu. Si, de plus, on suppose que les dividendes futurs croîtront au taux constant $g < r^e$ $\left(d_{t+j}^e = (1+g) \cdot d_{t+j-1}^e\right)$, la formule devient (formule de Gordon-Shapiro) :

$$p_t = \frac{d_t^e}{(r^e - g)}$$

Sous réserve de sa validité, ce modèle à deux implications :

- plus le taux de croissance anticipé des dividendes (g) est élevé, plus le cours de l'action sera haut ;

- le cours de l'action croît au même taux que les dividendes, g :

$$\frac{p_{t+1}}{p_t} = \frac{d_{t+1}^e}{d_t^e} = (1 + g)$$

La formule de Gordon-Shapiro permet également d'exprimer la rentabilité attendue comme la somme du taux de croissance attendu des dividendes et du rendement du dividende (*Dividend Yield*) attendu :

$$r^e = g + \frac{d_t^e}{p_t}$$

Cette grandeur pourra être estimée *ex post* par la somme du taux de croissance du cours de l'action et du rendement-dividende ou *Dividend Yield* observés (cette notion sera revue plus loin).

Encadré I.3 – Modigliani Miller

Au tournant des années 1960, Merton Miller et Franco Modigliani publièrent deux articles, évoqués plus tard parmi leurs autres travaux pour justifier l'attribution du prix Nobel d'économie à Modigliani en 1985, comme à Miller en 1990.

Dans "*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*", les auteurs montrent que dans un monde de marchés parfaits, la structure financière de l'entreprise – c'est-à-dire le ratio dettes sur fonds propres – n'influe pas sur la valeur de la firme. Ce résultat mettait fin au programme de recherche en finance d'entreprise dont l'objet central était de déterminer la structure optimale de financement en vue de maximiser le profit de l'entreprise.

Du fait que, généralement, le coût de la dette est moindre comparé au coût des fonds propres, la théorie dominante de l'époque voulait que le recours à l'emprunt soit toujours préférable à l'émission de titres. Modigliani et Miller montrèrent que cette vue est erronée dans la mesure où les actionnaires sont seuls à partager les profits et les pertes, quels que soient ces profits et ces pertes, alors que la dette doit être remboursée en toutes circonstances, même au risque d'entraîner la faillite de l'entreprise. Ainsi, si un recours accru à l'endettement permet effectivement d'augmenter le taux de rendement anticipé des fonds propres, c'est au prix d'un accroissement du risque pris par les apporteurs de ces fonds. Comment dès lors affirmer qu'un accroissement du profit anticipé avec un niveau de risque accru est toujours préférable pour l'actionnaire ?

Modigliani et Miller établissent qu'en présence d'incertitude, l'approche du problème par la maximisation du profit anticipé n'est pas opératoire, puisqu'elle élimine la question du risque, pourtant centrale pour cette question. Une meilleure approche consiste à chercher la maximisation de la valeur de marché de la firme. En effet, sur des marchés parfaits – notamment sans distorsion fiscale en faveur de l'une ou l'autre des formes de financement –, la mesure de l'arbitrage des actionnaires entre accroissement du profit anticipé et niveau de risque accru se fera par le marché : les actionnaires prêts à prendre le risque seront acheteurs des titres, ceux y renonçant seront vendeurs, et la fixation du prix d'équilibre apportera la réponse.

Modigliani et Miller considèrent alors la valeur totale de l'entreprise, définie par la somme de la valeur des fonds propres et des dettes, dans un cadre théorique qui fait qu'un actionnaire peut toujours, par le biais de ses propres capacités d'emprunts ou de placement, composer son portefeuille d'actifs comme il l'entend et, sans frais, lui donner la composition qu'il désire en ce qui concerne le risque, le niveau d'endettement, etc. Alors le théorème énonce que la valeur de marché de l'entreprise est égale à la valeur actualisée des flux de revenus futurs, générés par l'utilisation des équipements de l'entreprise. La valeur de la firme est donc totalement déterminée par le facteur d'actualisation et les revenus d'activité de l'entreprise, qui dépendent notamment du risque, mais sont indépendants de la façon dont ces équipements ont été financés. La structure de financement, dans le cadre théorique retenu, n'a donc aucun impact sur la valeur de marché de l'entreprise.

Ce résultat n'est cependant pas nécessairement valide en toutes circonstances, en particulier en présence de distorsions et d'imperfections de marché, mais le consensus est large autour de l'idée qu'en pratique, la composition du financement de l'entreprise n'a pas d'effet important sur sa valeur de marché.

Pourtant, la structure de financement des entreprises telle qu'on peut l'observer n'est pas totalement aléatoire d'une entreprise à l'autre. Elle a des caractéristiques particulières, selon les secteurs, selon les circonstances, selon les tailles d'entreprises. La recherche en ce domaine a acté les résultats de Modigliani Miller en ne cherchant plus une explication dans la maximisation du profit ou de la valeur de marché de l'entreprise, mais en cherchant des explications en termes de théorie du signal ou de gouvernance d'entreprise.

Dans "*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*", les auteurs abordent la question de la politique de dividendes. Il était accepté à l'époque que, dans une certaine limite, le versement de dividendes attirait les investisseurs et faisait monter les cours. Dans le cadre théorique retenu, Miller et Modigliani montrent que la politique de dividende est indifférente. Elle n'affecte pas la valeur de marché de la firme et modifie simplement le partage de la rémunération de l'actionnaire entre plus-value et dividendes, partage vis-à-vis duquel l'investisseur rationnel est indifférent.

Là encore, le résultat n'est pas valide en toutes circonstances, notamment en présence de taxations différentielles sur les différents types de rémunération du capital.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". American Economic Review 48 (3): 261–297

Miller, Merton H., and Franco Modigliani "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, October 1961, 34, 411-433.

Cependant, Miller et Modigliani ont montré, dans un cadre d'analyse reposant sur des hypothèses très particulières (possibilité de représenter l'économie comme un ensemble de marchés parfaits), que la politique de dividende est indifférente. Elle n'affecte pas la valeur de marché de la firme et modifie simplement le partage de la rémunération de l'actionnaire entre plus-value et dividendes, partage vis-à-vis duquel l'investisseur rationnel est indifférent (voir *encadré I.3*). La Formule de Gordon-Shapiro met également cette indifférence en évidence. Partant de l'hypothèse que le cours de l'action est égal au flux de dividendes futurs actualisés, il en résulte, sur un marché parfait et en équilibre, que cours et dividendes varient dans le même sens (ont le même taux de croissance). Par ailleurs, à coût du capital fixé – autrement dit, à taux de rendement actuariel donné –, un taux de distribution plus élevé n'est possible qu'avec une moindre croissance future des dividendes (voir *encadré I.2*).

Le phénomène d'équivalence entre cours et dividendes est facilement observable à court terme, au moment des versements de dividendes, que ce soit lors des détachements de coupons, ou lors du versement de dividendes exceptionnels (cf. *encadré I.4*). Il résulte de ce constat que les dividendes ne doivent pas être isolés des autres formes de rémunération de l'actionnaire. Ainsi, les indices de rendement total de la détention d'actions (*Total Return*) intègrent à la fois l'évolution des cours et les versements de dividendes : les versements de dividendes par action sont ajoutés au cours des l'action. Ces indices retracent alors l'évolution d'un portefeuille – éventuellement fictif – dans lequel les dividendes seraient systématiquement et intégralement réinvestis dans les mêmes actions.

Encadré I.4 – Effet instantané sur le cours d'une action du versement d'un dividende

Au jour du versement du dividende, on attend une baisse du cours du montant du dividende. En effet, un titre cédé avant cette date donnera droit à son nouveau propriétaire au dividende qui a été voté mais pas encore versé. Ce droit est acquis avec l'achat de l'action au prix alors en vigueur, dit prix cum-dividende – i.e. avec le droit au prochain versement de dividende voté. Après la date du versement de dividende, le nouvel acquéreur perd ce droit au dividende voté et ne sera donc pas disposé à payer le prix cum-dividende. Le nouveau prix après versement de dividende, dit prix ex-dividende, est nécessairement plus bas que le prix cum-dividende. À l'équilibre et sur un marché parfait, on peut montrer que l'écart entre le prix cum-dividende et ex-dividende est égal au montant du dividende par action. En pratique, d'autres facteurs entrent dans la détermination des cours de bourses et font que les cours ne baissent pas systématiquement du montant des dividendes par action. Ils peuvent même augmenter ce jour-là, sur la base d'autres informations. Mais une baisse de cours, de l'ordre du dividende par action, est cependant attendue. Ce phénomène se produit également lors des versements exceptionnels de dividendes, pour les mêmes raisons : au lendemain du versement de dividende, l'acquéreur perd le droit de percevoir ce dividende et n'est donc pas disposer à payer le prix de l'a veille.

Exemple de l'action Lagardère en 2014 : au dividende ordinaire, proposé à 1,30 € par action au titre de l'exercice 2013, a été ajouté un dividende exceptionnel (proposé à 6 € par action). Ce dividende a été détaché le 8 mai 2014 et mis en paiement à compter du 13 mai 2014. L'actionnaire détenait avant le détachement une action valant 31,15. Après le détachement, l'action cotait 23,85. On peut vérifier que 23,85 + 7,30 = 31,15. L'actionnaire a subi une moins-value équivalente au dividende perçu : le total est inchangé (*Figure I.1*).

Encadré I.4 (suite)
Figure I.1 – Cours de l'action Lagardère

Vis-à-vis d'un créancier ou d'un actionnaire, si une opération de financement se fait de gré à gré, sans intermédiation, l'intégralité des sommes versées par l'entreprise l'est au bénéfice de son financeur et le coût pour l'entreprise est donc également le revenu du placement. En revanche, s'il y a l'intervention d'un intermédiaire financier distinct de l'apporteur de fonds, il y aura un coût de rémunération des services de l'intermédiaire. Si ce coût n'est pas partagé de façon égale par les deux parties, coût pour l'entreprise et rendement du placement différeront. De même en présence d'une fiscalité différentiée.

I.1.3. Coûts du crédit et coûts des financements par émission de titres de créance

Afin d'établir dans quelle mesure il est possible d'avoir une mesure statistique du coût du capital à partir de données disponibles, nous allons préciser les données que nous devons rechercher – et éventuellement les formules à utiliser – en passant en revue les principaux modes de financement et la façon usuelle de mesurer leur coût.

I.1.3.1. Le coût du crédit

Le coût du crédit est *a priori* relativement simple à évaluer, sur la base de statistiques de taux d'intérêt. Pour autant, s'y ajoutent aussi d'autres frais, pas nécessairement inclus dans ces statistiques. Par ailleurs, certaines formes de crédit ne donnent pas lieu au versement d'un intérêt. Nous allons illustrer cette difficulté sur quelques formes usuelles de crédit.

La forme de crédit la plus directe à analyser est sans doute l'emprunt indivis, emprunt effectué auprès d'un seul préteur, en général un établissement de crédit. L'élément principal du coût de l'emprunt est ici le taux d'intérêt nominal. Pour autant, ce n'est pas le seul élément à prendre en compte. S'y ajoutent des frais financiers (frais de dossier, d'assurance, de timbre, etc.) et le versement éventuel d'une caution. Il faut également tenir compte de l'échéancier de remboursement. Inversement, même si cette possibilité a récemment été plafonnée, la déductibilité fiscale des charges financières constitue un facteur de réduction de coût[6].

[6] Avant la réforme du régime de déductibilité des intérêts d'emprunt (art. 23 de la loi de finances pour 2013), les entreprises pouvaient déduire de leur résultat fiscal l'intégralité des charges financières liées aux intérêts d'emprunt qu'elles avaient contracté. Depuis cette réforme, la déduction de ces charges du résultat fiscal est plafonnée : les entreprises assujetties à l'impôt sur les sociétés peuvent déduire de leur résultat des charges financières à hauteur de :

Dans ce type d'opération, le gain (brut) pour le prêteur correspond assez largement au coût pour l'entreprise, puisque celle-ci verse au prêteur les intérêts et le montant des frais et commissions qui s'y ajoutent. Comme on l'a vu, le taux effectif global (TEG) est une mesure de ce coût, puisqu'il doit reprendre les intérêts contractuels et ces frais, commissions et rémunérations de toute nature qui peuvent s'y ajouter. Mais il ne tient pas compte de la déductibilité fiscale, qui le réduit, éventuellement très sensiblement (cf. *encadré I.5*).

Encadré I.5 : effets de l'échéancier et de la déduction fiscale des intérêts sur le coût du crédit

Pour illustrer ces différents points, nous prendrons le cas d'un emprunt sur un an de 1 000 euros, au taux nominal de 2,50 %. Si des frais s'y ajoutent, équivalents à 1,50 % du montant de l'emprunt, le coût apparent du montant emprunté sera de 4,00 %.

L'importance de l'échéancier des versements tient au fait que pour l'emprunteur, il sera préférable de s'acquitter d'un même montant – disons les 15 euros de frais envisagés dans notre exemple – à une échéance lointaine plutôt qu'à une échéance proche : s'il verse 15 euros aujourd'hui plutôt que dans un an, il se prive des gains attendus de l'utilisation de 15 euros pendant un an, conventionnellement évalué par le placement de cette somme au taux d'intérêt en vigueur. Au taux de 2,5 %, l'emprunteur évalue aujourd'hui un paiement de 15 euros dans un an à $\frac{15}{1+0,025} = 14,63$ euros.

La déductibilité fiscale de 75 % des 40 euros d'intérêts d'emprunt et de frais financiers permet une économie d'impôt. Si l'entreprise est soumise au taux normal d'impôt sur les sociétés de 33,33 %, cette économie sera de :

$$0,75 \cdot 40 \cdot \frac{33,3}{100} = 9,99 \text{ euros}$$

Pour calculer le coût de cet emprunt de 1 000 euros, disons au 1er janvier 2015, il faut donc envisager différents scénarios, selon la possibilité de payer les frais de dossier et de verser les intérêts, soit au 1er janvier 2015, soit au 1er janvier 2016 (à la date de remboursement du principal). Le scénario le plus favorable pour l'emprunteur (repousser l'ensemble des paiements au 1er janvier 2016) permet de réduire le coût actualisé de 10 points de base par rapport au taux nominal incluant les frais financiers. La remise d'impôt est quant à elle équivalente à une baisse du coût de 100 points de base (Tableau I.1).

Tableau I.1 : Impact sur le coût actualisé de l'échéancier et de la déduction fiscale des charges

Euros, sauf mention contraire	Nominal	Paiement des frais et des intérêts au 01/01/2015	Paiement des frais au 01/01/2016 et des intérêts au 01/01/2015	Paiement des frais au 01/01/2015 et des intérêts au 01/01/2016	Paiement des frais et des intérêts au 01/01/2016
Frais	15	15	14,63	15,00	14,63
Intérêts	25	25	25,00	24,39	24,39
Total avant impôt (1)		40	39,63	39,39	39,02
Total avant impôt en % du capital emprunté		4,00%	3,96%	3,94%	3,90%
Remise d'impôt (2)	9,99	9,97	9,97	9,97	9,97
Total après impôt (1)-(2)		30,03	29,67	29,43	29,06
Total après impôt en % du capital emprunté		3,00%	2,97%	2,94%	2,91%

Le crédit-bail est une autre forme de crédit, passé sous forme d'un contrat de location d'un bien (mobilier ou immobilier) pour une durée déterminée et irrévocable, souscrit entre une entreprise (le « crédit-preneur ») et une banque ou un établissement spécialisé (le « crédit-bailleur »). Ce contrat est assorti d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat) à son échéance : à l'issue de la période

- 85 % pour les exercices 2012 et 2013 ;
- 75 % pour les exercices ouverts à partir du 1er janvier 2014.

Toutefois, afin de préserver les petites et moyennes entreprises, il est prévu que, lorsque le montant total des charges financières nettes est inférieur à 3 millions d'euros, le dispositif de limitation ne s'applique pas, permettant la déduction de l'intégralité des charges.

de location, le crédit-preneur peut opter pour l'acquisition du bien loué. Il peut également renouveler le crédit-bail ou restituer le bien au crédit-bailleur (dans ce cas le contrat de crédit-bail prend fin).

En termes de coût pour l'emprunteur (et de sécurité pour le prêteur), l'attrait de cette forme de financement tient au fait que le droit de propriété sur le bien financé reste au prêteur jusqu'à la levée effective de l'option d'achat. C'est parce qu'il conserve ce droit de propriété que l'établissement de crédit-bail est en mesure d'accorder plus facilement un financement.

Les contrats de crédit-bail ne sont pas soumis aux règles de l'usure et n'ont pas l'obligation d'indiquer le taux effectif global de l'opération (TEG).[7] L'information sur le coût du crédit-bail repose donc sur les loyers que verse le locataire, qui recouvrent de façon indistincte le droit d'usage du bien, le coût des capitaux immobilisés par le bailleur et le prix des services qu'il fournit. S'y ajoutent les frais d'entretien du bien à la charge de l'emprunteur jusqu'à la fin du contrat et sa valeur résiduelle en cas d'exercice de l'option d'achat. L'absence de mention d'un TEG est un handicap pour comparer directement les conditions financières d'un achat en crédit-bail d'un achat à l'aide d'un crédit classique.

Si le crédit *indivis* se traduit par une remise d'argent par le créancier au débiteur, avec le crédit-inter-entreprises, il n'y a pas de transferts monétaires.[8] Le crédit-inter-entreprises – ou plus correctement crédit commercial ou crédit-fournisseur – est l'accord d'un délai de paiement, concédé par le fournisseur à l'occasion de l'acquisition d'un bien ou d'un service par son client. Le montant du crédit est donc conditionné par l'existence d'une relation commerciale entre ces deux acteurs, et le montant en est limité par la valeur du bien ou du service échangé. Le service que le fournisseur accorde à son client en lui permettant de retarder son paiement est rarement facturé explicitement. En revanche, un escompte est souvent appliqué en cas de paiement antérieur à la date résultant de l'application des conditions générales de vente ou à celle inscrite sur la facture. 1 % à 2 % de remise pour règlement au comptant ou sous 8 à 10 jours sont des conditions assez souvent notifiées.[9]

En général, le taux d'escompte est forfaitaire et ne peut être assimilé à un taux d'intérêt.[10] Certains auteurs font néanmoins ce rapprochement, ce qui ne nous semble pas exact, d'autant que les résultats obtenus sont difficilement compréhensibles (cf. *encadré I.6*). Il faut donc considérer que le coût des dettes fournisseurs n'est pas observé et ne peut pas être évalué de cette façon.

En revanche, la créance commerciale peut être escomptée auprès d'un établissement de crédit. Cette technique de financement à court terme consiste à céder une créance client avant son échéance à un établissement de crédit, contre le paiement immédiat de celle-ci. Le montant de la créance est cependant diminué des intérêts et des commissions prélevés par l'établissement de crédit. Cette opération n'est cependant pas enregistrée comptablement comme une opération de crédit. Elle génère au passif de l'entreprise une diminution du poste clients (clients, effets à recevoir) compensée par une augmentation du poste banque (banque, effets à l'escompte). Ce mode de financement est en particulier très utilisé par les PME pour financer en large part leur cycle d'exploitation.

[7] Contrairement à la location-vente : la location-vente combine deux techniques contractuelles, la location et la vente. Le bailleur s'engage à procurer au preneur la jouissance immédiate du bien d'une part, à lui vendre le bien loué au terme du contrat, d'autre part. Le locataire prend l'engagement ferme d'acheter ce bien. Contrairement au crédit-bail, la location-vente se caractérise par l'existence d'une promesse de vente et d'une obligation d'achat du locataire. Seuls les contrats de location-vente ont l'obligation d'indiquer le taux effectif global (TEG).

[8] Le prêt d'argent entre entreprises est d'ailleurs actuellement interdit. Les prêts entre entreprises ne peuvent être que des prêts intra-groupe car toute personne physique ou morale qui ne détient pas au moins 5 % du capital social d'une société ou ne fait pas partie de ses dirigeants (pour les personnes physiques) sera considérée comme tierce et entrera dans la notion de public telle que visée par l'article L511-5 du Code monétaire et financier. Tout prêt qu'elle serait tentée de concéder à une entreprise serait considéré comme une opération illégale.

[9] Cette notification est obligatoire. Elle est destinée à inciter à une réduction des délais de paiement entre entreprises. Mais si un vendeur ne souhaite pas octroyer d'escomptes pour paiement anticipé, une mention en informant l'acheteur demeure obligatoire. Dans ce cas, il est donc fait mention que le taux d'escompte sera de 0 %.

[10] On a néanmoins pu trouver une entreprise indiquant dans ces conditions générales de ventes sur son site internet que : « […] en cas de paiement anticipé par rapport à la date résultant des conditions générales de paiement, un escompte sera crédité à l'acheteur. Cet escompte sera calculé, *prorata temporis*, sur base du taux d'appel d'offres de la Banque de France en vigueur au jour de la date de paiement. […] ».

Encadré I.6 : Assimilation du taux d'escompte commercial à un taux d'intérêt

Considérons le cas d'un délai de paiement de 60 jours, assorti d'un escompte de 2 % pour un règlement sous 10 jours.

Le raisonnement est que l'entreprise supporte un coût de 2 % sur (60 – 10) jours si elle ne bénéficie pas de l'escompte. Ce raisonnement donne une dimension temporelle au montant de l'escompte alors qu'il n'en a pas. Si on poursuit néanmoins ce raisonnement, le coût de la dette fournisseur estimée en termes annuels sera de :

$$\left(1+\frac{2}{100}\right)^{\frac{360}{60-10}}-1=15{,}32\,\%$$

Rappelons que les conditions de l'escompte figurent aux conditions générales de vente, et doivent donc s'appliquer à tous les clients, quel que soit leur profil de risque, et qu'il y a des entreprises qui n'accordent pas d'escompte. L'application du raisonnement ci-dessus laisse alors supposer que cette ressource est soit extrêmement onéreuse (15 %) soit gratuite pour l'acheteur, ce qui est erroné dans les deux cas. L'absence d'escompte ne signifie pas que le crédit est gratuit mais que celui-ci est inclus dans le prix du bien ou du service concerné. De même qu'une entreprise accordant des facilités de paiement au taux estimé de 15 % alors qu'un établissement de crédit, même compte tenu d'une prime de risque élevée, prêterait actuellement à des conditions plus favorables, ne devrait pas voir ce service accepté par beaucoup de clients. Or non seulement le délai de paiement est largement utilisé, mais s'y ajoutent des retards de paiement dans près d'un tiers des cas.

Enfin, le découvert autorisé est une forme de crédit d'une durée d'utilisation généralement fixée à 1 an maximum, et donc classée en crédit de court terme. Il est autorisé au sens où l'établissement de crédit le permet et en précise les conditions d'utilisation, de durée, de montant et de taux d'intérêt. Mais son mode de facturation est en général complexe et fait que le coût du découvert est toujours supérieur au taux d'intérêt de référence.

Le banquier autorise en effet le client à présenter un compte débiteur en dessous d'un certain plafond et pour une durée limitée. Sur une durée d'un an, le découvert pourra être de montants variables selon les mois. Le mode de calcul repose alors sur une base forfaitaire, augmentée d'éléments liés aux caractéristiques et aux marges de fluctuation du découvert. Ce coût comprend donc généralement :

- une charge d'intérêt débiteur calculée au taux d'intérêt de référence sur le montant moyen du découvert, à laquelle s'ajoute une marge prise par la banque ;
- une commission de plafond ;
- une commission du plus fort découvert, c'est-à-dire un surcroît de charge d'intérêt par rapport à la charge moyenne, calculée à un taux spécifique sur la base du montant observé plus fort découvert de la période ;
- une pénalité éventuelle en cas de dépassement du plafond.

I.1.3.2. Le coût des financements par émission de titres de créance

Le titre de créance peut-être le plus représentatif est l'emprunt obligataire. Cette forme de financement est accessible à certaines entités (État, collectivité publique, entreprise publique ou privée), sous certaines conditions. Le montant emprunté est divisé en parts – les obligations – qui représentent donc une fraction du total de la dette, remboursable à une date et pour un montant fixés à l'avance, et qui rapporte un intérêt. Les obligations sont émises sur un marché primaire : les nouvelles obligations y sont placées auprès d'investisseurs institutionnels et, éventuellement, de particuliers. Ce placement est généralement assuré par un groupe de banques choisies par l'émetteur. Le marché secondaire désigne les transactions sur les obligations déjà émises.

Le coût de l'emprunt obligataire offre des similitudes avec celui de l'emprunt indivis dans la mesure où il repose en première analyse sur le taux d'intérêt nominal (ou facial) que l'emprunteur doit servir à

son créancier. Ce taux, fixé au moment de l'émission, est appliqué à la valeur nominale de l'obligation pour déterminer le montant des intérêts annuels (coupons) que l'emprunteur doit verser au porteur de l'obligation. Ce taux peut être fixe, ou variable en fonction de l'évolution d'un indice de référence pris le plus souvent sur un marché de taux.

Outre ces conditions de taux, le contrat d'émission doit prévoir le prix d'émission et les modalités de remboursement (on a déjà mentionné pour l'émetteur la possibilité d'introduire des primes d'émission ou de remboursement), la durée, et les garanties de l'émission.

Comme pour l'emprunt indivis, et pour les mêmes raisons, le taux nominal est en fait peu significatif, car il ne tient pas compte des autres facteurs qui affectent la rentabilité effective du placement pour l'investisseur (le coût total du prêt pour l'émetteur, hors frais d'intermédiation et impact de la fiscalité) : le décalage entre la date de règlement et la date de jouissance, la prime d'émission, la prime de remboursement, le différé d'amortissement, la périodicité. Le taux de rendement actuariel (ou communément désigné par TRI pour taux de rendement interne) correspond au taux de rendement avant prélèvement fiscal au moment de l'émission. C'est le taux d'actualisation qui égalise le prix d'émission et la somme actualisée des intérêts versés et du prix de remboursement. Ce taux figure obligatoirement dans les brochures d'émission d'obligations.

Les obligations ne sont pas les seuls titres de créances que les entreprises peuvent émettre. On peut également citer les billets de trésorerie, qui sont des titres de créance négociables (TCN) émis par les entreprises sur le marché monétaire. Les billets de trésorerie constituent le principal instrument de « face à face » en France : ils permettent aux entreprises d'emprunter directement à court terme auprès d'autres entreprises sans recourir au système bancaire et à des taux plus bas que ceux des crédits.[11]

Comme les obligations, les billets de trésorerie portent intérêt, peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement. Les émetteurs doivent faire connaître, le cas échéant, lors de l'émission, le taux de rendement actuariel annuel. Outre le coût d'accréditation, des frais d'émission résultent également des modalités d'émission : soit l'entreprise intervient directement sur le marché des billets de trésorerie, ce qui nécessite les installations techniques nécessaires (salle de marché, etc.), soit l'entreprise s'adresse à un intermédiaire (*dealer*, soit une banque soit un courtier) qui se charge de l'émission, notamment auprès de son réseau de clients.

Enfin on mentionnera les bons à moyen terme négociables (BMTN), titres de créances négociables d'une durée initiale supérieure à un an pouvant être émis par les entreprises, et dont les conditions d'émission sont les mêmes que celles qui s'appliquent aux émetteurs de billets de trésorerie (montant unitaire minimal, notation exigée, garanties identiques, domiciliation obligatoire…). Les deux seules différences portent sur la durée : elle est sans limitation pour les BMTN mais d'au moins 1 an et 1 jour ; les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations peuvent également émettre des BMTN à la différence des billets de trésorerie qui sont émis par les seules entreprises. En pratique, ce sont essentiellement les établissements de crédit qui émettent ces bons.

I.1.4. Le coût des fonds propres

On rappelle que les fonds propres correspondent principalement aux fonds apportés par les actionnaires ou associés et, le cas échéant, aux bénéfices de l'entreprise qui ne sont pas distribués en dividendes (autofinancement).

Un élément central de la rémunération de l'actionnaire est le versement de dividendes mais, comme on l'a vu, ce n'est pas le seul élément. S'y ajoutent, en cas de cession des titres par son détenteur, l'évolution de leur valorisation et, occasionnellement, les rachats d'actions.

Pour cette raison, les praticiens calculent le plus souvent le coût des capitaux propres en référence à la rentabilité pour les actionnaires d'investir dans l'entreprise, compte tenu de ces différentes formes de rémunération. Investir dans une entreprise représente un risque qui ne sera couvert que sous réserve d'une rentabilité suffisante. En ce sens, le coût des fonds propres est un coût d'opportunité

[11] Toutes les entreprises n'ont cependant pas accès à ce type de financements. Une accréditation est nécessaire, reposant entre autres sur : la disposition d'un capital social dont la part libérée est au moins égale à 225 000 euros ; la remise d'une documentation financière portant sur leur activité, leur situation économique et financière ainsi que sur le programme d'émission ; la publication d'une notation obtenue auprès d'une agence agréée.

non-observable, estimé par la rémunération à laquelle les actionnaires renoncent lorsqu'ils apportent des fonds dans l'entreprise ou lorsqu'ils acceptent le maintien dans l'entreprise d'une fraction du résultat. Cette approche suppose néanmoins un marché à l'équilibre, pour que le coût d'opportunité pour l'investisseur de maintenir ses fonds dans une entreprise soit aussi le coût acquitté par l'entreprise. Il importe donc de ne pas confondre la rentabilité exigée par les actionnaires et les facteurs qui déterminent la capacité de l'entreprise à dégager de la valeur ajoutée, et sa capacité à en attribuer une part à la rémunération des apporteurs de capitaux (voir encadré ci-dessous). Il résulte de cette distinction que des entreprises pourront renoncer à des investissements efficaces en termes de création de valeur ajoutée, donc de rentabilité, si la rentabilité attendue de ces investissements est inférieure à la rentabilité exigée par les actionnaires, telle qu'elle s'exprime sur le marché boursier.

Sur ce dernier point, et concernant plus spécifiquement l'émission d'actions, il faut noter que cette opération entraîne des frais spécifiques, tant internes à l'entreprise (coûts engagés par les services de l'entreprise en charge du montage de l'opération) qu'externes (conseil comptable, juridique ou fiscal, commissions diverses, enregistrement légal et redevance, publicité, etc.). Or, les coûts externes représenteront bien une rémunération des tiers engagés dans l'opération, sans être pour autant un élément de la rémunération des actionnaires.

Si – sans perdre de vue les réserves exprimées ci-dessus – on accepte l'approche de la mesure du coût des fonds propres par l'évaluation d'un taux de rentabilité pour l'actionnaire, celui-ci n'étant pas observable, il faut avoir recours à un modèle, ou du moins à un ensemble de conventions, pour y parvenir. Dès lors, plusieurs manières de faire peuvent exister. Deux grandes familles de méthodes dominent dans la pratique : les méthodes actuarielles et le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) et ses extensions.

Les méthodes actuarielles

La méthode la plus simple est peut-être celle fondée sur le calcul du ratio cours-bénéfice (*Price Earning Ratio*, PER, ou plus exactement de son inverse). En considérant que les fonds propres apportés à l'entreprise, tels qu'ils peuvent être valorisés, permettent de dégager le bénéfice net observé, le rendement peut être simplement calculé en rapportant ce bénéfice à la valorisation des fonds propres. En pratique, ce ratio est estimé en faisant la moyenne des résultats de l'entreprise sur plusieurs exercices pour gommer le caractère erratique du résultat net.

Ce ratio est l'inverse du PER, qui rapporte alternativement, la capitalisation boursière au résultat net, ou le cours d'une action au bénéfice net par action, et permet d'évaluer la cherté relative d'un titre.

Plutôt que de prendre le résultat net observé relativement au cours présent de l'action, un autre critère consiste à considérer les dividendes futurs anticipés, sur la période prévue de détention du titre. Il faut alors procéder à l'actualisation des flux de dividendes futurs pour les rendre comparables au cours d'aujourd'hui de l'action.

La formule d'actualisation permet de réaliser deux types de calcul : soit, à partir d'une anticipation de dividendes et d'un taux d'actualisation donné (qualifié de rendement exigé, *required returns*) de calculer la valeur d'un titre et comparer cette valeur au cours effectif ; soit, à partir d'une anticipation de dividendes et du cours effectif du titre, de calculer un taux de rentabilité (ou de rendement) actuariel (qualifié de rendement anticipé, *expected returns*) (cf. *encadré I.7*). [12]

[12] Concernant les investissements financiers, le taux de rendement actuariel correspond au taux de rendement interne (TRI) calculé pour les investissements non-financiers.

Encadré I.7 : Rendement attendu et rendement exigé

On considère le cas d'un investisseur qui procède aujourd'hui à l'achat d'une action, en vue d'en percevoir les versements de dividendes, sur une période indéfinie. L'achat ayant lieu aujourd'hui et les versements de dividendes devant se faire au fil des années à venir, il faut procéder à l'actualisation des flux de dividendes futurs pour les rendre comparables à l'achat au cours d'aujourd'hui. Mais ces dividendes futurs sont incertains et doivent faire l'objet d'une anticipation. Différents investisseurs auront différentes anticipations concernant les versements de dividendes à attendre. Par ailleurs, le taux d'actualisation lui-même peut être choisi de façon différente, selon la préférence pour le présent de chaque investisseur et de son appréciation du risque encouru. Une multiplicité de résultats est donc possible, mais parmi ceux-ci, quelques-uns servent de référence.

Pour un flux de dividendes donné, on appelle taux de rentabilité (ou de rendement) actuariel le taux d'actualisation qui annule la valeur actuelle nette de l'investissement. Autrement dit, le taux de rentabilité actuariel est le taux d'actualisation qui égalise le flux de dividendes futurs actualisés et la valeur de marché de l'action. Ce taux est aussi qualifié de taux de rendement anticipé (ou attendu, *expected return*) dans la mesure où, au cours effectif de l'action, c'est le rendement qui correspond aux anticipations de dividendes de l'investisseur. S'il effectue l'achat, c'est le rendement auquel il s'attend, de façon cohérente avec ses anticipations de dividendes. Ce taux est défini par la donnée simultanée d'un prix de marché et d'une anticipation de flux de dividendes.

Le taux de rendement exigé par l'investisseur (*required return*) est le taux d'actualisation qui lui est propre, compte tenu de sa préférence pour le présent et de son appréciation du risque encouru par la détention éventuelle de ce titre. La donnée simultanée du taux de rendement exigé par l'investisseur et ses anticipations de dividendes permet de calculer la façon dont il valorise le titre. À flux de dividendes donné, le taux de rendement exigé ou, corrélativement, la valorisation du titre qui en découle, détermine le comportement de l'investisseur.

Considérons par exemple, une année 0, une entreprise dont l'action cote 194,30 €. Un analyste de marché anticipe les versements de dividendes de cette entreprise pour l'année en cours et les trois années qui suivent. Au-delà, il anticipe de façon normative que le dividende augmentera au taux de croissance moyen anticipé jusqu'à l'année 3, soit + 9,3 %. Compte tenu de sa préférence pour le présent et du risque qu'il attache à cette entreprise, son taux d'actualisation (taux de rendement exigé) est de 10 %. Ces informations sont résumées dans le *tableau I.2*.

Tableau I.2 : données pour le calcul des taux de rendement

Années	0	1	2	3	> 3
Dividende par action anticipé (en €)	1,15	1,25	1,35	1,50	+ 9,3 % par an
Cours de l'action (en €)	180,50				
Taux de rendement exigé de l'investisseur (*required return*)	12 %				

Compte tenu de ces informations, on peut calculer la façon dont l'analyste évalue le titre à la date 0 :

$$p_0^e = 1{,}15 + \frac{1{,}25}{1+0{,}12} + \frac{1{,}35}{(1+0{,}12)^2} + \frac{1{,}50}{(1+0{,}12)^3} + \sum_{j=1}^{+\infty} \frac{1{,}50(1+0{,}093)^j}{(1+0{,}12)^{j+3}}$$

$$= 1{,}15 + \frac{1{,}25}{1+0{,}12} + \frac{1{,}35}{(1+0{,}12)^2} + \frac{1{,}50}{(1+0{,}12)^3} + \frac{\frac{1{,}50(1+0{,}093)}{0{,}12-0{,}093}}{(1+0{,}12)^3}$$

$$= 1{,}15 + \frac{1{,}25}{1+0{,}12} + \frac{1{,}35}{(1+0{,}12)^2} + \frac{1{,}50}{(1+0{,}12)^3} + \frac{1{,}50(1+0{,}093)}{(1+0{,}12)^4} \sum_{j=0}^{+\infty} \frac{(1+0{,}093)^j}{(1+0{,}12)^j}$$

$$= 47{,}63$$

Les anticipations de versement de dividendes de cet analyste, et son taux d'actualisation (taux de rendement exigé) le conduisent à évaluer le titre à 48 € par action, alors que le cours effectif est de 180,50 €. Ce titre est donc jugé surévalué et l'analyste ne recommandera pas d'en faire l'acquisition.

On peut aussi évaluer le taux de rendement attendu par l'analyste, c'est-à-dire le rendement attendu de ses anticipations de dividendes si l'achat est fait au cours effectif de l'action. Pour cela il faut calculer le taux d'actualisation r qui égalise la valeur actualisée des flux de dividendes anticipés au prix de marché :

$$194{,}30 = 1{,}15 + \frac{1{,}25}{1+r} + \frac{1{,}35}{(1+r)^2} + \frac{1{,}50}{(1+r)^3} + \frac{\frac{1{,}50(1+0{,}093)}{0{,}10-0{,}093}}{(1+r)^3}$$

soit : r = 10 %.

Le taux de rentabilité actuariel, ou taux de rendement attendu (*expected return*), étant inférieur au taux de rendement exigé (*required return*, 12 %), l'analyste ne recommandera pas le titre.

Pour un même cours de bourse observé, on aura autant d'évaluations de taux de rendement attendus que d'anticipations de dividendes, et autant de taux de rendement exigés que de choix du taux d'actualisation.

Le fonctionnement du marché sélectionnera les opérateurs dont les vues sont concordantes, acheteurs et vendeurs, pour procéder à l'échange. En ce sens, à l'équilibre sur des marchés parfaits, taux de rendement attendus et taux de rendement exigés coïncident.

Bien qu'étant dit « exigé », le taux exigé ne se réalise pas nécessairement : au cours d'achat effectif, le rendement « exigé » ne se réalise que si les dividendes versés coïncident avec les anticipations.

La formule de Gordon-Shapiro est un cas particulier d'application de ce type de calculs, dont on déduit le taux de rentabilité exigé, en fonction d'une anticipation de croissance des dividendes et du cours effectif de l'action (cf. *encadré I.2*).

Une variable de risque est implicite aux modèles précédents, soit dans les cours – effectifs ou exigés – soit dans le taux de rendement exigé. En effet, un investisseur court un certain nombre de risques en faisant l'acquisition d'un titre financier (risques de liquidité, de solvabilité, de taux d'intérêt, de change – dans le cas d'une opération en devises –, d'évolution réglementaire, d'inflation, etc.) et n'acceptera d'investir que si les pertes, en cas de matérialisation de ces risques, peuvent être couvertes par des gains réalisables, si ces risques ne se matérialisent pas.

Markowitz (1952) puis Sharpe (1964) ont été parmi les premiers à fournir une analyse raisonnée du couple rentabilité-risque, qui devait déboucher sur le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF, ou *Capital Asset Pricing*, CAPM) (cf. *encadré I.8*). D'après ce modèle, la rentabilité ou le coût d'une action dépend de la rémunération d'un actif sans risque R_F et d'une compensation visant à indemniser l'investisseur pour le risque pris en investissant dans cette action. Cette prime de risque est l'écart entre l'espérance de rentabilité de marché et le taux sans risque, pondéré par un coefficient β (bêta). Appliquée au coût des fonds propres (k_{FP}) pour une entreprise cotée, le coefficient β_{FP} (bêta des fonds propres) est directement le bêta actions de l'entreprise.

$$k_{FP} = R_F + \beta_{FP} \times (\mathbb{E}R_M - R_F)$$

Le risque de marché est irréductible mais l'entreprise considérée peut avoir des caractéristiques plus ou moins risquées que celles de l'ensemble du marché, en fonction de sa structure des coûts (plus il y a de coûts fixes, plus le risque est élevé), la sensibilité de son activité à la conjoncture (exemple des transports), sa visibilité, la prévisibilité de son comportement, la transparence de ses décisions, le taux de croissance des résultats, etc. Le calcul du coefficient bêta reflète la plus (bêta > 1) ou moins (bêta < 1) grande sensibilité de l'entreprise au risque de marché (*encadré I.8*).

Encadré I.8 : Le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF, ou *Capital Asset Pricing*, CAPM)

On suppose donc tout d'abord qu'il existe sur le marché un actif sans risque, donc de rentabilité certaine, R_F.

Le risque quant à lui a deux composantes : une qui affecte l'ensemble du marché, donc le titre auquel on s'intéresse, comme l'ensemble des autres – par exemple, en lien avec les conditions macroéconomiques. Ce risque est dit systématique, ou risque de marché, et ne peut pas être arbitré (ou diversifié). L'investisseur ne peut pas s'en protéger en investissant simultanément dans d'autres titres, puisqu'en cas de matérialisation, il affectera tous les titres de la même façon ; la deuxième composante du risque est au contraire spécifique au titre auquel on s'intéresse – par exemple un risque sectoriel. L'investisseur peut éventuellement se protéger contre ce risque en investissant simultanément dans des titres d'entreprises appartenant à d'autres secteurs. Ce risque est dit spécifique et est arbitrable (ou diversifiable). Le risque systématique et le risque spécifique ne sont pas nécessairement indépendants. Par exemple un choc macroéconomique, comme une forte variation du prix du pétrole, impacte toute l'économie mais fait courir des risques spécifiques au secteur de la pétrochimie. Un investisseur qui composerait un portefeuille avec des titres de la pétrochimie et de la grande distribution se protégerait par ces derniers des risques spécifiques à la pétrochimie, mais pas contre le risque global qu'entraînent les fortes variations du prix du pétrole.[13]

Formellement, le MEDAF suppose une relation affine entre la rentabilité R_i d'un titre considéré *i* et le rendement du marché R_M :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \times R_M + \varepsilon_i$$

Hormis la constante d'échelle α_i entre la rentabilité du titre *i* et celui du marché, les deux autres termes sont :

- ε_i : terme aléatoire, mesure la rémunération du risque spécifique, ce dernier étant sans corrélation avec le risque de marché ;
- $\beta_i \times R_M$: terme également aléatoire (R_M étant une variable aléatoire), mesure du risque systématique affectant tout le marché.

Par hypothèse dans ce modèle, le risque spécifique peut être éliminé par diversification du portefeuille, ce qui fait que la part du rendement du titre *i* liée à ce risque sera égale au rendement sans risque R_F.

En revanche, le risque systématique ne pouvant être éliminé, même en détenant un nombre de titres plus grand, une espérance de rentabilité sera demandée en compensation de ce risque.

La résolution du modèle aboutit ainsi à l'expression de l'espérance mathématique de rendement du titre *i* ($\mathbb{E}R_i$), en fonction de l'écart entre l'espérance de rentabilité de marché et le taux sans risque :

$$\mathbb{E}R_i = R_F + \beta_i \times (\mathbb{E}R_M - R_F)$$

On montre que le coefficient β_i (bêta) peut s'exprimer en fonction à la fois les volatilités respectives des rentabilités R_i et de R_M – mesurées par les écarts-types σ_i et σ_M – et le coefficient de corrélation $\rho_{i,M}$ entre ces mesures de rentabilité :[14]

$$\beta_i = \rho_{i,M} \times \frac{\sigma_i}{\sigma_M}$$

[13] En anticipant par exemple un maintien de la consommation alimentaire – et donc des résultats des entreprises de la grande distribution – en cas de récession provoquée par une hausse du prix du pétrole. Celle-ci devrait pénaliser plus sévèrement la pétrochimie, néanmoins, la grande distribution supporterait aussi des coûts de chauffage, d'éclairage et de transport plus élevés, venant peser sur ses résultats, comme pour l'ensemble des autres acteurs de l'économie.

[14] Le coefficient β, coefficient de régression linéaire, est égal à la covariance des rentabilités de l'action et du marché divisée par la variance de la rentabilité du marché. L'expression donnée ici est une réécriture de cette formule.

Ce coefficient est d'autant plus grand – et donc la demande de couverture du risque systématique – que la volatilité du rendement de l'investissement considéré – mesuré par σ_i – est grande devant celle du marché – mesuré par σ_M – et que la corrélation entre les deux est forte – $\rho_{i,M}$ proche de 1.

Si la rentabilité du titre *i* est parfaitement corrélée à la rentabilité du marché – $\rho_{i,M} = 1$ – et si les risques sont identiques – $\sigma_i = \sigma_M$ – alors $\beta = 1$ et $\mathbb{E}R_i = \mathbb{E}R_M$: le risque du titre *i* n'est pas diversifiable et est donc égal au risque du marché.

Inversement, si la rentabilité du titre *i* est sans corrélation avec la rentabilité du marché – $\rho_{i,M} = 0$ – et/ou si son risque est nul – $\sigma_i = 0$ – alors $\beta = 0$ et $\mathbb{E}R_i = R_F$: si le risque du titre *i* est nul, sa rentabilité est celle d'un titre sans risque, de même s'il est non-nul mais parfaitement assurable par des titres du marché.

Tableau I.3 : Exemples de bêta de capitaux propres de sociétés européennes

	Valeur moyenne
AIR LIQUIDE	0,82
BMW	1,22
CARREFOUR	1,24
DANONE	0,67
ESSILOR	0,71
GDF SUEZ	0,99
L'ORÉAL	0,88
SANOFI	0,96
VIVENDI	0,93

Source : « Le coût du capital – Théories, mesures et pratiques », Franck Bancel, 2014, RB Édition

La prime de risque de marché $(\mathbb{E}R_M - R_F)$ est évaluée de diverses manières. Fernandez *et al.* rapportent un résultat d'enquête dans 41 pays (*Tableau I.4*).[15]

Tableau I.4 : Primes de risques utilisés

	Moyenne	Médiane	max.	min.
USA	5,5 %	5,3 %	15,0 %	2,0 %
Espagne	5,9 %	5,5 %	12,0 %	3,0 %
Allemagne	5,3 %	5,1 %	11,3 %	2,0 %
France	5,6 %	5,5 %	10,0 %	2,0 %
Royaume-Uni	5,2 %	5,0 %	10,5 %	1,3 %
Italie	5,4 %	5,2 %	10,0 %	2,0 %
Portugal	5,7 %	5,5 %	10,0 %	3,0 %
Grèce	14,3 %	15,0 %	22,8 %	0,3 %
Argentine	22,9 %	20,1 %	46,2 %	5,0 %

Source : Fernandez et al.

En moyenne historique, la prime de risque sur actions est de l'ordre de 4 %. Elle est cependant plus élevée depuis la crise, comme en atteste l'enquête de *Fernandez et al*. Si on se fonde sur ces résultats, pour une entreprise financée totalement par actions dont le bêta est de 1, avec une prime de risque de marché de 5,6 % (pour la France) et un taux sans risque estimé à 1,5 %, le coût du capital sera de : 1,50 % + 5,60%*1 = 7,10 %. Avec un bêta de 0,75, le coût sera de 5,70 %.

I.1.5. Le coût du capital, ou coût moyen pondéré du capital

Si l'entreprise peut diversifier ses financements, ceux-ci lui seront néanmoins tarifés à des conditions définies par les risques liés à ses activités, leur chance de réussite et de développement, son organisation, etc. Si les hypothèses conditionnant la validité du MEDAF sont réalisées, le coût du capital ne dépend que du risque de l'actif, le passif ne faisant que répartir ce risque entre les pourvoyeurs de capitaux, actionnaires et créanciers.

[15] Une autre source est Graham et Harvey, 2014 : Enquête trimestrielle auprès des directeurs financiers US.

La méthode du MEDAF, présentée pour l'évaluation du rendement d'un investissement en actions – et donc le coût des fonds propres k_{FP} – peut être généralisée pour déterminer la rentabilité de l'ensemble de l'actif économique – donc le coût du capital *k.* Cette généralisation aboutit à une expression de même type que ci-dessus :

$$k = R_F + \beta_a \times (\mathbb{E}R_M - R_F)$$

Le coût du capital (*k*) est égal au taux sans risque, augmenté de la prime de marché, faisant intervenir le bêta de l'actif économique (β_a). Celui-ci représente la dispersion relative des flux de trésorerie futurs dégagés par l'entreprise, par rapport à ceux du marché.

Le calcul de β_a, faisant intervenir les flux de trésorerie du marché semble peu praticable, mais on peut constater que pour une entreprise qui se financerait uniquement par émission de titres, le bêta actions vu ci-dessus et calculé à partir de données de marché uniquement, coïnciderait avec le bêta de l'actif économique ($\beta_a = \beta_{FP}$).

L'idée est donc d'étendre la méthode du MEDAF à la dette de marché en définissant de la même façon un bêta de la dette (β_D), pouvant être évalué à partir de la rentabilité de cette dette vis-à-vis de l'ensemble du marché.

Le β_a de l'actif économique peut alors se déduire de ces observations de marché, sachant qu'on peut montrer qu'il est égal à la moyenne du bêta des fonds propres et du bêta de la dette, pondérée par la valeur de marché des fonds propres et de la dette :

$$\beta_a = \frac{V_{FP}}{V_{FP} + V_D}\beta_{FP} + \frac{V_D}{V_{FP} + V_D}\beta_D$$

En l'absence de dette risquée et d'impôt sur les sociétés, on aura :

$$\beta_a = \frac{\beta_{FP}}{1 + \frac{V_D}{V_{FP}}}$$

En l'absence de dette risquée mais avec un impôt sur les sociétés, on aura :

$$\beta_a = \frac{\beta_{FP}}{1 + \frac{V_D(1 - IS)}{V_{FP}}}$$

Avec une dette risquée et un impôt sur les sociétés, on aura :

$$\beta_a = \frac{\beta_{FP} + \frac{V_D(1 - IS)}{V_{FP}}\beta_D}{1 + \frac{V_D(1 - IS)}{V_{FP}}}$$

La fiscalité est en effet à prendre en compte puisque c'est sur le rendement avant impôt que l'entreprise pourra faire face à ses obligations, notamment régler ses charges fiscales et garantir aux investisseurs potentiels les taux de rendement nets d'impôts suffisants pour les inciter à lui confier leurs fonds. Pourtant la fiscalité a un effet différencié car elle n'est pas neutre entre dette et fonds propres : la déductibilité des intérêts d'emprunts favorise la dette, mais la dette accroît le risque pour les actionnaires.

Cet effet se voit mathématiquement en calculant la dérivée partielle de β_a par rapport à IS :

$$\frac{\partial \beta_a}{\partial IS} = \frac{\frac{V_D}{V_{FP}}}{1 + \frac{V_D(1 - IS)}{V_{FP}}}(\beta_a - \beta_D)$$

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de l'impôt sur les sociétés $(dIS > 0)$ entraîne une économie d'impôts plus importante. Si la dette n'est pas risquée $(\beta_D = 0)$, cette situation *a priori* favorable à la dette contribue néanmoins à faire monter le coût du capital, *via* la pression à la hausse sur le risque économique $\left(\frac{\partial \beta_a}{\partial IS} > 0\right)$. Si la dette est risquée, ce phénomène existe aussi tant que le risque sur la dette reste plus faible que le risque économique $((\beta_a - \beta_D) > 0)$. En revanche, si le risque économique est supérieur à celui de la dette $((\beta_a - \beta_D) < 0)$, le phénomène s'inverse. Si l'impôt ne doit pas avoir d'effet sur le risque économique $(d\beta_a = 0)$, les autres composantes (valeur actuarielle de la dette et des fonds propres, bêta de la dette et des fonds propres) doivent varier en sens inverse pour compenser l'effet calculé ici toutes choses égales par ailleurs.

Le coût moyen pondéré du capital est une moyenne du coût des fonds propres et de la dette, pondérée par la valeur de marché des fonds propres et de la dette. C'est aussi le rendement moyen pondéré des investisseurs dans l'entreprise.

La dette étant en général moins coûteuse que les fonds propres, on pourrait penser qu'augmenter la part de la dette permet de réduire le coût moyen du capital. Mais le risque économique de l'actif n'est pas modifié par le choix de financement, donc le coût du capital reste approximativement le même, compte tenu de la fiscalité et des coûts anticipés de faillite (cf. *encadré I.3*). En revanche, les actionnaires exigent une prime de risque supplémentaire (prime de risque financier) parce qu'ils supportent plus de risque en raison de la présence de prêteurs ne prenant pas de risque.

Exemple : on reprend l'exemple précédent, mais désormais l'entreprise est financée par 50 % de dettes sans risque. S'agissant de la même entreprise, dans les mêmes conditions, le *β* de l'actif économique (identifié au *β* actions, tant que l'entreprise n'avait pas émis de dette) reste égal à 1. Cette dette étant sans risque, le seul risque de marché est le risque actions qui exige par hypothèse une prime de risque de 5,60 %. Le coût du capital reste donc inchangé :

$$k = R_F + \beta_a \times (\mathbb{E}R_M - R_F) = 1{,}50 + 1 \times 5{,}60 = 7{,}10\ \%$$

Mais le coût des fonds propres change avec le bêta des fonds propres, qui devient ici, en l'absence d'impôt :

$$\beta_{FP} = \beta_a \left(1 + \frac{V_D}{V_{FP}}\right) = 2$$

Le coût des capitaux propres est désormais :

$$k_{FP} = R_F + \beta_{FP} \times (\mathbb{E}R_M - R_F) = 1{,}50 + 2 \times 5{,}60 = 12{,}70$$

On peut vérifier que le coût du capital peut aussi être obtenu en faisant la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette :

Coût du capital = Coût moyen pondéré = 1,5 % * 0.5 + 12,70 % * 0.5 = 7,10 %

Cette formule se généralise. On peut en effet montrer que le coût du capital peut être obtenu en faisant la moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette, les pondérations étant encore les parts relatives de la valeur de marché des fonds propres et de la dette.[16]

$$k = \frac{V_{FP}}{V_{FP} + V_D} k_{FP} + \frac{V_D}{V_{FP} + V_D} k_D$$

[16] La méthode du MEDAF utilisée ici pour le calcul du coût du capital procède par extensions du modèle présenté pour évaluer le coût des fonds propres. De la même façon, les autres façons d'évaluer le coût des fonds propres peuvent être étendues aux autres formes de financement et intégrées au calcul du coût moyen pondéré du capital : taux de rendement des actifs économiques résultat d'exploitation (REX) / Valeur de l'entreprise ; valeur actuarielle des flux de trésorerie de l'entreprise.

Cet exemple est simplificateur mais les raffinements apportés au modèle montrent qu'en introduisant les coûts de faillite liés à l'endettement, l'effet fiscal positif de l'endettement est contrebalancé par ces coûts. La théorie dominante admet donc que l'endettement ne permet pas de diminuer le coût du capital (cf. *encadré I.3*).

Dans le cadre de ce modèle, la réduction du coût du capital ne peut pas résulter de la structure de financement, elle ne peut venir que de la réduction du risque économique, obtenue en :

- réduisant les coûts fixes (sous-traitance, ...) ;
- réduisant la cyclicité de l'activité ;
- diversifiant ou changeant d'activité, …

En termes concrets, ce modèle aide à comprendre la façon dont l'exigence de rentabilité des actionnaires peut déterminer les choix de gestion des entreprises.

I.2 Les sources disponibles

Les analyses qui précèdent nous orientent vers les données susceptibles d'être utilisées pour développer une mesure statistique du coût du capital. Nous pouvons en effet essayer d'adopter une démarche comptable, envisageable principalement pour ce qui concerne la dette, ou une approche modélisée pour l'évaluation du coût d'opportunité du capital, ce qui paraît assez incontournable pour ce qui concerne les fonds propres. Il s'agira donc bien dans ce dernier cas d'évaluer la rentabilité exigée par les apporteurs de fonds propres, qui constitue un des éléments de la gouvernance des entreprises.

Les données nécessaires sont donc des données comptables – naturellement pour l'approche comptable, mais aussi pour ce qui concerne le coût moyen pondéré du capital, si on procède par agrégation des différentes composantes – et des données de marché (cours des actions, taux des obligations).

Par ailleurs, une mesure statistique peut *a priori* résulter soit d'une agrégation de calculs élémentaires, effectués sur données individuelles, soit de calculs effectués directement sur données agrégées. Pour explorer ces pistes, il nous faut donc passer en revue les sources disponibles de données comptables et de marché, individuelles et agrégés.

Les données de marché

Pour ce qui est de la France, la cote officielle détaille les cours de toutes les valeurs cotées sur le marché français. La cote officielle est publiée par le NYSE Euronext de Paris. Par ailleurs, journaux et sites web financiers publient quotidiennement des indices visant à apprécier l'évolution de portefeuilles de titres de référence (pour les indices boursiers, Standard & Poor's, Dow Jones, NYSE-Euronext, Société des Bourses Françaises, etc.).

Les données individuelles d'entreprises

Les données comptables forment la principale source d'information quantitative sur l'activité et la situation financière des entreprises. Hormis les exceptions prévues à l'article 50-0 du code de commerce, la plupart des entreprises ont l'obligation de procéder à l'enregistrement comptable des mouvements affectant leur patrimoine, de contrôler par inventaire, au moins une fois tous les douze mois, l'existence et la valeur des éléments actifs et passifs de ce patrimoine, d'établir des comptes annuels à la clôture de l'exercice au vu des enregistrements comptables et de l'inventaire. Ces comptes annuels doivent comprendre le bilan, le compte de résultat et une annexe, qui forment un tout indissociable (articles L123-12 à L 123-28 du code de commerce pour les comptes individuels et « sociaux », *i.e*. relatifs aux sociétés).

Sauf exemption concernant les sociétés qui n'émettent pas de valeurs mobilières sur un marché réglementé (article L233-17), et au-delà de certains seuils, les sociétés commerciales qui contrôlent de manière exclusive ou conjointe une ou plusieurs autres entreprises ou qui exercent une influence notable sur celles-ci doivent établir et publier chaque année des comptes consolidés ainsi qu'un

rapport sur la gestion du groupe (articles L233-16 à L233-28). Dans ce cas, chaque société du groupe, y compris la société mère, publie ses comptes individuels ou sociaux. La société tête de groupe publie en plus les comptes consolidés du groupe, présentant la situation financière du groupe tout entier comme s'il s'agissait d'une société unique. La communication financière des grands groupes se fait sur la base des comptes consolidés mais les comptes individuels, surtout ceux de la société mère, restent importants : les comptes individuels de la société tête de groupe (et non les comptes consolidés) permettront de déterminer le versement de dividendes.

Certaines sociétés commerciales ont pour obligation de déposer leurs comptes sociaux au registre du commerce et des sociétés (RCS), tenu par le greffe du Tribunal du commerce, afin d'en garantir la transparence. Sont en particulier concernées les sociétés à responsabilité limitée (SARL et EURL) et les sociétés par actions (SA, SAS et société en commandite par actions).

Ces documents peuvent être communiqués au greffe sous différentes formes, pourvu que les comptes annuels soient exactement ceux présentés pour approbation. Les imprimés fiscaux, renseignés par la société et remis à l'administration fiscale chaque année pour déterminer le montant de son résultat fiscal et de son impôt (liasse fiscale) répondent à cette obligation. La production de la liasse fiscale, avec l'annexe comptable, permettant à l'entreprise de satisfaire à la fois à ses obligations fiscales et à ses obligations de dépôt des comptes annuels au greffe, ce sont ces documents qu'elle publiera le plus souvent.

La liasse fiscale est composée du bilan simplifié, du compte de résultat simplifié, d'un état des immobilisations et d'éléments hors bilan tel que la composition du capital social. Elle fait apparaître le montant du résultat fiscal de l'entreprise qui détermine le montant de l'impôt sur le résultat (IS / IR) à régler. Délai de production : 3 mois après la date de clôture de l'exercice (4 mois pour les clôtures au 31/12).

Les sociétés tenues d'établir des comptes consolidés doivent obligatoirement déposer : les comptes consolidés, le rapport sur la gestion du groupe, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés, et, le cas échéant, le rapport du conseil de surveillance.

Les autres données sont collectées directement auprès des entreprises par enquêtes. D'autres informations sont collectées indirectement, par exemple auprès des institutions de crédit. Enfin, pour les entreprises faisant appel à des financements de marché, leurs obligations déclaratives et les données diffusées par les plateformes de marché et les intervenants fournissent une dernière source de données.

Les comptes nationaux

Les comptes nationaux proposent un cadre intégré décrivant l'ensemble des flux de biens et services impliquant des entités (personnes physiques ou morales) résidant sur le territoire national au cours d'une période donnée (année ou trimestre), et la manière dont ces opérations sont financées.

Le tableau entrées-sorties (TES) retrace à la fois l'équilibre entre ressources (production et importations) et emplois (consommation intermédiaire et finale, investissement – appelé formation brute de capital fixe (FBCF) –, variations de stocks et exportations) pour les différents biens et services échangés, et la façon dont les différentes branches produisent ces biens et services (comptes de production et d'exploitation).

Le tableau économique d'ensemble (TEE) propose une approche différente fondée sur un découpage de l'économie résidente en « secteurs institutionnels » (ou agents) identifiés selon leur fonction économique : les ménages consomment, les entreprises (financières et non financières) produisent des biens et services marchands, les administrations publiques produisent des services marchands et assurent des fonctions de redistribution, et les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) produisent des services non marchands bénéficiant aux ménages.

TES et TEE sont pleinement articulés : la production totale d'un secteur institutionnel dans le TEE correspond par exemple à la somme des productions de ce secteur institutionnel dans les différentes branches décrites par le TES. Mais alors que le TES décrit l'équilibre des marchés de biens et services et les processus de production, le TEE retrace pour chaque secteur institutionnel l'ensemble des flux de revenus, qu'il s'agisse de flux générés par une activité productive, par la détention d'actifs (revenus de la propriété), par des opérations de redistribution (impôts, cotisations et prestations) ou

par des choix de consommation et d'investissement. Le TEE décrit également, *via* les comptes financiers, comment l'ensemble de ces flux est financé (émissions d'actions ou de titres obligataires, souscription d'emprunts bancaires, …).

Enfin, les comptes de patrimoine proposent une évaluation de l'ensemble des actifs et passifs au bilan de chaque secteur institutionnel à la fin de chaque année. Les actifs considérés sont aussi bien des actifs financiers que non financiers (terrains, machines, logements, logiciels, …). Les comptes de patrimoine sont pleinement articulés avec le TEE de sorte qu'il est possible d'expliquer comment les flux retracés dans le TEE au cours d'une année N affectent la variation du patrimoine entre l'ouverture et la clôture de l'exercice.

II. Les données d'entreprises : mesures et recommandations

II.1. Les données mobilisables pour la France

Différentes sources sont mobilisables s'agissant des données d'entreprises. Les principales concernent les données comptables, mais celles-ci doivent être complétées d'autres informations, selon le type de financement étudié.

II.1.1. Le coût de la dette

II.1.1.1. Le coût du crédit

Le calcul du coût d'un emprunt, tel qu'on l'a évoqué ci-dessus, requiert la connaissance de tous les attributs du prêt. Cette information individuelle n'est pas disponible, et donc cette approche ne peut pas être reproduite au niveau statistique. En effet, les données de crédit existantes ne sont pas collectées prêt par prêt et, *a fortiori*, les attributs de ces prêts ne sont pas connus. La collecte la plus fine concernant les encours est actuellement faite par le Service Central des Risques de la Banque de France.

En application des dispositions du règlement n° 86-09 modifié du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (C.R.B.F.) du 27 février 1986, le Service Central des Risques de la Banque de France (SCR) est chargé de centraliser mensuellement les concours accordés par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement dès lors qu'ils atteignent un seuil fixé par instruction de la Banque de France, actuellement de 25 000 euros par bénéficiaire déclarable, par établissement quels que soient le guichet ou la nature de déclaration.[17] Cette collecte exige des déclarants la répartition des encours dans un certain nombre de rubriques, mais pas la transmission des conditions de prêts. Le Conseil des gouverneurs des banques centrales de la zone euro a cependant décidé la mise en place d'une nouvelle collecte, par le Système européen de banques centrales (SEBC), de données granulaires sur le crédit (voir *encadré II.1*).

[17] Ce seuil est atteint lorsque le total des rubriques quelle que soit la nature des déclarations, après calcul des arrondis, est supérieur ou égal à 25 milliers d'euros tous guichets confondus.

Encadré II.1 : La préparation d'une nouvelle base de données sur les crédits dans la zone euro : *Analytical credit dataset – AnaCredit*

Le 24 février 2014, le Conseil des gouverneurs des banques centrales de la zone euro a adopté une décision concernant l'organisation des mesures préparatoires à la collecte de données granulaires sur le crédit par le Système européen de banques centrales (SEBC). Le but de ces mesures est de mettre en place, par étapes, un cadre à long terme pour la collecte de données granulaires sur le crédit, recouvrant en particulier les expositions aux risques des établissements de crédit ou autres institutions financières octroyant des prêts vis-à-vis des emprunteurs. Le but de cette collecte sera aussi d'améliorer la qualité des statistiques existantes du SEBC, dans des domaines tels que ceux des statistiques sur les lignes de crédit ventilées par secteur des contreparties, sur les prêts aux sociétés non financières ventilées par activité économique et sur les prêts adossés à des garanties immobilières. Ces données seront fournies par emprunteur ou par prêt, sur la base des obligations de déclaration statistique harmonisées de la BCE. Un dispositif de déclaration de référence, résumé dans le tableau ci-dessous, a servi de base de discussion pendant la phase préparatoire pour préparer la collecte des données. Le registre de crédit ainsi constitué pour tous les États membres dans la zone euro devait être mis en place avant la fin de 2016. Cette échéance a été repoussée d'une année (voir le Journal officiel de l'Union européenne : http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_104_r_0008_fr_txt.pdf).

Tableau II.1 : Dispositif de déclaration de référence

Type	Attributs	Vue d'ensemble
Attributs du prêteur	Identifiant du prêteur	Identification des prêteurs selon la codification utilisée par le Register of Institutions and Assets Database (RIAD – base de données du registre des institutions et des actifs) du SEBC **(1)**.
Attributs de l'emprunteur	Identifiant de l'emprunteur	Identification alphanumérique des emprunteurs, afin de garantir que les emprunteurs individuels ne puissent pas être identifiés.
	Pays de résidence	Pays de résidence de l'emprunteur, selon la norme ISO 3166 **(2)**.
	Secteur institutionnel	Secteur (ou sous-secteur) institutionnel de l'emprunteur, selon la classification du SEC 95. Les (sous-)secteurs suivants sont requis: – Banque centrale – Administrations publiques – Établissements de crédit – Organismes de placement collectif (OPC) monétaires – Autres intermédiaires financiers, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension – Sociétés d'assurance et fonds de pension – Sociétés non financières – Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages
	Secteur d'activité économique	Classement des emprunteurs (financiers et non financiers) selon leur activité économique, conformément à la nomenclature statistique NACE rév.2 **(3)**. Les codes NACE sont déclarés avec un niveau 2 de détail (par « division »).
	Taille	Classement des emprunteurs selon leur taille: micro, petits, moyens et grands.
Variables des données de crédit	Identifiant du prêt	Identification alphanumérique des prêts, telle qu'utilisée par les établissements déclarants au niveau national.
	Monnaie	Dénomination de la monnaie dans laquelle le prêt est libellé, selon la norme ISO 4217 **(4)**.
	Type de prêt	Classement des prêts selon leur type : – À vue et à court terme (compte courant) – Dette contractée par carte de crédit – Créances commerciales – Crédit-bail – Prises en pension – Autres prêts à échéance fixe
	Type de garantie	Type de garantie à laquelle est adossé le prêt accordé ; garanties immobilières, autre garantie (y compris titres et or), pas de garantie.
Mesures des données de crédit	Échéance initiale	Échéance du prêt convenue à l'origine ou à une date de renégociation ultérieure ; inférieure ou égale à un an ; supérieure à un an.
	Échéance résiduelle	Échéance faisant référence à la date convenue de remboursement du prêt ; inférieure ou égale à un an ; supérieure à un an
	Créances douteuses	Prêts pour lesquels l'emprunteur est défaillant.
	Prêt syndiqué	Convention de prêt unique par laquelle plusieurs établissements interviennent comme prêteurs.

	Créance subordonnée	Les créances subordonnées sont des instruments assortis d'un droit subsidiaire sur l'établissement émetteur, qui ne peut être exercé qu'après que tous les droits bénéficiant d'une priorité plus élevée (par exemple ceux relatifs aux dépôts ou aux crédits) ont été satisfaits, leur conférant certaines des caractéristiques des « actions et autres participations ».
	Crédit utilisé	Encours total du prêt (montant en principal, sans déduction des réductions de valeur), déclaré avant application des ajustements pour risque de crédit, à l'exception des pertes sur prêt enregistrées en tant qu'abandons de créance.
	Lignes de crédit	Montant de crédit accordé mais non utilisé.
	Arriérés	Tout versement (montant), dû au titre d'un prêt, qui est impayé pendant plus de 90 jours.
	Valeur de la garantie	Valeur de la garantie au moment de la déclaration.
	Ajustement pour risque de crédit spécifique	Provision spécifique pour perte sur prêt due à des risques de crédit, constituée conformément au cadre comptable applicable. Cette mesure doit être déclarée uniquement pour les créances douteuses
	Actifs pondérés en fonction du risque	Montants des expositions pondérées en fonction du risque, conformément à la directive n° 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil **(5)** ou aux actes ultérieurs.
	Probabilité de défaut (seulement pour les établisse-ments de crédit qui ont recours à une approche d'évaluation du crédit interne)	Probabilité de défaut d'une contrepartie sur une période d'un an, conformément à la directive n° 2006/48/CE ou aux actes ultérieurs. Pour la déclaration emprunteur par emprunteur, un volume moyen pondéré est indiqué.
	Perte en cas de défaut (seulement pour les établisse-ments de crédit qui ont recours à une approche d'évaluation du crédit interne)	Rapport entre la perte subie sur une exposition en raison du défaut d'une contrepartie et le montant exposé au moment du défaut, conformément à la directive n° 2006/48/CE ou aux actes ultérieurs. Pour la déclaration emprunteur par emprunteur, un volume moyen pondéré est indiqué.
	Taux d'intérêt	Le rapport, exprimé en pourcentage par an, entre le montant qu'un débiteur doit payer au créancier au cours d'une période donnée et le montant en principal du prêt, du dépôt ou du titre de créance, conformément au règlement (CE) n° 63/2002 de la Banque centrale européenne **(6)** ou aux actes ultérieurs. Pour la déclaration emprunteur par emprunteur, un volume moyen pondéré est indiqué.

(1) Pour les institutions financières monétaires (IFM), voir la liste publiée sur le site internet de la BCE à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu
(2) Telle que publiée par l'Organisation internationale de normalisation (ISO) sur son site internet à l'adresse suivante : http://www.iso.org
(3) Telle que publiée par la Commission européenne (Eurostat) sur son site internet à l'adresse suivante : http://www.ec.europa.eu/eurostat
(4) Telle que publiée par l'ISO sur son site internet à l'adresse suivante : http://www.iso.org
(5) Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (JO L 177 du 30.6.2006, p. 1).
(6) Règlement (CE) n° 63/2002 de la Banque centrale européenne du 20 décembre 2001 concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières (BCE/2001/18) (JO L 10 du 12.1.2002, p. 24).

Actuellement, la Banque de France conduit aussi une enquête sur le coût des crédits nouveaux accordés aux ménages (particuliers et entrepreneurs individuels) et aux entreprises, auprès d'un échantillon de banques et de guichets. Cette enquête est réalisée par sondage par la direction générale des Statistiques de la Banque de France. La collecte porte sur les dossiers traités pendant les mois de janvier, avril, juillet et octobre de chaque année. Pour chaque contrat, l'établissement de crédit fournit, entre autres informations :

- l'identifiant du guichet dans lequel la relation commerciale entre la banque et l'emprunteur s'est établie[18] ;
- le montant de la ligne de crédit ;
- le taux effectif global (TEG) ;
- le taux effectif au sens étroit (TESE), soit la composante actuarielle du TEG ;
- la durée du crédit ;
- l'objet du financement (trésorerie, investissement, immobilier…) ;
- l'identifiant SIREN de l'entreprise ;
- la catégorie juridique de l'entreprise (société non financière, entrepreneur individuel).

L'enquête étant réalisée sur la base d'un échantillon, chaque observation est affectée d'un coefficient de pondération, dont la valeur dépend de l'établissement ou du guichet prêteur, permettant d'obtenir des estimateurs sans biais de taux moyens et de parts de marché pour chaque catégorie.

Quatre catégories de crédits sont analysées : l'escompte, les autorisations de découvert, les autres crédits à court terme et les crédits à moyen et long terme, par tranches de crédits.

Tableau II.2 : Taux moyens débiteurs par tranches de montant

Taux moyens débiteurs par tranches de montant

(en pourcentage)

Catégories de crédit	Montant du crédit en euros						
	Tranche 1 : ≤ 15 245	Tranche 2 : > 15 245 et ≤ 45 735	Tranche 3 : > 45 735 et ≤ 76 225	Tranche 4 : > 76 225 et ≤ 304 898	Tranche 5 : > 304 898 et ≤ 1 524 490	Tranche 6 : > 1 524 490	Taux moyen pondéré
Escompte							
avril 2014	3,17	4,22	3,21	2,79	1,88	(1,23)	2,27
juillet 2014	**2,93**	**4,14**	**3,70**	**2,41**	**1,55**	**(1,06)**	**2,07**
Découvert							
avril 2014	9,74	6,52	5,49	3,78	2,17	1,25	2,66
juillet 2014	**9,86**	**6,52**	**4,92**	**3,36**	**2,32**	**1,21**	**2,53**
Autres crédits à court terme							
avril 2014	3,36	2,99	2,49	2,59	1,80	1,93	1,98
juillet 2014	**3,36**	**3,08**	**2,77**	**2,38**	**1,77**	**1,95**	**1,97**
Crédits à moyen et long terme							
avril 2014	3,06	2,78	2,84	2,88	2,90	2,58	2,70
juillet 2014	**2,98**	**2,68**	**2,68**	**2,75**	**2,65**	**2,30**	**2,44**

Source : Banque de France

Lecture : les « crédits à court terme » désignent les crédits de durée inférieure ou égale à 2 ans, tandis que les « crédits à moyen et long terme » sont d'une durée initiale strictement supérieure à 2 ans. La catégorie des « découverts » rassemble les découverts (au sens strict) ainsi que les crédits permanents (facilité de caisse). La catégorie «escompte » regroupe l'escompte (au sens strict), les financements sur loi Dailly, les mobilisations de créances sur l'étranger et les autres créances commerciales.

NB : les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

Ces informations font par ailleurs l'objet d'une autre publication, après avoir été complétées par celles issues de quatre autres sources :

- la Centrale des Risques fournit les encours mensuels de crédit des entreprises ayant des engagements cumulés vis-à-vis d'un établissement de crédit supérieurs à 25 000 euros ;
- les données issues du répertoire SIRENE de l'Insee, éventuellement enrichies par le réseau des succursales de la Banque de France, permettent de disposer de la date de création et du code NAF (nomenclature d'activités française) de l'entreprise ;
- la base des données de bilan recense les entreprises qui ont remis une documentation comptable, c'est-à-dire la liasse fiscale à la fin de leur exercice, au cours des 21 derniers mois ;
- la base des cotations attribuées par la Banque de France aux entreprises lui ayant remis un bilan permet d'associer aux entreprises présentes dans l'enquête sur le coût du crédit leur dernière cotation connue au dernier jour du trimestre correspondant.

[18] Cette information est disponible pour les grandes banques généralistes ainsi que pour les réseaux mutualistes. Elle permet d'identifier la région dans laquelle le crédit est accordé. Contrairement au marché des crédits à l'habitat, il n'est cependant pas possible d'inférer directement de cette information la localisation du siège de l'entreprise, les établissements de crédit centralisant fréquemment leurs opérations *corporate* sur quelques guichets régionaux.

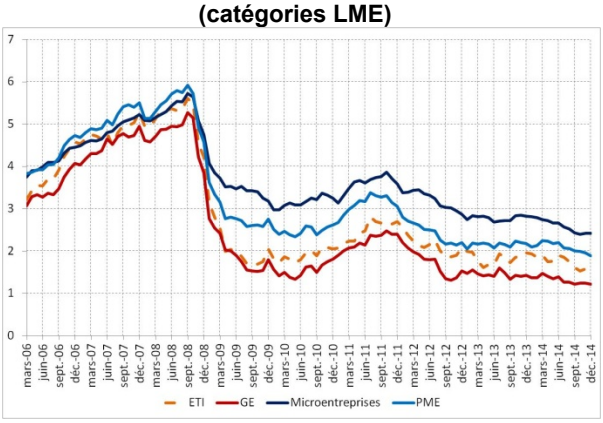
Le croisement de ces informations permet en particulier d'utiliser la définition des nouvelles catégories d'entreprises, telles que définies dans le décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008. D'après ce texte, l'entreprise est la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production et jouissant d'une certaine autonomie de décision. Trois catégories d'entreprises y sont définies :

- les petites et moyennes entreprises (PME) sont celles qui occupent moins de 250 personnes d'une part, ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros d'autre part ;
- les entreprises de taille intermédiaire (ETI) sont des entreprises qui n'appartiennent pas à la catégorie des PME et qui occupent moins de 5 000 personnes d'une part, ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 000 millions d'euros d'autre part ;
- les grandes entreprises (GE) sont des entreprises non classées dans les catégories précédentes.

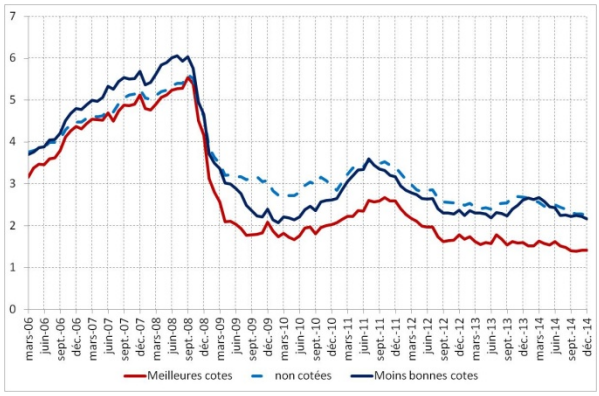
Des statistiques de taux d'intérêt peuvent ainsi être calculées par taille d'entreprise en fonction de ces définitions. Un des bénéfices de cette approche en « loi LME » est d'être plus conforme à la pratique des établissements de crédit. Ceux-ci accordent couramment des conditions de taux plus favorables à une entité (unité légale), qui seule serait de catégorie PME, dès-lors que celle-ci fait partie d'une combinaison d'unités légales constituant une entreprise de plus grande taille. Les autres informations permettent de construire des statistiques de taux par âge et par niveau de cotation Banque de France (*Figure II.1*).

Figure II.1 : Taux d'intérêts en %

Taux des crédits aux entreprises, par taille (catégories LME)



Taux des crédits aux entreprises par cotation



Source : Banque de France, Direction de l'Ingénierie et de la Maîtrise d'Ouvrage Statistiques, Direction des Entreprises

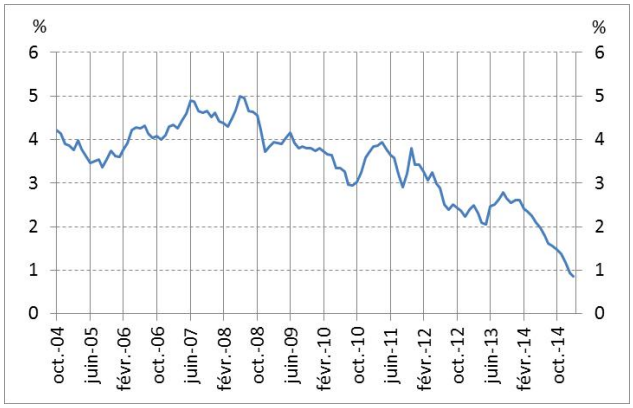
Une autre source de données est constituée des données de bilan. Les règles du Plan Comptable Général amènent à enregistrer le principal du crédit au passif du bilan (164), les frais liés à cet emprunt comme achat de services bancaires (627), et les intérêts versés en charges d'intérêts (661). Le versement éventuel d'une caution sera enregistré en dépôts et cautionnements versés (275).

Ces comptes du PCG sont eux-mêmes agrégés dans la liasse fiscale : le principal du prêt dans l'ensemble des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit au passif du bilan (DU), et au compte de résultat : les frais de dossier dans l'ensemble des autres achats et charges externes (FW) et les intérêts en intérêts et charges assimilés (GR). La caution sera reprise parmi les autres immobilisations financières à l'actif du bilan (BH).

II.1.1.2. Le coût des emprunts obligataires

S'agissant des indices obligataires, le Comité de normalisation obligataire (CNO) a pour principales missions d'harmoniser les méthodes de calcul utilisées sur le marché de taux en euros et les marchés dérivés, de calculer et diffuser des indices financiers et promouvoir leur utilisation et de réaliser des études et faire des recommandations sur les instruments de taux. L'assemblée générale du CNO, composée notamment de banques, d'entreprises industrielles et d'assurances, et d'intermédiaires financiers, a élu la Banque de France à la présidence du CNO. Depuis décembre 2009, la Banque de France publie un certain nombre d'indices sur son site internet, notamment le Taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées (TMO), moyenne arithmétique mensuelle des taux hebdomadaires du marché primaire des émissions obligataires à plus de 7 ans (THO). Cet indice est consultable sur le site de la Banque de France (*figure II.2*).

Figure II.2 : Taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées (TMO)



L'Agence France Trésor (DG Trésor) publie pour sa part chaque jour sur son site[19] le TEC10, qui est un taux variable de référence, servant de *benchmark* par rapport aux taux souverains français à 10 ans.

II.1.1.3. Le coût du crédit-bail

L'Insee mène une enquête annuelle « Crédit-bail » qui permet de mesurer la répartition des contrats de crédit-bail par secteur institutionnel et par secteur d'activité dont la connaissance est nécessaire à l'analyse économique des comptes de l'entreprise, et pour l'élaboration des données de comptabilité nationale. L'enquête est réalisée de manière exhaustive auprès de toutes les entreprises affiliées ou ayant été affiliées à l'Association des sociétés financières (ASF) : entreprises de crédit-bail et location avec option d'achat (LOA) mobilier, de crédit-bail immobilier et sociétés pour le financement de l'énergie (Sofergie).

D'après la dernière enquête, en 2013 (publication d'octobre 2014), les investissements nouveaux en crédit-bail mobilier ont atteint 11,5 milliards d'euros et les investissements nouveaux en crédit-bail immobilier s'élèvent à 4,6 milliards. L'Insee estime que cela représente 7 % de l'investissement national.

Pour le crédit-bail immobilier, les loyers hors taxes rapportés par les adhérents de l'ASF s'élevaient à 4,585 milliards d'euros en 2013 (4,597 milliards en 2014).

II.1.1.4. Le coût des titres de créance négociables

La Banque de France met en ligne sur son site internet les dossiers de présentation financière des émetteurs actifs de TCN (ainsi que les mises à jour et, le cas échéant, le résumé en français), c'est-à-

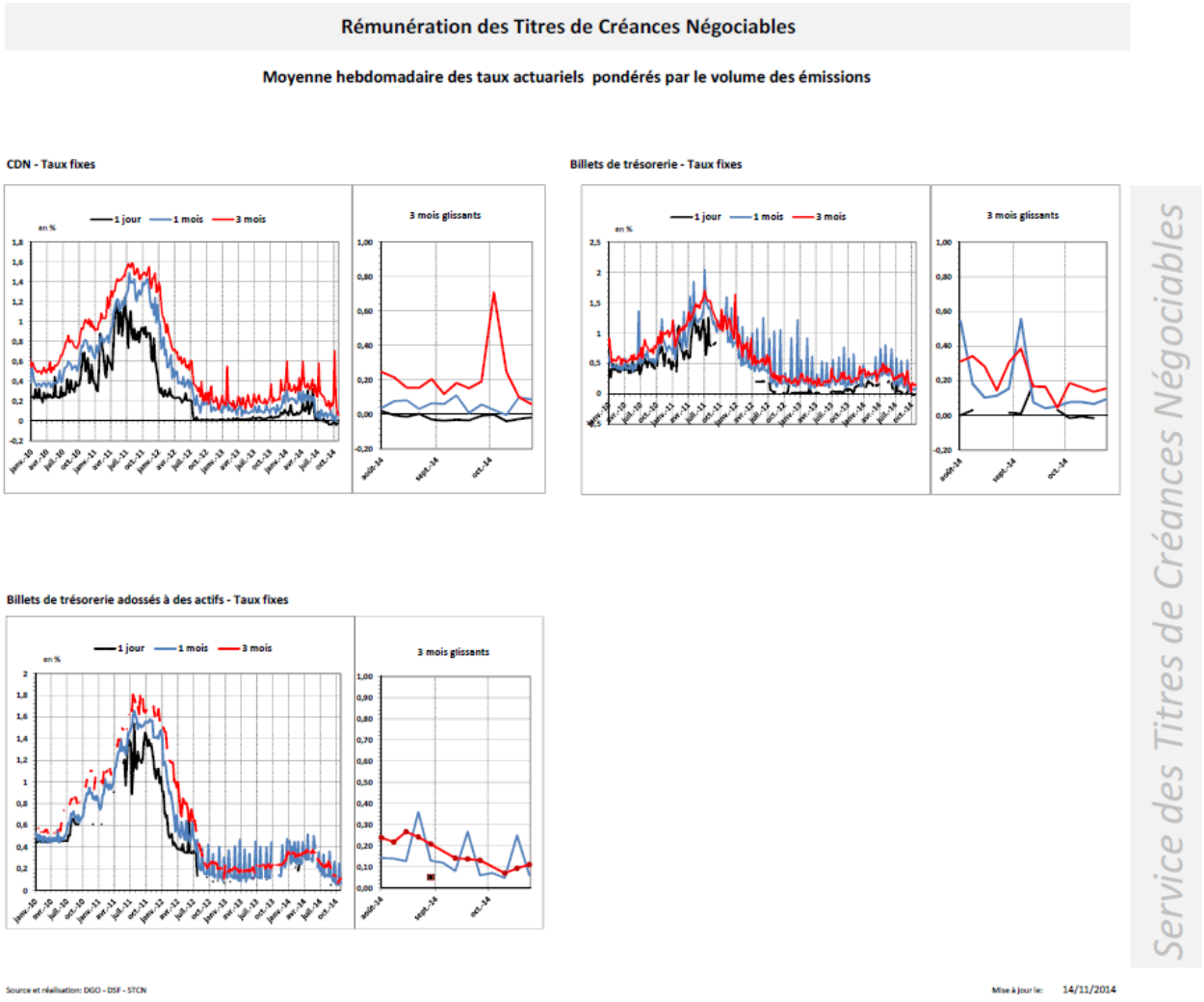
[19] http://www.aft.gouv.fr/articles/tec-10-du-jour_7124.html

dire des émetteurs ayant actuellement un encours de TCN ou des émetteurs ayant émis au moins une fois depuis le 31 mai 2005 et étant toujours présents sur le marché des TCN.

L'offre de publications statistiques relatives au marché des Titres de Créances Négociables est disponible sur le site internet de la Banque de France depuis le second semestre 2006 : l'accès en est libre et gratuit. Les publications sont à fréquence quotidienne, hebdomadaire et mensuelle, chacune avec un degré de granularité différent.

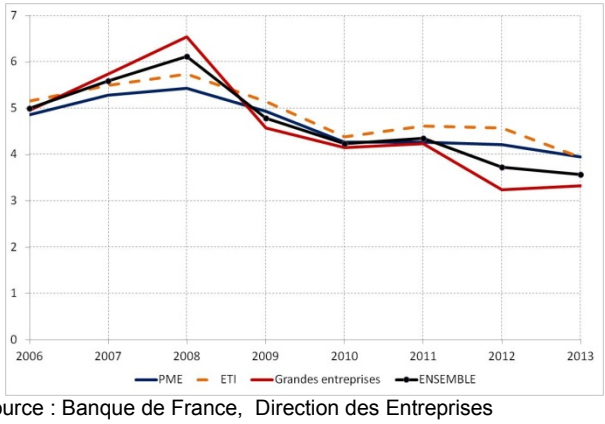
Les statistiques concernant les taux sont publiées uniquement pour les TCN émis en Euros à moins d'un an, c'est-à-dire les Certificats de Dépôt (CD) et les Billets de Trésorerie (BT). Les moyennes de taux par maturité à l'émission et notation sont calculées de manière hebdomadaire et mensuelle. Ces statistiques sont disponibles dans la rubrique *Rémunérations moyennes par maturité et notation*. Les moyennes de taux sont pondérées par les volumes (*Figure II.3*).

Figure II.3 : Rémunération des titres de créances Négociables



Les données comptables ne permettent pas de retrouver les montants et charges de chaque type de ressource empruntée. En particulier, seul l'ensemble des « intérêts et charges assimilées » se retrouve dans la liasse fiscale (ligne GR), ce qui ne permet la construction que d'un indicateur global de coût apparent de la dette, en rapprochant cette variable de l'encours de dette financière (essentiellement les lignes DS (emprunts obligataires convertibles), DT (autres emprunts obligataires), DU (emprunts et dettes auprès des établissements de crédit), et DV (emprunts et dettes financières diverses) (*Figure II.4*).

Figure II.4 : Coût apparent de l'endettement :
charges financières sur endettement financier retraité en %

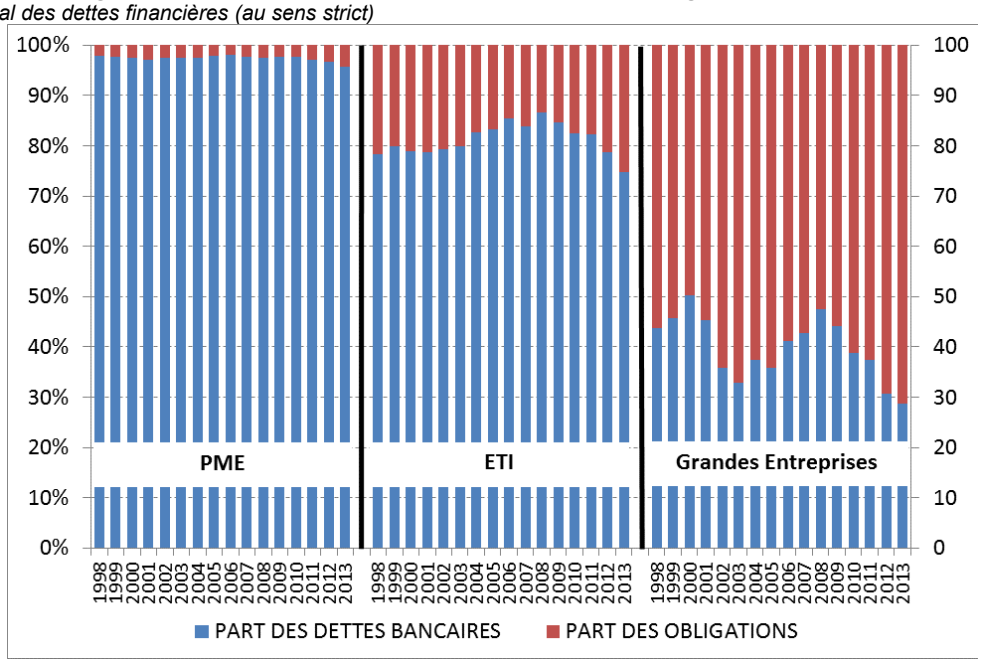


Source : Banque de France, Direction des Entreprises

Si on s'en tient à une définition de la dette financière au sens étroit – comprenant la dette obligataire et la dette auprès des établissements de crédit –, la structure de celle-ci est bien connue : les PME dépendent presque exclusivement du financement bancaire, dans un rapport très stable, de l'ordre de près de 98 %, alors que pour les GE, cette part est beaucoup plus fluctuante et n'excède jamais 50 % depuis la fin des années 1990. Elle se situe à 30 % en 2012. La situation des ETI est plus proche de celle des PME que de celle des grandes entreprises. La part du financement bancaire est largement majoritaire (80 % de leur endettement financier) et assez stable : l'augmentation de cette part à près de 85 % au cours des années 2000 a été gommée depuis le début de la crise financière (cf. *Figure II.5*).

Figure II.5 : Structures des dettes financières par catégories d'entreprises

En % du total des dettes financières (au sens strict)



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

II.1.2. Le coût des capitaux propres

On s'intéresse ici au coût des ressources apportées par les actionnaires. Tout d'abord, pour se procurer ces fonds, l'entreprise doit émettre des actions et, comme toute émission de titres, cette opération entraîne des frais, tant internes (coûts engagés par les services de l'entreprise en charge du montage de l'opération) qu'externes (conseil comptable, juridique ou fiscal, commissions diverses, enregistrement légal et redevance, publicité, etc.). Certains de ces coûts subsistent, même si l'opération d'émission envisagée n'aboutit pas.

Les émissions de titres considérées ici étant destinées à donner immédiatement accès aux capitaux propres, les coûts peuvent être imputés en normes françaises sur la prime d'émission, comptabilisés en charges de l'exercice ou inscrits à l'actif en frais d'établissement. En revanche, pour les normes IFRS, ce sont toujours des charges.

Les coûts internes ne constituent pas, sur le plan comptable, des frais d'émission de titres et sont comptabilisés en charges de l'exercice. Seuls les coûts externes directement liés à l'opération, c'est à dire les dépenses qui n'auraient pas été engagées en l'absence de cette opération, constituent sur le plan comptable des frais d'émission de titres. La démonstration de ce lien direct avec l'opération est relativement aisée pour les coûts relatifs aux honoraires de conseils, aux frais bancaires et formalités légales. En revanche, elle est plus difficile à apporter pour certains coûts, comme les coûts de communication et de publicité.

II.1.2.1. Les informations de marché

La première source d'information est donc relative aux obligations légales qui s'imposent aux entreprises. S'y ajoute la publicité faite par certaines d'entre elles, allant en effet mener des actions de communication visant à mettre à la disposition de certains publics des informations ayant trait à leur activité, leur stratégie et leurs résultats économiques et financiers. Seront en particulier ciblés, leurs partenaires économiques, leurs actionnaires (actuels ou potentiels), les analystes, les gestionnaires de fonds ou les agences de notation. Pourront aussi être visés, les décideurs économiques et le grand public. Les analystes, gestionnaires de fonds et agence de notation – et la presse économique – pourront à leur tour rétrocéder tout ou partie de cette information à d'autres publics. Ces informations éparses sont difficilement exploitables du point de vue statistique.

Les données de marché sont quant à elles plus facilement exploitables de ce point de vue. Tout d'abord, journaux et sites web financiers publient quotidiennement des indices visant à apprécier l'évolution de portefeuilles de titres de référence (pour les indices boursiers, Standard & Poor's, Dow Jones, NYSE-Euronext, Société des Bourses Françaises, etc.). Puisque ce sont des indices, par nature, ils permettent au mieux d'évaluer les variations de l'ensemble ou de segments de la bourse sur laquelle sont cotées ces valeurs mais pas les niveaux de prix des échanges.

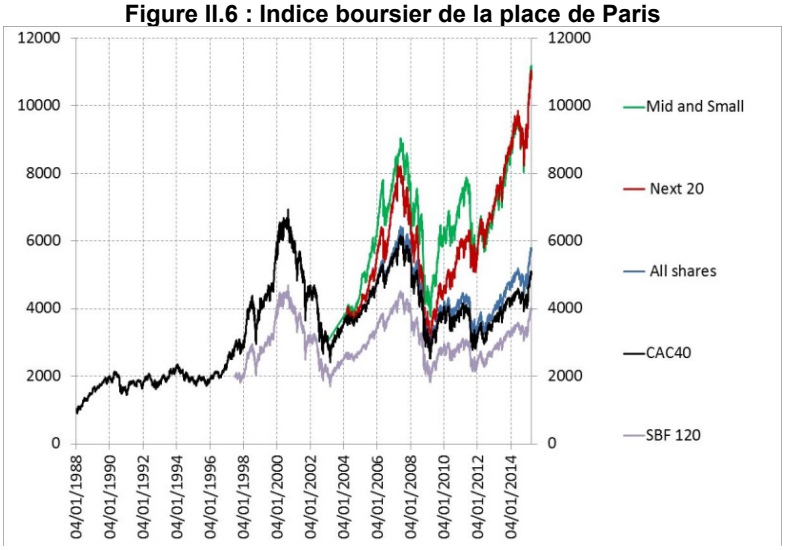
Les différents indices mis à disposition du public ont chacun une fonction spécifique, pour affiner l'analyse des marchés et comparer les performances boursières. Pour la Bourse de Paris, les principaux indices sont récapitulés dans le *Tableau II.3* et *Figure II.6*.

Tableau II.3 : Caractéristiques des principaux indices boursiers de la bourse de Paris

Indice	Description
CAC 40	Créé avec 1.000 points de base au 31 décembre 1987 par la Compagnie des agents de change, l'indice CAC 40 est déterminé à partir des cours de quarante actions cotées en continu sur le premier marché parmi les cent sociétés dont les échanges sont les plus abondants sur Euronext Paris qui fait partie de Euronext, la première bourse européenne. Ces sociétés, représentatives des différentes branches d'activités, reflètent en principe la tendance globale de l'économie des grandes entreprises françaises et leur liste est revue régulièrement pour maintenir cette représentativité.
CAC IT 20	Indice boursier proposé par la Euronext du 29 mars 2000 au 21 mars 2011. Il était basé sur vingt valeurs technologies cotées à la bourse de Paris, sur le modèle du NASDAQ américain.
CAC Next 20	Indice boursier calculé et diffusé par NYSE Euronext Paris. Lancé le 31 décembre 2002 avec une base de 3.000 points, il regroupe les vingt valeurs dont l'importance suit les quarante valeurs composant le CAC 40. Elles sont à ce titre candidates pour intégrer l'indice principal ou viennent d'en sortir à la suite d'une modification dans la composition du CAC 40 par le Conseil Scientifique des Indices d'Euronext Paris.
CAC Small	Anciennement CAC Small 90, cet indice regroupe des valeurs d'importance moyenne, il reflète donc plutôt une activité d'entreprises de dimension nationale, ou internationale mais à dimension limitée.

CAC Mid 60	Utilisé à la bourse de Paris depuis le 21 mars 2011, cet indice regroupe soixante entreprises d'importance nationale ou européenne. Il suit immédiatement le CAC 40 et le CAC Next 20 et forme avec eux le SBF 120. De 2005 à 2011, il regroupait cent valeurs sous le nom CAC Mid 100.
CAC Mid & Small	Cet indice est composé de capitalisations boursières de PME. Jusqu'en mars 2011, il s'appelait CAC Mid & Small 190.
CAC All Shares	Cet indice lancé en juin 2005 best composé de toutes les valeurs cotées sur Euronext à Paris ayant plus de 5 % de rotation annuelle, sans tenir compte de la capitalisation boursière. Une capitalisation boursière minimale de 10 millions d'euros est exigée pour être intégrée dans le CAC All Shares. Cet indice est ainsi un des plus représentatif de la place boursière française.
SBF 80	Lancé le 28 décembre 1990 avec une base de 1.000 points, cet indice regroupe les valeurs du SBF 120 qui ne sont pas dans le CAC 40.
SBF 120	Cet indice est déterminé à partir des cours de 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs des premier et second marchés les plus liquides cotés à Paris parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises. Cet indice est représentatif du marché dans son ensemble. L'indice SBF 120 étant un indice dit « de référence », il est révisé annuellement fin juin par le conseil scientifique d'Euronext. Les révisions sont applicables le 1er septembre suivant. Les valeurs retirées des indices suite aux opérations sur titres sont cependant remplacées lors de réunions trimestrielles. Défini avec la valeur de 1.000 points le 31 décembre 1990.
SBF250	Lancé le 28 décembre 1990 avec une base de 1.000 points, cet indice regroupe les 250 premières capitalisations de l'indice CAC All Shares (qui regroupe toutes les sociétés cotées en actions à la Bourse de Paris). Ces 250 valeurs sont celles du SBF 120, auxquelles on adjoint 130 autres entreprises issues de l'ensemble de la cote. L'indice a été remplacé par l'indice CAC All-Tradable en mars 2011. Il se décompose ainsi : CAC 40 : les 40 premières capitalisations. CAC Next 20 : les 20 suivantes. CAC Mid 60 : les 60 suivantes. CAC Small : les autres plus petites.

Figure II.6 : Indice boursier de la place de Paris



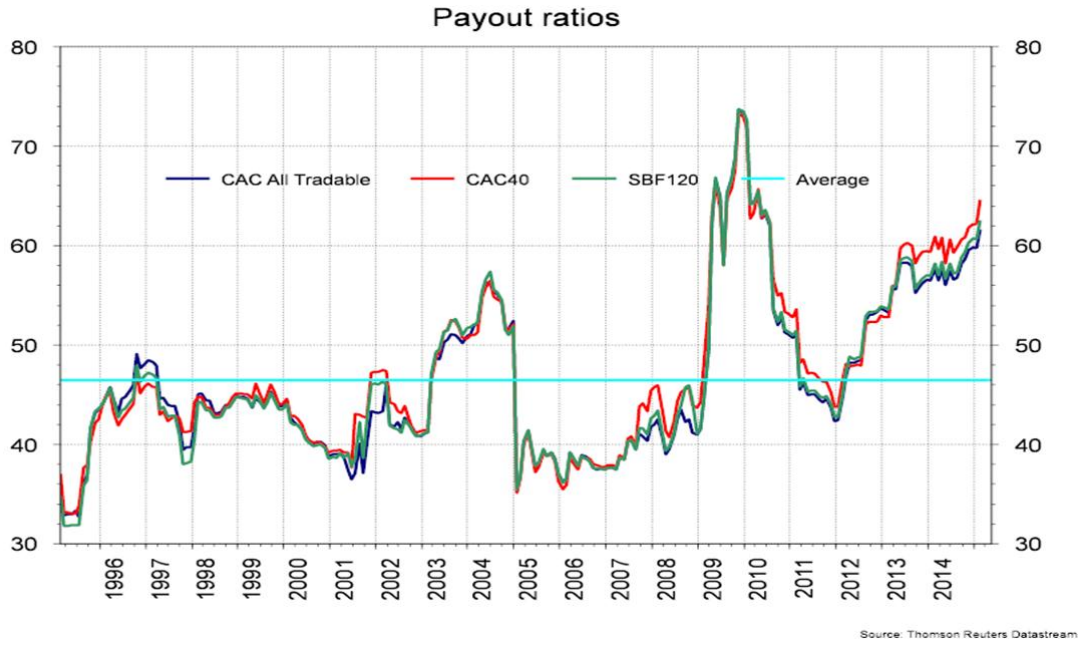
L'évaluation d'une valeur est fréquemment faite à partir du ratio cours / bénéfices (*Price Earning Ratio* ou PER, ou P/E). Cet indicateur se calcule en divisant la capitalisation boursière de l'entreprise par son résultat net. Ce ratio permet aux analystes d'évaluer la cherté d'un titre : plus le PER est faible, plus l'action est considérée comme bon marché, et inversement. Par exemple, si une société possède un capital composé de 10 millions d'actions cotant chacune 100 euros, et réalise un bénéfice net de 50 millions d'euros, la capitalisation boursière de la société est alors de 1 milliard d'euros (10 000 000 × 100), et le bénéfice par action est de 5 euros (50 000 000 / 10 000 000). Le PER de la société est de 20 (1 milliard / 50 millions, ou 100 / 5) ; la société vaut donc en bourse 20 fois son

bénéfice estimé pour l'année, et l'acheteur d'une action peut théoriquement espérer se rembourser en 20 ans, si l'entreprise distribue tous ses bénéfices et que ceux-ci restent stables.

Pour comparer entre elles les valeurs qui versent des dividendes, on se réfère aussi à la notion de rendement (ou rendement-dividende, *Dividend Yield*), évalué par le rapport entre le dividende versé par l'entreprise et le cours de son action. Par exemple, pour un actionnaire qui a reçu un dividende de 1,00 € par action, alors que le cours de l'action est de 18,54 €, le rendement est de 5,39 %. Pour une autre entreprise, qui a versé un dividende de 3,90 €, au cours de 47,69 €, le rendement est de 8,18 %.

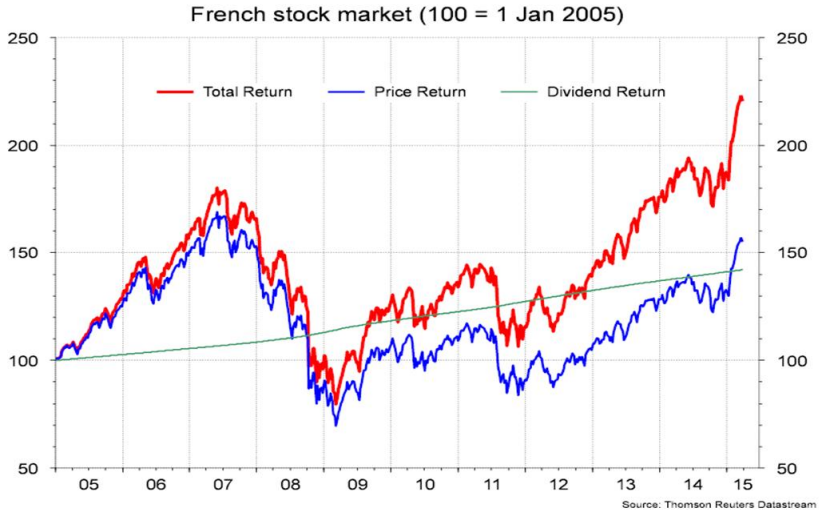
Le taux de distribution (*Payout ratio*) est un autre indicateur, qui rapporte le montant des dividendes distribués par l'entreprise à son bénéfice. Ces ratios, calculés valeur par valeur, font aussi l'objet de calculs agrégés, diffusés par les fournisseurs de données financières. La *figure II.7* montre ainsi le taux de distribution des entreprises qui entre dans la composition de quelques indices boursiers de la place de Paris.

Figure II.7 : Taux de distribution



Ces deux composantes – évolution du prix de l'action et versement de dividendes – peuvent être prises en compte par le calcul d'indices de performance totale (*Total Return*). La performance totale se décompose en versements de dividendes et en variation du prix des actions. Les indices de performance globale ajoutent donc aux variations de cours les versements de dividendes des entreprises qui composent l'indice – considérés comme réinvestis dans l'indice.

Figure II.8 : Indices de performance



L'information sur les cours (les prix) et les dividendes est importante dans la mesure où la détention d'actions peut procurer deux types de gains éventuels pour l'actionnaire : le versement de dividendes et le prix de vente du titre lors de sa cession. Pour l'entreprise, le coût d'émission est comptabilisé en charges, pas le versement de dividendes qui est une affectation du résultat. L'effet comptable d'un versement de dividendes est de réduire le report à nouveau, repris au passif du bilan dans les fonds propres. Les variations de cours ont quant à eux deux impacts : en cas de dépréciation, la baisse de cours peut préfigurer des difficultés futures à lever des fonds, et donc des coûts de financement plus importants.

II.1.2.2. Les informations comptables[20]

En France, les états financiers sont toujours présentés avant affectation du résultat. En effet, ces états financiers sont arrêtés par le Conseil d'Administration de l'entreprise dans les 4 mois qui suivent la clôture de l'exercice. Ils sont ensuite présentés à l'Assemblée générale des actionnaires dans les 6 mois qui suivent la clôture de l'exercice, avec des projets de résolution dont notamment le projet d'affectation du résultat de la période. Ce sont donc les actionnaires qui approuvent (ou pas) l'éventuelle distribution de dividendes. Cette distribution de dividendes est donc en général effectuée juste après la tenue de l'assemblée Générale et l'enregistrement comptable du versement est effectué à ce moment-là.

Toutefois en cours d'année, il peut être distribué (sous certaines conditions) des acomptes sur dividendes avant l'approbation des comptes de l'exercice. Il faut dans ce cas établir un bilan à la date de distribution de l'acompte sur dividendes et le faire certifier par un commissaire aux comptes. Il est difficile d'identifier cette distribution de dividendes en cours d'exercice au niveau de la présentation des états financiers. Le compte qui enregistre cette distribution d'acompte est en effet un sous-compte de la ligne « résultat de l'exercice ». Sa contrepartie est le compte « Associés – dividendes à payer » qui est présenté sur la ligne « dettes fiscales et sociales » du passif du bilan (ligne DY du tableau 2051).

Si une entreprise détient une participation dans une filiale qui lui verse des dividendes, ces derniers apparaissent dans les états financiers de la maison mère au niveau des produits financiers (ligne GJ ou GK du compte de résultat – tableau 2052 de la liasse fiscale).

Il convient d'insister sur le fait qu'un groupe ne distribue pas de dividendes. Les groupes cotés communiquent de manière confuse au sujet de leur distribution de dividendes. Dans la plupart des cas, ils comparent les dividendes versés aux résultats générés par le groupe et présentés dans les comptes consolidés. Or les groupes n'ont aucune existence légale, seules les sociétés individuelles qui les composent en possèdent une. Ce sont les maisons mères des groupes qui distribuent des dividendes à leurs actionnaires, sur la base de leur résultat individuel. C'est d'ailleurs pour cela que les documents de référence des groupes cotés contiennent à la fois les comptes consolidés du groupe et les comptes individuels de la maison mère.

[20] Cette section a largement bénéficié des informations apportées par Mme Claire Mangin-Soubret, Banque de France, Direction des entreprises.

Encadré II.2 : Présentation des dividendes au niveau de la liasse fiscale

• Le premier cadre du tableau 2058-C est destiné à faire apparaître l'origine et le montant des sommes distribuées ou mise en réserve au cours de l'exercice dont les résultats font l'objet de la déclaration. Il ne concerne donc pas l'affectation du résultat de cet exercice mais celle de l'exercice antérieur. Voici le détail du contenu de ce tableau :

Origine des sommes distribuées ou mises en réserve en N		Affectations du résultat N-1 effectuées en N	
OC	**Report à nouveau N-1** correspond à la ligne DH du tableau 2051	ZB	**Affectation aux réserves – réserve légale**
OD	**Résultat de l'exercice précédent** Correspond à la ligne DI du tableau 2051	ZD	**Affectation aux réserves – autres réserves**
OE	**Prélèvements sur les réserves** Il s'agit des sommes prélevées sur les réserves en N (comme par exemple un prélèvement sur la réserve spéciale des plus-values à LT)	ZE	**Dividendes** Il s'agit des sommes affectées au cours de l'exercice par l'AG au titre des dividendes
		ZF	**Autres répartitions** Il s'agit des sommes versées en N aux associés sous une forme autre que des dividendes
		ZG	**Report à Nouveau** Il s'agit des sommes affectées au compte report à nouveau
OI	**Total I** Total des sommes disponibles pour une affectation de résultat décidée au cours de l'exercice N	ZH	**Total II** Total des sommes affectées – ce total doit être égal au total I

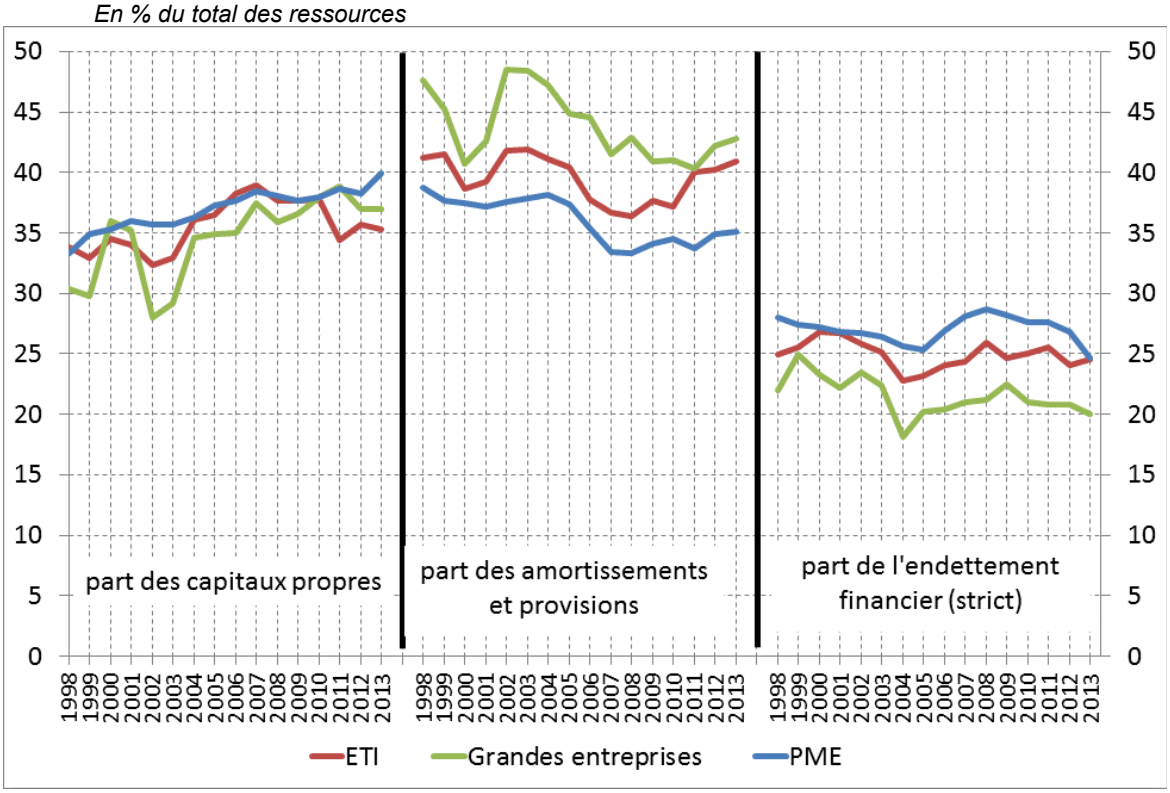
• Le cadre F de l'annexe à la déclaration n° 2065 (déclaration d'IS) donne aussi des renseignements sur les montants distribués au cours de l'exercice. De la même manière que le tableau précédent, il ne concerne pas l'affectation du résultat de cet exercice mais celle de l'exercice antérieur.

Cadre F – Répartition des produits et actions et parts sociales, ainsi que des revenus assimilés distribués
Montant global brut des distributions payées par la société elle-même Il s'agit des intérêts, dividendes, revenus et autres produits des actions et parts sociales payés en N aux associés, actionnaires et porteurs de parts (distributions classiques)
Montant global brut des distributions payées par un établissement chargé du service des titres Il s'agit des intérêts, dividendes, revenus et autres produits des actions et parts sociales payés en N aux associés, actionnaires et porteurs de parts (distributions classiques)
Montant des distributions correspondant à des rémunérations ou avantages dont la société ne désigne par les bénéficiaires Il s'agit de rémunérations, avantages en nature, libéralités, cadeaux, dépenses somptuaires que la société verse sans révéler l'identité à l'Administration. Ces rémunérations ou distributions occultes sont soumises à pénalité fiscale de 100 %
Montant des prêts, avances ou acomptes consentis aux associés, actionnaires et porteurs de parts, soit directement, soit par personnes interposées
Montant des distributions autres que celles visées en a, b , c et d Par exemple : jetons de présence alloués aux administrateurs, intérêts excédentaires des comptes courants d'associés, certains dons et subventions non déductibles fiscalement, dépenses somptuaires, rémunérations excessives
Montant des revenus distribués éligibles à l'abattement de 40 % prévu au 2° du 3 de l'article 158 du CGI Pour les personnes physiques, les dividendes ne sont soumis à l'IR que sur 60 % de leur montant. Il s'agit ici de distributions régulières des organes compétents
Montant des revenus distribués <u>non</u> éligibles à l'abattement de 40 % prévu au 2° du 3 de l'article 158 du CGI Revenus n'ouvrant pas droit à l'abattement prévu sur la ligne I
Montant des revenus répartis Cette ligne regroupe le montant total des distributions effectuées par l'entreprise au cours de l'exercice, qu'elles aient été réalisées au cours de l'exercice (distributions statutaires) ou qu'elles soient constatées à la clôture de l'exercice (sommes réputées distribuées)

En considérant la structure du passif – constitué des fonds propres d'une part, des dettes bancaires et obligataires d'autre part –, deux constats principaux peuvent être faits : la part des fonds propres dans l'ensemble des ressources est assez similaire entre les différentes catégories d'entreprises, y compris s'agissant des PME ; cette part dans l'ensemble des ressources a eu tendance à augmenter pour l'ensemble des entreprises, passant de 32 % en 1998 (30 % pour les grandes entreprises et 33 % pour les PME) à 37 % en 2013 (37 % pour les grandes entreprises et 40 % pour les PME) (*Figure II.9*).

Figure II.9 : Part des capitaux propres, des amortissements et provisions et part de l'endettement financier selon les catégories d'entreprises

En % du total des ressources



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME.
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2014.

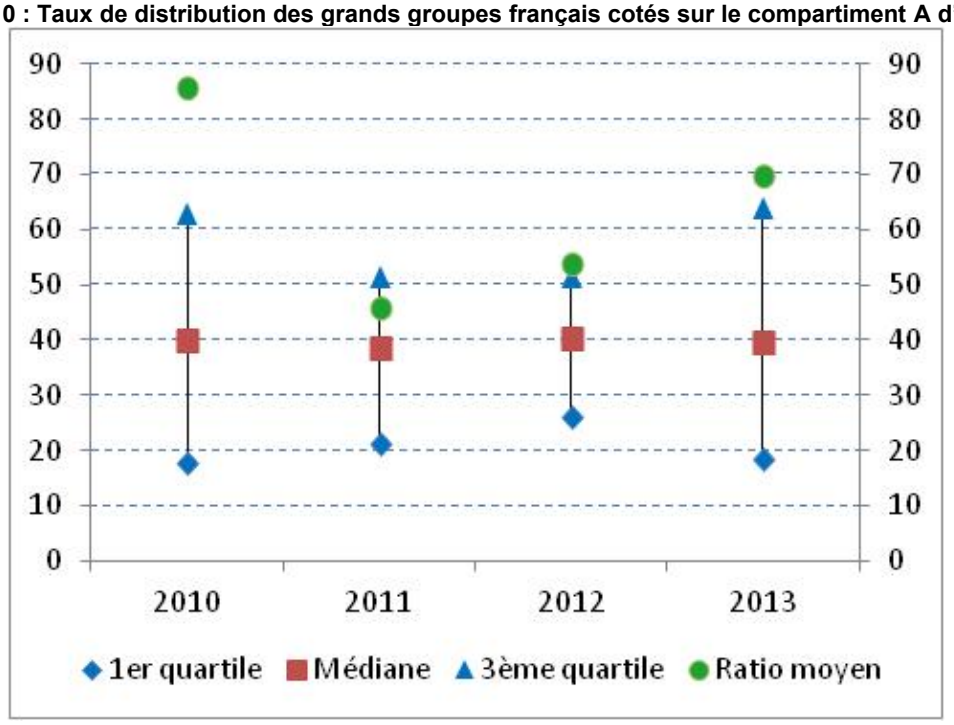
Les différences entre catégories d'entreprises sont plus fortes en ce qui concerne la part des amortissements et provisions : la part de cette forme de fonds propres dans le total des ressources tend à diminuer mais excède 40 % pour les GE sur l'ensemble de la période (45 % en 2002-2003, 43 % en 2013) tandis qu'elle reste toujours en deçà de cette valeur pour les PME (39 % en 1998, 35 % en 2013). Les différences sont également fortes concernant la part de l'endettement financier (au sens strict), mais en sens inverse : la part pour les PME est plus forte (25 % en 2013) que celle des GE (20 % la même année).

Les sociétés cotées sur un marché réglementé d'un état membre de l'Union européenne sont dans l'obligation d'appliquer le référentiel de l'IASB (normes IFRS). La mise en place d'un référentiel comptable international répond à la nécessité de permettre une comparabilité de l'information financière dans le temps et dans l'espace, en donnant une information financière comprise par tous les utilisateurs, sur toutes les places boursières du monde, utilisant un langage financier basé sur le principe de transparence des comptes et sur la qualité de l'information.

Quelques principes généraux des normes IAS / IFRS sont en décalage avec les principes appliqués actuellement par les normes françaises, notamment : la prééminence du fond sur la forme juridique (priorité donnée à une approche économique donnant une image pertinente et fidèle de l'entreprise, alors que les normes françaises adoptent une approche juridique et fiscale qui privilégie la forme juridique) ; la notion de juste valeur pour l'évaluation des actifs (contrairement au principe des coûts historiques appliqué en France, les normes IAS / IFRS intègrent la notion de juste valeur qui implique une remise en cause régulière de l'évaluation de ses actifs).

En particulier, la prééminence du fond sur la forme conduit à une difficulté pour construire des bases de données statistiques, qui requièrent une structure fixe des observations entre unités statistiques. Les entreprises ont parfois le choix, bien que dans un cadre bien défini, quant à l'application d'une méthode ou d'une règle donnée, et cette liberté de choix pose problème pour l'agrégation statistique des observations. Un certain nombre de pays du Comité Européen de Centrales de Bilans (ECCBSO) se sont attelés à cette tâche de construire des bases de données harmonisées, dans la mesure du possible, à partir des données disponibles (base ERICA, voir ci-dessous les comparaisons internationales), et notamment la Banque de France. Ainsi, une étude parue dans le bulletin trimestriel de cette institution en 2014 apporte des informations, notamment sur les taux de distributions de dividendes[21]. Cette étude porte sur les grands groupes français cotés sur le compartiment A d'Euronext et met en évidence des politiques de distribution qui varient considérablement d'un groupe à l'autre, avec un renforcement de l'hétérogénéité des situations en 2013. Ainsi, le quart des entreprises dont le « pay out ratio » est le plus faible voit ce taux de distribution baisser de 26 % à 18 % entre 2012 et 2013. Au contraire, de l'autre côté de la distribution, le quart des entreprises présentant le « *pay out ratio* » le plus élevé voit ce ratio passer de 52 % à 64 %. Les politiques de distribution des actionnaires mises en œuvre par les groupes sont donc à la fois très diverses et relativement mouvantes d'une année sur l'autre. Au-delà des motifs économiques et stratégiques qui engagent les groupes à moduler la rémunération de leurs actionnaires, la politique de distribution est toutefois plus stable que le niveau des bénéfices sur le long terme. Ainsi, en moyenne annuelle calculée sur la période 2008-2013, le flux payé aux actionnaires s'élève à 36 milliards, soit à peine moins que le montant distribué en 2013.

Figure II.10 : Taux de distribution des grands groupes français cotés sur le compartiment A d'Euronext



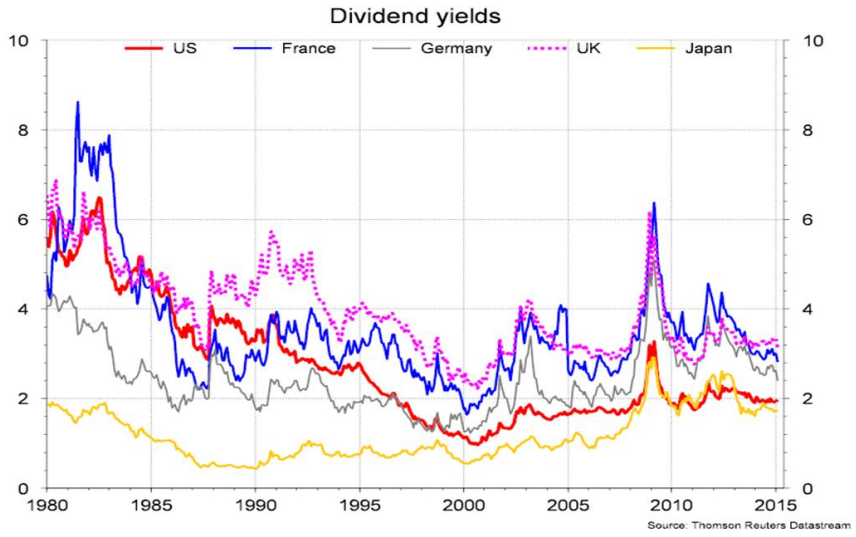
Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014

[21] « La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », Laurent CARLINO, Germain DAIRAY, Claire MANGIN et François SERVANT, Bulletin de la Banque de France, N° 196, 2ème trimestre 2014.

II.2. Les comparaisons internationales

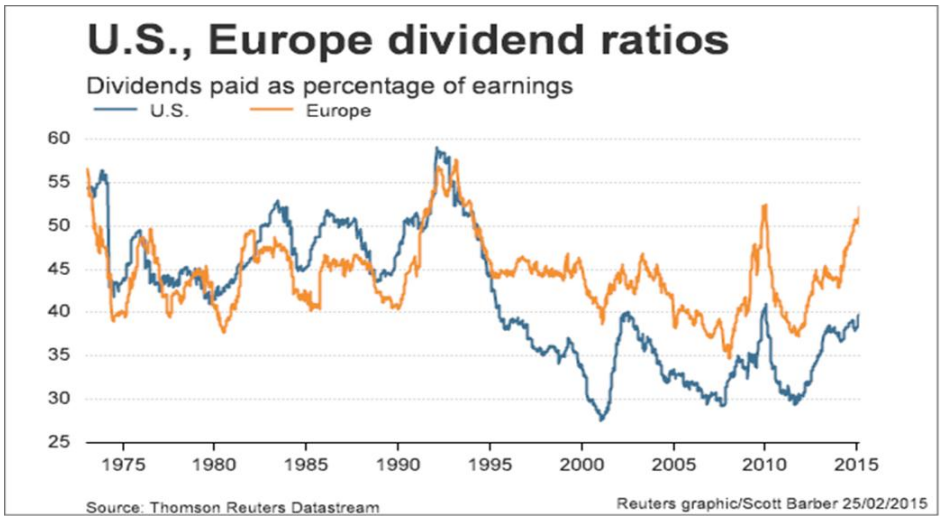
En matière de comparaisons internationales, les données *a priori* les plus homogènes sont les données de marché, dans la mesure où l'intégration de ces marchés facilite les rapprochements statistiques. Les fournisseurs de données financières calculent ainsi des indices de rendement pour comparer des populations d'entreprises, notamment entre différentes places boursières (*Figure II.11*).

Figure II.11 : Rendement sur dividendes



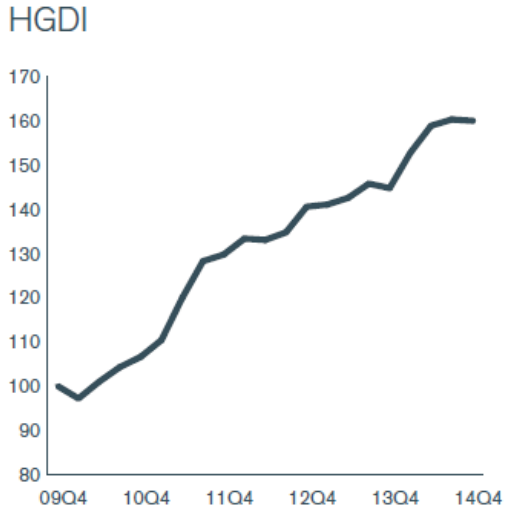
Ces indices peuvent aussi être agrégés au niveau supranational et permettre des comparaisons par zones économiques, comme ci-dessous, une comparaison Europe – États-Unis (*Figure II.12*).

Figure II.12 : Taux de distribution des dividendes



Des informations complémentaires sont diffusées par certaines sociétés de gestion. En particulier, on mentionnera l'indice Henderson des dividendes mondiaux (Henderson Global Dividend Index, HGDI) qui vise à dégager les tendances mondiales en matière de versements de dividendes. Cet indice, base 100 en 2009, mesure l'évolution des dividendes versés par les entreprises du monde entier à leurs investisseurs. L'indice est ventilé par région, industrie et secteur et permet de comparer les évolutions entre pays.

Figure II.13 : Indice Henderson Global Dividend Index



Source : Henderson Global Dividend Index, Edition 5, February 2015

Tableau II.4 : Décomposition des versements de dividendes par pays

Dividend breakdown by country

Region	Country US$ bn	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Europe Ex Uk	Austria	$1.9	$1.5	$1.1	$0.6	$1.1	$0.7
	Belgium	$3.5	$3.5	$4.5	$4.8	$7.5	$8.1
	Denmark	$1.2	$1.1	$2.0	$2.2	$2.8	$3.9
	Finland	$4.2	$4.3	$5.7	$3.9	$3.3	$5.4
	France	$51.2	$48.0	$62.1	$47.7	$52.1	$55.9
	Germany	$31.4	$25.8	$37.3	$35.0	$36.4	$37.5
	Greece	$1.5	$0.8	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0
	Ireland	$0.6	$1.2	$0.6	$1.2	$0.5	$0.7
	Israel	$1.6	$2.8	$4.6	$2.0	$1.8	$2.1
	Italy	$16.6	$15.7	$17.1	$12.3	$12.4	$12.6
	Luxembourg	$0.5	$1.1	$0.8	$0.8	$0.6	$0.6
	Netherlands	$6.8	$7.2	$8.6	$8.0	$7.3	$7.9
	Norway	$4.2	$5.7	$9.4	$8.5	$8.7	$11.5
	Portugal	$1.8	$3.2	$2.7	$1.7	$1.2	$1.4
	Spain	$34.1	$25.8	$26.0	$24.7	$25.1	$31.2
	Sweden	$7.2	$8.6	$15.6	$14.3	$15.9	$17.4
	Switzerland	$18.2	$21.3	$24.7	$28.6	$27.5	$32.4

Source : Henderson Global Dividend Index, Edition 5, February 2015

En août 2014, le rapport de Henderson Global notait une hausse de 30,3 % des dividendes pour la France, pour atteindre 40,7 milliards de dollars US. Avec seulement 4 % de cette progression due à des changements d'indice et 7 % aux variations de change, c'est surtout la reprise des versements de dividendes par le secteur financier qui a été à l'origine de ce résultat atypique de 2014 : Crédit Agricole avait repris ses versements (1,2 milliards de dollars US), Société Générale avait réalisé une forte hausse et BNP Paribas avait également continué à verser des dividendes malgré la forte amende imposée par les régulateurs américains. AXA fut le plus important payeur en France en 2014 (2,7 milliards de dollars US). La société de télécommunications Orange avait également rétabli son niveau de versement de dividendes après le versement réalisé l'année dernière.

Si les principales places boursières fonctionnent de façon comparable à travers le monde, et si la méthode de construction des indices boursiers est elle-même homogène entre pays, il reste que le cadre réglementaire et fiscal varie d'un pays à l'autre comme en atteste par exemple la diversité des taux de retenue à la source sur les dividendes utilisés par NYSE pour le calcul de ses indices *Net Total Return* (*Tableau II.4*). Or, ces spécificités nationales influent sur le comportement des intervenants de marchés.

Tableau II.4 : Taux d'imposition sur les sociétés

Corporate income tax rate (%)	OCDE	NYSE
Country		
Australia	30	30
Austria	25	25
Belgium	33,99	25
Canada	26,3	25
Chile	22,5	35
Czech Republic	19	35
Denmark	23,5	27
Estonia	20	0
Finland	20	30
France	34,43	30
Germany	30,18	26,375
Greece	26	10
Hungary	19	0
Iceland	20	18
Ireland	12,5	20
Israel	26,5	25
Italy	27,5	26
Japan	32,11	15,315
Korea	24,2	22
Luxembourg	29,22	15
Mexico	30	10
Netherlands	25	15
New Zealand	28	30
Norway	27	25
Poland	19	19
Portugal	29,5	25
Slovak Republic	22	0
Slovenia	17	15
Spain	28	20
Sweden	22	30
Switzerland	21,15	35
Turkey	20	15
United Kingdom	20	20
United States	39	30

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/indices/us_index_group_tax_withholding_table.pdf
http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm#C_CorporateCaptial

Comme le taux de rendement avant impôt que doit assurer une entreprise doit couvrir le versement des impôts, la rémunération des apporteurs de fonds et l'autofinancement, des fiscalités différentes entre pays entraînent donc des niveaux de rentabilité avant impôt différents pour obtenir des rentabilités après impôts comparables (à autofinancement identique). Or, il est compliqué de faire une comparaison de la fiscalité du capital du fait de l'extrême complexité des systèmes fiscaux nationaux (voir par exemple « *Fiscal Investment Climate and the Cost of Capital in Germany and the EU* », Lisa Evers, Christoph Spengel et Julia Braun, *ZEW policy brief, n°1 April 2015*).

S'agissant des données comptables, les normes nationales peuvent différer sensiblement d'un pays à l'autre, ces données étant fondamentalement des données administratives, en lien avec la réglementation et la fiscalité nationale. Les normes IFRS sont *a priori* plus homogènes. Mais, fondées sur des principes assez flexibles, elles donnent une grande marge de manœuvre aux entreprises en ce qui concerne l'évaluation des données comptables, ce qui peut répondre à des besoins spécifiques d'une entreprise à l'autre, notamment selon leur secteur d'activité, mais pose des problèmes pour une exploitation statistique.

Les travaux du Comité européen de centrales de bilans (European Committee of Central Balance-Sheet Data Offices – ECCBSO) essaient de traiter de ces problèmes. Ce comité est un organe informel dont les membres sont des experts soit de banques centrales nationales ou d'entités qui travaillent avec elles, soit d'instituts statistiques nationaux des pays membres. La tâche principale de l'ECCBSO est d'améliorer la collecte et le traitement des données relatives aux entreprises non-

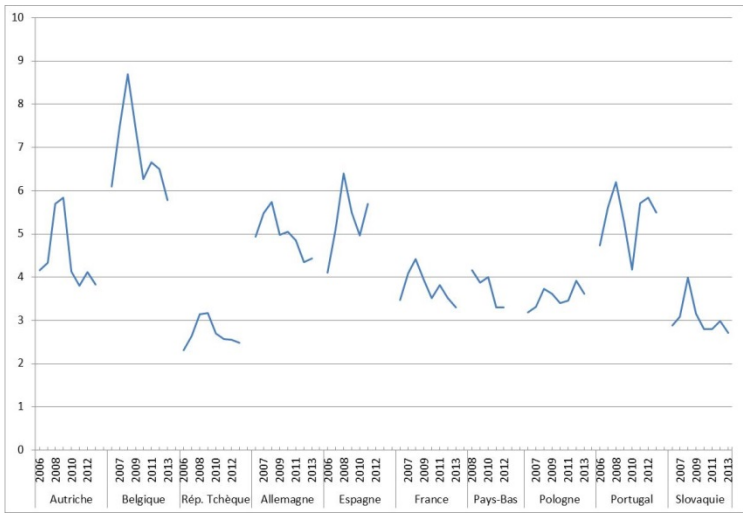
financières, à travers l'échange d'informations et la conduite d'études conjointes au sein des groupes de travail affiliés au Comité. Deux groupes de travail participent plus particulièrement à la diffusion de données et de résultats statistiques : le groupe BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) et le Groupe ERICA (European Records of IFRS Consolidated Accounts).

Ainsi le groupe BACH met à la disposition des utilisateurs, sur un site hébergé par la Banque de France, une base de données d'entreprises, agrégées par taille et par secteur, ainsi qu'une documentation. On peut ainsi comparer entre pays un coût apparent de la dette (Figure II.14).

Il résulte par exemple de ces travaux une comparaison de la charge d'intérêt où il apparaît qu'en 2011, la France avec l'Espagne étaient les pays où cette charge était la plus lourde pour les PME, derrière le Portugal. Inversement cette pression financière était relativement basse en République tchèque, en Pologne et en Allemagne.

La charge d'intérêts a généralement augmenté dans tous les pays sur la période 2006-2011, sauf en Belgique et en Italie.

Figure II.14 : Coût apparent de l'endettement (Intérêts et charges / Endettement financier en %)



Source : BACH Database

La base de données ERICA n'est pas disponible pour le public, et le groupe de travail n'a actuellement pas spécifiquement étudié la question du coût du capital pour ces groupes.

II.3. Les recommandations

Comme on l'a vu, les sources sont partielles et assez hétérogènes quant à leur contenu pour évaluer le coût du capital. Les sources les plus directement exploitables sont celles dédiées à cette question, comme l'enquête *Coût du crédit* de la Banque de France, pour les statistiques de taux d'intérêt sur la dette contractée auprès des établissements de crédit. D'autres sources sont mobilisables sur le coût de la dette obligataire ou sur certains types de financement, comme les billets de trésorerie. Les sources comptables sont beaucoup moins fines et ne donnent qu'un montant agrégé d'intérêts et charges assimilées qu'il faut rapprocher d'un encours de dette financière pour évaluer un coût apparent de la dette. Par ailleurs, cette mesure concerne l'évaluation du poids de la dette déjà contractée.

L'utilisateur doit donc faire la différence entre le taux des crédits nouveaux et le coût de la dette existante (taux d'intérêt apparent).

Sur les montants en jeu, les sources les plus cohérentes sont les sources comptables. Néanmoins, elles ne concernent par nature que les postes faisant l'objet d'un enregistrement comptable. Par ailleurs, le niveau d'agrégation de ces enregistrements ne permet pas toujours de retrouver l'opération élémentaire à laquelle on s'intéresse pour un objet d'étude précis, comme ici le coût du capital.

Les sources comptables elles-mêmes sont multiples pour un pays donné, et diffèrent en partie entre pays. On peut en effet distinguer la comptabilité commerciale, la comptabilité financière et la comptabilité fiscale, chacune répondant à différents besoins, par l'application de différents ensembles de règles.

Les règles relatives à la comptabilité commerciale (Plan comptable général, pour la France) sont utilisées afin de déterminer les résultats commerciaux d'une entité unique. Elles font notamment apparaître, pour une période déterminée, l'existence d'un bénéfice ou d'une perte. Elles visent à protéger les droits des actionnaires et des créanciers, et le principe de prudence y joue par conséquent un rôle important. Ce principe général se traduit pourtant différemment d'un pays à l'autre, en fonction de spécificités nationales : en Allemagne et en France par exemple, la comptabilité doit respecter des règles bien précises, liées aux règles fiscales (Code du Commerce et règles du Plan Comptable Général en France, HGB-Bilanzrecht en Allemagne). L'autofinancement et l'emprunt constituent les principales sources de financement des entreprises et la normalisation comptable est plus particulièrement destinée aux créanciers. Mais des différences de vues et de pratiques existent. Par exemple, les dépenses couvertes par provisions ayant une échéance lointaine doivent être actualisées en Allemagne (c'est à dire ramenées à leur valeur actuelle en euros de l'exercice). En France, ce traitement n'est que facultatif, et peu d'entreprises le réalisent dans la pratique. Concernant les engagements de retraite, les entreprises allemandes ont l'obligation de constituer des provisions. En France, cette méthode est recommandée, mais pas obligatoire, ce qui amène souvent les entreprises à ne pas comptabiliser de provisions, d'autant plus qu'elles ne sont pas déductibles fiscalement. Le montant des engagements de retraite fait cependant l'objet en France d'une information dans l'annexe des comptes annuels.

La Grande-Bretagne est, quant à elle, caractérisée par un rôle important du marché boursier dans le financement des entreprises et un éclatement des actionnaires. Les règles comptables reposent sur la notion générale de « *true and fair view* » et ces règles comptables sont moins dépendantes des règles fiscales. Aussi y-a-t-il une forte incitation à fournir des informations prioritairement aux investisseurs.

Les règles fiscales, quant à elles, sont utilisées afin de déterminer les bénéfices imposables (liasse fiscale pour la France). Leur objectif est de définir la dette fiscale des entreprises à l'égard de l'État pour une année donnée. Les règles fiscales visant les entreprises sont généralement conçues de manière à préserver la neutralité économique, afin que les décisions commerciales ne soient pas indûment influencées par des mesures fiscales.

Enfin, les entreprises cotées sur des bourses de valeurs nationales doivent respecter les règles relatives à la comptabilité et à l'information financières qui visent à donner aux investisseurs une image fidèle et honnête de leur situation financière. Mais ces règles relatives à l'information financière s'éloignent rapidement des concepts juridiques traditionnels du droit commercial et fiscal qui fondent ordinairement la comptabilité.

La multiplicité d'objets de ces différentes formes de *reporting* fait que le résultat de l'entreprise présenté à des fins financières (attestant des performances de l'entreprise, et susceptible d'être distribué sous forme de dividendes) peut différer des bénéfices indiqués dans les déclarations fiscales (bénéfice imposable) ou dans les livres comptables (d'autant que la tenue de ceux-ci est liée à la réglementation fiscale).

En conclusion, les utilisateurs doivent être conscients de ces différences et, lors d'une démarche de comparaison ou de traitement statistique d'états financiers d'entreprises établis selon des normes différentes, il est recommandé d'utiliser les états financiers d'un pays comme pivot, et de procéder aux retraitements possibles sur les comptes des autres pays.

Les différences subsistent en partie avec des comptes en normes IFRS pour un traitement statistique. Les comptes sur base sociale utilisés par agrégation donnent lieu à de nombreux doubles comptes, du fait des participations que détiennent certaines entreprises sur d'autres. Les comptes consolidés échappent à ce problème mais incluent l'activité des filiales étrangères entrant dans le périmètre de consolidation.

Les coûts qui ne sont pas observables peuvent faire l'objet d'évaluations sur la base de modèles. C'est principalement le cas du coût des fonds propres. Outre les données qu'elles mobilisent, ces évaluations reposent sur la validité du modèle utilisé. Or les hypothèses peuvent être contestables, comme on l'a vu dans le cas du crédit interentreprises.

III. La comptabilité nationale : mesures et recommandations

La comptabilité nationale mobilise beaucoup de données d'origine comptables – notamment les données de comptabilité publique et les comptes déposés au fisc chaque année par les entreprises – mais elle demeure une démarche fondamentalement statistique : une démarche statistique certes inscrite dans un cadre comptable lui-même spécifique. Le terme même de « comptabilité nationale » recouvre donc *de facto* à la fois ce cadre comptable spécifique et la démarche statistique qui lui est liée.

III.1. Finalités et spécificités de la comptabilité nationale

Pour établir le compte des sociétés non financières (SNF), la source privilégiée est naturellement l'agrégation des comptes déposés par les entreprises chaque année auprès de la Direction générale des finances publiques (DGFiP) du fait de son exhaustivité. Mais les estimations produites par la comptabilité nationale diffèrent *in fine* des données qui figurent dans les comptes des entreprises du fait à la fois des différences de cadres conceptuels et des arbitrages statistiques réalisés par les comptables nationaux.

Les données comptables disponibles sur les entreprises sont en général élaborées conformément soit au Plan comptable général (PCG), soit aux IFRS pour les groupes cotés. Toutes les unités légales, y compris celles faisant partie de groupes cotés, ont en outre l'obligation de déposer à la DGFiP leurs comptes élaborés conformément au PCG.

Par rapport aux comptes IFRS publiés par les groupes, la comptabilité nationale présente deux différences importantes :

- les données sont restreintes au territoire économique français (qui comprend la métropole et les départements d'outre-mer, mais exclut les collectivités d'outre-mer) ;
- elles sont en revanche assises sur un périmètre plus large au sein du territoire économique français puisqu'elles couvrent la totalité des unités légales (pas uniquement celles situées au sein de groupes cotés) ;
- les estimations, qui découlent de l'agrégation de données élémentaires relatives aux unités légales, ne sont pas consolidées.

Ces caractéristiques peuvent expliquer une grande part des écarts constatés entre les indicateurs issus des comptes publiés aux normes IFRS (l'activité économique des groupes cotés ayant lieu pour une part substantielle à l'étranger) et ceux issus de la comptabilité nationale.

Par ailleurs, même si le compte des SNF est fondé sur l'exploitation statistique de l'agrégation des comptes aux normes PCG déposés par les entreprises, les spécificités de la comptabilité nationale sont à l'origine d'écarts importants entre les deux sources, en niveau aussi bien qu'en évolution. C'est plus particulièrement le cas des corrections au titre de l'exhaustivité et de la valorisation des actifs (cf. *infra*), même s'il existe bien d'autres facteurs de divergence.

III.2. La mesure des flux et des stocks en comptabilité nationale

On s'attardera plus particulièrement dans cette section sur les sources et méthodes propres à l'estimation du compte des SNF en comptabilité nationale.

III.2.1. Les flux non financiers

De manière générale, le compte des SNF se fonde très largement sur l'exploitation des comptes déposés par les entreprises auprès de la DGFiP (au 15 mai N+1 pour une société dont l'exercice comptable N coïncide avec l'année civile). Les postes du PCG ne fournissent toutefois pas l'intégralité de l'information nécessaire pour établir le compte des SNF : ces données sont donc complétées par des enquêtes (enquête annuelle de production - EAP - dans l'industrie, enquête sectorielle annuelle -

ESA - dans la construction et les services) visant notamment, pour les sociétés produisant plusieurs types de biens et services, à ventiler la production par branche homogène d'activité. C'est le dispositif Ésane, produit par la direction des statistiques d'entreprises de l'Insee, qui assure l'articulation de ces informations comptables et d'enquêtes. Ésane est la source statistique déterminante pour l'établissement du compte de flux non financiers des SNF.

Le calcul de la valeur ajoutée des SNF – qui mesure leur contribution au PIB – suppose toutefois d'importants retraitements de la source Ésane.

Tout d'abord, Ésane est la source de référence pour l'établissement du compte des entreprises non financières (ENF), qui comprennent à la fois les SNF et les entrepreneurs individuels non financiers (EINF) – lesquels sont classés au sein du secteur institutionnel des ménages. Il est donc nécessaire de partager les ENF entre SNF et EINF. Les EINF sont des entreprises qui n'ont pas les caractéristiques en comptabilité nationale d'une unité institutionnelle, parce qu'elles ne jouissent pas d'une réelle autonomie de décision vis-à-vis de leurs propriétaires. Pour l'appréciation de cette autonomie de décision, un critère important est que les actifs détenus et les engagements souscrits par ces entreprises puissent être dissociés des actifs et des engagements de leurs propriétaires. Les comptables nationaux français considèrent que les personnes morales jouissent bien de ce point de vue d'une réelle autonomie de décision – elles sont donc classées en SNF – tandis que les entreprises dépourvues de la personnalité morale sont indissociables du ménage propriétaire et doivent donc être considérées comme des EINF.

Ensuite, le concept de valeur ajoutée n'est pas reconnu par le PCG : il convient donc de construire une première estimation de la valeur ajoutée à partir des postes comptables du PCG. Ceci suppose à la fois de retraiter conceptuellement certaines opérations (notamment sur les stocks) et de procéder à des compléments de champ, y compris pour tenir compte de l'activité dissimulée à des fins de fraude fiscale afin de rendre compte de l'intégralité de l'activité économique du pays considéré. L'encadré III.1 précise l'ensemble des corrections.

Encadré III.1 - Des données Ésane à l'estimation de la valeur ajoutée en comptabilité nationale

Dans un premier temps, les différents postes comptables du PCG sont utilisés pour fournir une première estimation de la production et des consommations intermédiaires : on calcule une première estimation de la production en comptabilité nationale en sommant la production vendue de biens et services, la production stockée, les autres produits d'exploitation, la différence entre les ventes et achats de marchandises, les variations de stocks de marchandises, et la production immobilisée. De la même façon, on calcule une première estimation des consommations intermédiaires en comptabilité nationale en sommant les achats de matières premières et autres approvisionnements, les variations de stocks de matières premières, les autres achats et charges externes et les autres charges d'exploitation.

La première estimation de la valeur ajoutée obtenue par différence entre la production et les consommations intermédiaires doit toutefois être complétée car Ésane ne couvre pas l'intégralité du champ des SNF : 1) il manque d'une part certains secteurs d'activité comme l'agriculture, l'action sociale marchande, les comités d'entreprises, etc. La première évaluation de la valeur ajoutée est donc majorée en conséquence à l'aide de sources externes sur les champs manquants ; 2) les données Ésane ignorent d'autre part, par construction, l'activité dissimulée : la première estimation de la valeur ajoutée est donc complétée pour tenir compte de la sous-déclaration fiscale, du travail au noir, de la contrebande de cigarettes et de la sous-déclaration de TVA ; 3) enfin, on réintègre dans la valeur ajoutée une estimation de divers flux non retracés en comptabilité d'entreprise : pourboires, avantages professionnels (dont les logements de fonction), avantages en nature.

En particulier, la prise en compte de l'activité dissimulée repose sur une exploitation à des fins statistiques des résultats des contrôles effectués par les services fiscaux (pour la fraude imputable à des entreprises ayant une existence légale) et sur des dires d'experts (pour la fraude imputable à des entités sans existence légale). Cette correction au titre de l'activité dissimulée est d'une ampleur très importante puisqu'elle atteint sur l'année 2010 65,9 Md€ pour l'ensemble des entreprises non financières (ENF), dont 20,0 Md€ pour les SNF et 45,9 Md€ pour les entrepreneurs individuels non financiers. L'exploitation à des fins statistiques des résultats des contrôles fiscaux est une opération extrêmement lourde, qui ne peut avoir lieu au mieux que tous les dix ans (la dernière actualisation a été publiée en 2011). Pour ces raisons, les coefficients de redressement pour fraude, s'ils diffèrent par

secteur d'activité, sont en revanche stables d'une année sur l'autre (en proportion du chiffre d'affaires ou du résultat) pour un secteur d'activité donné. Même s'il peut fluctuer un peu d'une année sur l'autre avec les changements de poids des différents secteurs d'activité, le poids global de la correction pour fraude dans la valeur ajoutée est donc assez stable d'une année sur l'autre et cette correction joue donc essentiellement en niveau.

Une fois ces compléments de champ effectués, les comptables nationaux appliquent diverses corrections conceptuelles visant à rendre compatibles avec les concepts de comptabilité nationale des données sources élaborées conformément au PCG. Citons, parmi les plus importantes : la correction portant sur la valorisation des stocks (dite « appréciation sur stocks ») ; le passage aux prix de base : on exclut du périmètre de la production les impôts nets des subventions sur les produits (cette étape amène en particulier à corriger substantiellement les données sources sur les entreprises pétrolières afin d'exclure la Taxe intérieure sur la consommation de produits énergétiques – TICPE – de la production) ; les retraitements visant à comptabiliser en investissement les dépenses en logiciels et R&D (qu'il s'agisse d'achats externes ou de production pour compte propre).

L'appréciation sur stocks mérite un commentaire particulier. Le concept de production propre à la comptabilité nationale comprend, outre la production vendue, la production stockée. Ceci impose de valoriser la production stockée : en comptabilité nationale les variations de stocks d'une année sont évaluées au « prix de marché », prix moyen de l'année, afin de retracer dans l'évolution de la valeur ajoutée uniquement ce qui résulte de l'activité productive au cours de l'année. En comptabilité d'entreprise, en revanche, les variations de stocks sont évaluées par la différence entre la valeur du stock de clôture et celle du stock d'ouverture, ces valeurs provenant du coût historique des biens stockés. Le passage au prix de marché s'opère donc en retirant des données d'entreprise, ce qui relève de « l'appréciation sur stocks », c'est-à-dire la hausse de la valeur des stocks qui résulte de la seule variation des prix en cours d'année. La correction au titre de l'appréciation sur stocks, nulle en moyenne période, peut atteindre des montants très importants sur une année donnée, en particulier lorsque les mouvements de prix sont très importants sur les matières premières. C'est notamment le cas par exemple des années 2009 et 2010 : citons à titre d'exemple les prix de la production d'hydrocarbures (+ 23 % entre décembre 2009 et décembre 2010, - 27 % sur les douze mois précédents, soit de décembre 2008 à décembre 2009), de la production chimique (+ 15 % après - 13 %), de la production alimentaire (+ 4 % après - 10 %).

Une dernière spécificité de la comptabilité nationale amène à corriger l'estimation de la valeur ajoutée ainsi obtenue : il s'agit du principe d'enregistrement en partie quadruple. Chaque transaction entre deux parties doit en effet être enregistrée dans les comptes de chacune des parties, à la fois dans le compte non financier et dans le compte financier. Ce principe d'enregistrement découle directement de la raison d'être de la comptabilité nationale : retracer de manière cohérente l'ensemble des flux entre les différentes catégories d'agents économiques.

Ce principe a toutefois une conséquence pratique : il oblige à arbitrer entre les sources lorsqu'elles délivrent un message contradictoire à propos d'une même transaction. Par exemple, les cotisations versées aux régimes de sécurité sociale par les entreprises se retrouvent à la fois dans les données de la comptabilité publique (secteur institutionnel receveur) et dans les données des secteurs institutionnels payeurs : les écarts sont in fine soldés sur la source jugée la moins fiable, à savoir les SNF. On considère en effet que la donnée la plus fiable est celle provenant de la comptabilité publique, devant celle émanant des sociétés financières (soumises à la régulation bancaire et assurantielle) puis celle des SNF. Cette hiérarchie des sources statistiques constitue donc un facteur d'écart supplémentaire entre la comptabilité d'entreprises et le compte des SNF en comptabilité nationale. Cette phase de mise en cohérence des données disponibles sur les différents secteurs institutionnels affecte l'ensemble des variables du compte des SNF.

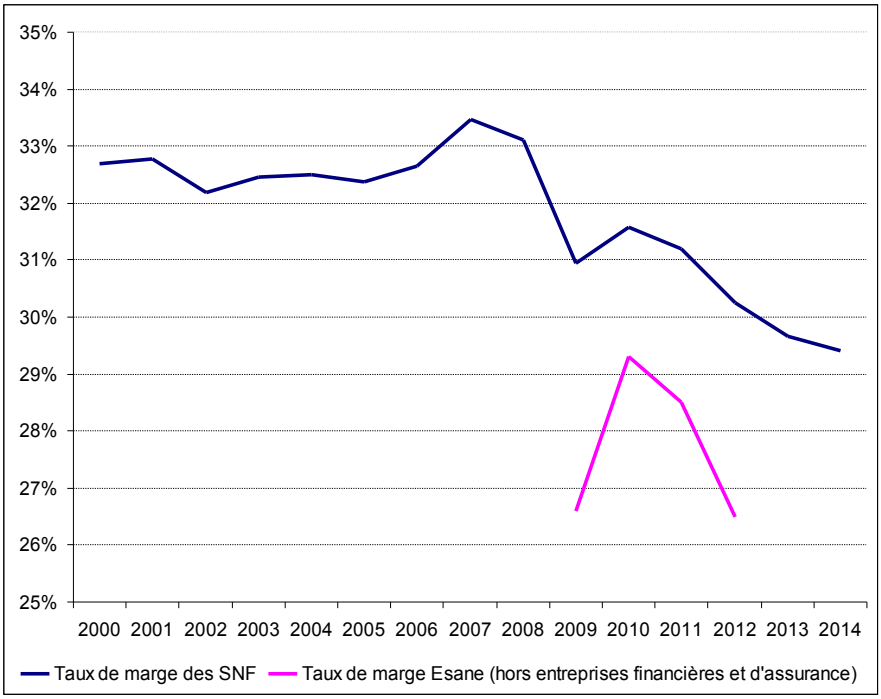
L'ensemble de ces corrections induit des messages parfois substantiellement différents sur des indicateurs très médiatisés. C'est le cas par exemple du taux de marge des SNF, rapport entre l'excédent brut d'exploitation (EBE) des SNF et leur valeur ajoutée brute. Selon que l'on retient celui issu de la comptabilité nationale ou celui émanant de la source Ésane restreinte aux secteurs autres que les activités financières et d'assurance (*figure III.1*), les niveaux comme les évolutions ne sont pas les mêmes. Deux constats s'imposent en particulier :

- le taux de marge des SNF est structurellement plus élevé sur le champ des SNF (comptabilité nationale) que sur le champ Ésane hors finance et assurance. Ceci illustre l'impact de la correction au titre de l'activité dissimulée (*encadré III.1*) : les données sur les salaires versés n'étant pas modifiées (afin de ne pas avoir non plus à modifier l'emploi, ce qui obligerait à s'écarter des données d'emploi

issues des sources administratives), la correction à la hausse de la valeur ajoutée au titre de la fraude se répercute intégralement sur l'EBE, ce qui relève le taux de marge ;

- en dehors de cet écart structurel en niveau, le message conjoncturel n'est pas le même : les évolutions sont globalement plus heurtées en comptabilité d'entreprises et peuvent être très divergentes certaines années de celles de la comptabilité nationale. C'est plus particulièrement le cas en 2010 : le taux de marge issu d'Ésane se redresse très fortement (+2,7 points) alors que le taux de marge des SNF remonte beaucoup plus modérément (+0,7 point). Cet écart est principalement imputable à la correction pour appréciation sur stocks (*Encadré III.1*) qui, compte tenu des mouvements de prix observés entre 2008 et 2010, amène la comptabilité nationale à rehausser de 0,6 point le niveau de la valeur ajoutée issue de la statistique d'entreprise en 2009, et à le diminuer de 1,6 point en 2010. L'ampleur de ces corrections conduit ainsi à modifier substantiellement l'évolution du taux de marge qui ressort de la statistique Ésane.

Figure III.1 : Le taux de marge brut en comptabilité nationale et en statistique d'entreprises



Sources : Insee, données Ésane et comptes nationaux, base 2010

III.2.2. Les stocks non financiers

Contrairement aux flux, l'évaluation des stocks d'actifs non financiers détenus par des SNF ne découle pas de l'information comptable disponible sur les entreprises et ce, pour des raisons essentiellement conceptuelles : les immobilisations inscrites au bilan dans le PCG sont valorisées au coût historique. Or la règle générale de valorisation des actifs en comptabilité nationale est le prix de marché. De plus l'amortissement enregistré dans les comptes des entreprises est établi au moins partiellement en fonction de considérations fiscales qui ne sont pas pertinentes pour la description économique que vise la comptabilité nationale.

Cela étant, pour beaucoup d'actifs non financiers décrits dans le compte de patrimoine, il n'y a pas de prix de marché observable (faute de transactions dans un certain nombre de cas). C'est vrai surtout des actifs fixes, consommés de façon répétée ou continue dans des processus de production pendant plus d'un an. Par défaut, les comptables nationaux procèdent donc à une estimation de la valeur amortie des actifs fixes via la méthode de l'inventaire permanent (MIP), qui se fonde sur l'analyse des flux d'investissement passés plutôt que sur une observation directe des stocks.

Concrètement, les comptables nationaux commencent par évaluer les stocks d'actifs en volume : pour chaque classe d'actifs le stock en volume est obtenu en sommant les flux passés d'investissement en volume après application d'une loi de mortalité (rendant compte de l'usure du capital) et d'un déclassement linéaire des actifs (pour rendre compte de l'obsolescence du capital) tout au long de leur durée de vie. Une fois le capital net en volume ainsi obtenu pour chaque classe d'actifs, on en déduit le capital net en valeur en valorisant le capital en volume par le prix de la FBCF.

L'estimation finale du stock d'actifs fixes est ainsi largement déterminée par la durée de vie moyenne retenue dans la loi de mortalité. À titre d'exemple, la durée de vie moyenne des actifs logiciels est fixée à 5 ans dans les comptes nationaux français, celle des actifs découlant de l'activité de R&D à 10 ans, celle des équipements militaires à 20 ans. La durée de vie moyenne des actifs liés à la construction, si elle varie selon le type d'actif considéré (logement, bâtiment non résidentiel, génie civil…), est beaucoup plus élevée (plusieurs dizaines d'années). Précision importante : les comptables nationaux distinguent au sein des actifs immobiliers ce qui relève du bâti (il s'agit alors d'un actif fixe) et ce qui relève de la valeur des terrains sous-jacents (qui sont des actifs non produits). Les choix de durée de vie moyenne font l'objet d'une concertation au sein de l'Union européenne : ainsi la plupart des pays européens ont-ils adopté une durée de vie moyenne égale à ou au moins très proche de dix années pour les actifs tirés de la R&D.

Cette approche – commune aux comptables nationaux de la plupart des pays – est naturellement assez conventionnelle. En particulier, en cas de récession sévère s'accompagnant de restructurations aboutissant à des disparitions importantes de capital physique, la méthode de l'inventaire permanent peut ne pas rend suffisamment compte des pertes en capital productif.

III.2.3. Les flux et les stocks financiers

Les comptes financiers produits par la Banque de France proposent une description détaillée de l'économie française par catégories d'instruments financiers, en flux comme en stocks. La *figure III.2* énumère les huit grandes catégories d'instruments (mais il existe des sous-catégories pour lesquelles les estimations sont également publiées).

Figure III.2 : Passifs et actifs des SNF

Données pour les SNF en 2013, en Md€	Actif	Passif	Solde
F1 - Or monétaire et droits de tirage spéciaux (DTS)	0,0	0,0	0,0
F.2 - Numéraire et dépôts	458,4	0,0	458,4
F.3 - Titres de créance	58,1	490,5	-432,4
F.4 - Crédits	1 102,6	2 036,6	-934,0
F.5 - Actions et parts de fonds d'investissement	3 284,2	4 726,3	-1 442,1
F.511 - Actions cotées	*370,1*	*1 324,4*	*-954,3*
F.6 - Droits sur les provisions techniques d'assurance	48,0	0,0	48,0
F.7 - Produits financiers dérivés	0,0	0,0	0,0
F.8 - Autres comptes à recevoir / payer	904,8	777,4	127,4

Sources : Insee, comptes nationaux, base 2010

La confection des comptes financiers mobilise naturellement des données collectées auprès des établissements bancaires et des sociétés d'assurances, ainsi que la comptabilité publique qui fournit un état très précis des actifs et passifs financiers inscrits au bilan des administrations publiques. Mais, pour l'établissement du compte financier des SNF, la Banque de France s'appuie également beaucoup sur la source Ésane, en particulier pour les crédits et les actions.

Le cas des actions mérite d'être détaillé. Comme pour les autres postes de la comptabilité nationale, les stocks financiers doivent être évalués en valeur de marché : ceci ne pose aucune difficulté pour les sociétés cotées. Pour les sociétés non cotées et autres participations, pour lesquelles aucune valeur de marché n'est par définition disponible, les comptables nationaux de la Banque de France commencent par évaluer les fonds propres comptables[22] à partir des données Ésane. Le même calcul est effectué pour les sociétés cotées, ce qui permet d'évaluer un ratio de capitalisation des sociétés cotées en rapportant leur passif sous forme d'actions (« passif actions ») en valeur de marché à leurs fonds propres comptables. Ce ratio de capitalisation est ensuite appliqué aux fonds propres comptables des sociétés non cotées pour en déduire une estimation de leur passif actions en valeur de marché, moyennant toutefois une décote de 25 % tenant compte du caractère très peu liquide de ces participations.

[22] Fonds propres comptables = résultat de l'exercice + capital social + primes d'émission + écart de réévaluation + réserves légales + réserves statutaires + réserves réglementées + autres réserves + report à nouveau + subventions d'investissement + provisions réglementées

Pour les autres participations, l'estimation du passif retenue par les comptables nationaux de la Banque de France correspond exactement aux fonds propres comptables dans la mesure où les entités concernées sont par nature peu susceptibles de changer de propriétaire : on y trouve notamment des coopératives, des établissements publics à caractère industriel et commercial (Epic), des entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée (EURL), …

III.2.4. Le cas spécifique de la mesure des revenus de la propriété

Compte tenu de la finalité du présent rapport, il convient de préciser ici comment sont décrits et estimés, dans les comptes non financiers, les différentes catégories de revenus de la propriété.

III.2.4.1. Les différentes catégories de revenus de la propriété

La figure III.3 fournit la nomenclature utilisée pour les revenus de la propriété en comptabilités nationale. Sont fournis à titre d'illustration les estimations de flux versés et reçus par les SNF en base 2010 (année 2013).

Figure III.3 : les revenus de la propriété des SNF

Flux de revenus de la propriété des SNF en 2013, en Md€	Reçus	Versés	Solde
D.4 - Revenus de la propriété	**196,5**	**265,0**	**-68,5**
D.41 - Intérêts	38,6	59,6	-21,0
D.42 - Revenus distribués des sociétés	149,7	201,2	-51,6
D.421 - Dividendes	*149,2*	*176,6*	*-27,4*
D.422 - Prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés	*0,4*	*24,6*	*-24,2*
D.43 - Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers	3,8	0,7	3,1
D.44 - Autres revenus d'investissement	4,4	0,0	4,4
D.45 - Loyers	0,0	3,4	-3,4

Source : Insee - Comptes nationaux, base 2010

Les intérêts (D.41) correspondent aux revenus perçus par les agents ayant à leur actif des dépôts (AF.2), titres de créance (AF.3), crédits (AF.4) et autres comptes à recevoir (AF.8). Toutefois, les intérêts comptabilisés dans le poste D.41 correspondent aux intérêts après correction Sifim (*encadré III.2*) et diffèrent donc des versements d'intérêts tels qu'ils sont retracés dans les comptes des entreprises.

Les revenus distribués des sociétés (D.42) comprennent à la fois les dividendes *stricto sensu* (D.421) et les prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés (D.422) : cette dernière sous-catégorie correspond principalement dans les comptes nationaux français aux bénéfices distribués par les sociétés assujetties à l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP).

On parle d'investissement direct étranger (IDE) lorsqu'une société résidente d'un pays A prend une participation significative (au moins 10 %) dans une société résidente d'un pays B. Les bénéfices réalisés par la société résidente du pays B peuvent ou non être distribués en partie ou en totalité à ses actionnaires (dont la société réalisant l'IDE) en fonction notamment de considérations fiscales (différentiels de taux d'imposition des bénéfices entre le pays A et le pays B). En comptabilité nationale on considère que les bénéfices non distribués sont bien perçus mais que la société mère choisit de les réinvestir dans le capital de la société dont elle est actionnaire. Les bénéfices non distribués sont donc traités comme s'ils étaient effectivement reversés aux actionnaires (dans l'opération D.43). Ce flux de revenu imputé dans les comptes non financiers est neutralisé par un flux symétrique dans les comptes financiers correspondant à un apport en capital de la société effectuant l'IDE à la société résidant dans le pays B (sous la forme d'un flux F.5, *encadré III.3*).

Encadré III.2 - Intérêts et services d'intermédiation financière indirectement mesurés (Sifim) en comptabilité nationale

Pour estimer la production des banques en comptabilité nationale, on s'efforce de tenir compte de l'ensemble des services fournis par les établissements bancaires à leur clientèle, que ces services fassent ou non l'objet d'une facturation explicite.

D'une part les banques fournissent à leur clientèle des services de tenue de compte, de mise à disposition de moyens de paiement (chéquiers et cartes de crédit), etc. Ces services font l'objet d'une facturation explicite sous la forme de cotisations annuelles ou de commissions. Les sommes correspondantes sont comptabilisées pour évaluer la production bancaire.

Mais les banques fournissent d'abord un service d'intermédiation financière en permettant que les ressources des agents dégageant une capacité de financement financent les projets d'agents de disposant pas des capitaux nécessaires pour les mener à bien. Ce service d'intermédiation n'est pas explicitement facturé à la clientèle des établissements bancaires : ces derniers se rémunèrent via les marges qu'elles engrangent grâce au différentiel entre les taux des dépôts qu'elles hébergent ou des crédits qu'elles accordent, et le taux auxquels elles se refinancent (taux interbancaire). Ces marges, qui rémunèrent un service et non la simple détention de capitaux, sont enregistrées en production dans les comptes nationaux, sous le terme de services d'intermédiation financière indirectement mesurés.

On peut illustrer la mesure des Sifim de la manière suivante. Supposons qu'un ménage A ait un dépôt de 10 000 € rémunéré au taux de 0,5 % dans une banque, et qu'un ménage B ait emprunté une somme de 20 000 € auprès de la même banque pour rénover son logement, au taux de 3 %. Les seuls flux effectifs observés sont un flux d'intérêt d'une valeur de 600 € de l'agent B vers la banque, et un flux d'intérêt d'une valeur de 50 € de la banque vers l'agent A.

Le traitement en comptabilité nationale est en revanche plus complexe afin de rendre correctement compte de l'activité d'intermédiation des banques. La production (P.1) de Sifim de la banque va être calculée sur la base de la différence entre les taux auxquels la banque prête ou bien rémunère les dépôts et le taux auquel elle se refinance, c'est-à-dire le taux interbancaire que l'on suppose ici égal à 1,5 %. En pratique la production de Sifim sur le dépôt de l'agent A va être de (1,5 % - 0,5 %) * 10 000 = 100, et la production de Sifim sur le crédit consenti à l'agent B va être de (3 % - 1,5 %) * 20 000 = 300. La production totale de Sifim de la banque est de 400 €.

Cette production est consommée par la clientèle de la banque : on comptabilise pour le ménage A une consommation finale (P.3) de Sifim d'un montant de 100 €. Pour l'agent B on comptabilise une consommation intermédiaire (P.2) de 300 € car l'emprunt vise à accroître la production de service de logement (ce serait une consommation finale si l'emprunt finançait l'acquisition d'un bien de consommation). Dans la mesure où ces consommations ne correspondent pas à des flux réels, elles ont une contrepartie dans les flux d'intérêt : les intérêts reçus par le ménage A correspondent au flux effectif (50 €) majoré de la consommation de Sifim (100 €), soit 150 €, et les intérêts versés par l'agent B correspondent au flux effectif (600 €) diminué de la consommation de Sifim (300 €), soit 300 €. Ce traitement revient *in fine* à considérer que les intérêts versés ou reçus par les agents sont calculés sur la base du taux interbancaire et que la différence avec les taux effectivement pratiqués par la banque correspond à un achat de service d'intermédiation financière par la clientèle des banques.

Sociétés financières

Ressources		Emplois	
P.1	400		
D.41	300	D.41	150

Ménages

Ressources		Emplois	
		P.2	300
D.41	150	D.41	300
		P.3	100

Encadré III.3 - L'enregistrement des dividendes dans les comptes IFRS des groupes et en comptabilité nationale

Cet encadré illustre par un exemple fictif simple la façon dont sont enregistrés en comptabilité d'entreprise et en comptabilité nationale les flux de dividendes et de bénéfices réinvestis dans le cas d'un groupe multinational.

Soit une tête de groupe français A ayant deux filiales détenues à 100 % : une entreprise française B et une entreprise C localisée dans un pays émergent. On suppose que la filiale B dégage un excédent brut d'exploitation (B.2G) de 80 qu'elle reverse intégralement sous forme de dividendes à la tête de groupe. La filiale C réalise un bénéfice de 200 mais elle ne reverse qu'un dividende de 70 à la tête de groupe. La tête de groupe reverse l'intégralité des dividendes qu'elle perçoit (soit 150) à ses actionnaires, lesquels sont constitués pour 2/3 de résidents étrangers et pour 1/3 de ménages français.

Dans les comptes consolidés IFRS du groupe, apparaîtra un bénéfice total de 280, et un versement total de dividendes de 150 (il n'apparaît pas de dividendes reçus dans les comptes consolidés).

En comptabilité nationale, le versement de dividendes par la filiale B pour un montant de 80 est comptabilisé comme un flux de dividendes (D.421) interne au secteur des sociétés non financières. Le versement de dividendes de 70 par la filiale C est comptabilisé comme un flux de dividendes (D.421) du reste du monde vers le secteur des SNF. En outre, on impute un flux de bénéfices réinvestis (D.43) du reste du monde vers les SNF d'un montant égal à la différence entre le bénéfice de la filiale et le versement effectif de dividendes, soit 130. Enfin, le versement de dividendes d'un montant de 150 par la tête de groupe est comptabilisé comme un flux de dividendes (D.421) du secteur des SNF vers à la fois le reste du monde (pour un montant de 100) et les ménages (pour un montant de 50). Dans les comptes financiers, on enregistre des flux d'actifs ou passifs correspondant à des dépôts (F.2) ou à des participations en actions (F.5). Le schéma suivant recense l'ensemble des écritures correspondantes.

En comptabilité nationale, les dividendes bruts reçus par les SNF s'établissent donc à 150, les dividendes bruts versés à 230, et les dividendes nets versés à 80 : ils retracent uniquement le bénéfice réalisé sur le territoire national, contrairement au dividende total de 150 versé par la tête de groupe.

SNF

Ressources		Emplois	
B,2G	80		
D.421	150	D.421	230
D.43	130		
Variations d'actifs		**Variations de passiffs**	
F.5	130		

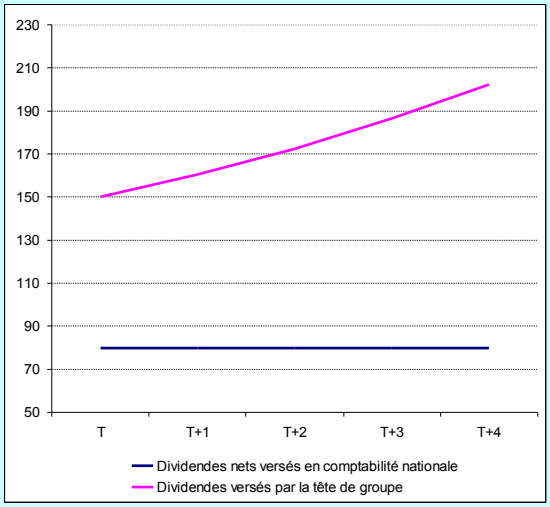
Ménages

Ressources		Emplois	
D.421	50		
Variations d'actifs		**Variations de passiffs**	
F.2	50		

Reste du monde

Ressources		Emplois	
D.421	100	D.421	70
		D.43	130
Variations d'actifs		**Variations de passiffs**	
F.2	30	F.5	130

Supposons en outre que le résultat net stagne en France et qu'il croisse en revanche de 15 % par an dans l'économie émergente. Une forte divergence apparaît alors entre les dividendes versés par la tête de groupe et les dividendes nets versés en comptabilité nationale, non seulement en niveau mais aussi en évolution (graphique). La croissance du dividende versé par la tête de groupe est en effet tirée par le dynamisme de l'économie émergente, que la comptabilité nationale n'a pas vocation à retracer.



Les autres revenus d'investissement (D.44) comprennent à la fois les revenus d'investissement attribués aux assurés (D.441), principalement aux détenteurs de contrats d'assurance-vie, les revenus d'investissement à payer sur des droits à pension (D.442), négligeables dans le cas français, et les revenus d'investissement attribués aux détenteurs de parts de fonds d'investissement (D.443). Ce dernier poste (D.443) recouvre différents types de revenus, assimilables soit à des intérêts soit à des dividendes, selon que les fonds sont investis en obligations ou en actions. De ce fait, les catégories de la comptabilité nationale ne permettent pas de repérer l'ensemble des flux de dividendes (i.e. les dividendes portent sur des actions détenues en direct ou via des parts de fonds d'investissement).

Enfin, les « loyers » (D.45) correspondent seulement aux sommes versées en échange de la mise à disposition d'actifs naturels, principalement des terrains nus et des gisements. Les sommes en jeu sont assez faibles. Cette appellation est donc trompeuse : elle exclut la location de biens, notamment immobiliers, traitée comme une consommation (intermédiaire ou finale) de services.

III.2.4.2. Les sources mobilisées pour évaluer les revenus de la propriété, en particulier pour la détermination des niveaux des années de base 2009 et 2010

Les principales sources mobilisées pour mesurer les niveaux sur les années de base (2009 et 2010) sont les suivantes :

- les comptables 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 : intérêts (avant correction Sifim), dividendes (lorsqu'ils sont versés ou reçus par une société financière), revenus attribués aux détenteurs de contrats d'assurance, revenus attribués aux détenteurs de fonds d'investissement (de type organismes de placement collectif – OPC) ;
- les estimations portant sur les flux de revenus de la propriété avec le reste du monde (notamment les bénéfices réinvestis d'IDE – D.43) sont fournies par la Balance des paiements (Banque de France) ;
- l'estimation des dividendes reçus ou versés par les SNF mobilise la source Ésane.

Il convient de s'attarder sur le dernier cas. Les données comptables permettent de bien identifier dans les données comptables établies aux normes PCG les dividendes versés par les entreprises. La situation est en revanche beaucoup moins favorable pour les dividendes reçus par les entreprises car les postes du PCG correspondant aux revenus de la propriété reçus sont les suivants :

- « produits financiers de participations » ;
- « produits des autres valeurs mobilières et créances de l'actif immobilisé » ;
- « autres intérêts et produits assimilés ».

Les dividendes reçus sont susceptibles de se retrouver dans les deux premières catégories, mais ces deux catégories contiennent d'autres produits que les dividendes : estimer les dividendes en faisant simplement la somme de ces deux postes conduirait à les surestimer significativement.

Concrètement, pour l'estimation des niveaux des années 2009 et 2010, ont donc été mobilisées dans les données Ésane l'information sur le total de ces 3 catégories de revenus d'investissement : ce total est utilisé comme un *proxy* du total intérêts (D.41 avant correction Sifim) + dividendes (D.421) + revenus des détenteurs de parts de fonds d'investissement (D.443). En utilisant l'ensemble des données disponibles, on peut alors construire un tableau (*figure III.4*) retraçant les flux de revenus portant sur ce total D.41 avant correction des Sifim + D.421 + D.443 entre les grands secteurs institutionnels, en soldant sur les ménages purs (i.e. hors entrepreneurs individuels), pour lesquels l'information est fruste, afin d'assurer l'équilibre du compte. La *figure III.4* retrace les soldes de revenus spontanément obtenus en utilisant de la sorte les données sources mobilisées pour estimer l'année 2009 lors de l'élaboration de la base 2010, en les comparant aux données de la base 2005 pour cette même année 2009.

Figure III.4 : Construction des revenus de la propriété en base 2010

Solde (reçu - versé) des revenus D.41 (avant correction Sifim) + D.421 + D.443, année 2009, en Md€	Base 2005	Données sources utilisées pour la base 2010	Écart Données sources / Base 2005
SNF	-99,4	-53,3	46,1
SF	114,5	115,1	0,6
APU	-34,2	-34,5	-0,3
Entrepreneurs individuels	-3,9	-3,9	0,1
Ménages purs	33,5	-21,0	-54,5
ISBLSM	0,5	0,5	0,0
Reste du monde	-10,9	-2,9	8,1
Total	**0,0**	**0,0**	**0,0**

Source : Insee. La 3ème colonne fournit les soldes spontanément obtenus en mobilisant les sources disponibles relatives aux différents secteurs institutionnels (Ésane pour les SNF, la balance des paiements pour le reste du monde, etc.) et en soldant sur les ménages purs (en orangé) pour lesquels les informations sont très parcellaires.

Cette estimation spontanée suggérait de très fortes révisions sur 2009 du solde (reçus - versés) de ces revenus de la propriété pour deux secteurs : les SNF (à la hausse de près de 50 Md€) et les ménages purs (à la baisse d'un peu plus de 50 Md€). En pratique cette estimation spontanée semblait invraisemblable pour les ménages purs. Compte tenu des informations disponibles sur les intérêts (D.41 avant correction Sifim) et des revenus attribués aux détenteurs de parts de fonds d'investissement (D.443), le chiffre de -21 Md€ obtenu par solde sur les ménages pour le total D.41 avant correction Sifim + D.42 + D.43 impliquait en effet que les ménages purs aient un solde (reçu - versé) de dividendes (D.421) négatif. Or les ménages purs par définition ne distribuent pas de tels revenus. Les estimations spontanées de la *figure III.4* ont donc dû être arbitrées pour préserver la cohérence économique des comptes.

III.2.4.3. Les arbitrages effectués en niveau en base 2010

Le constat que la confrontation des sources disponibles sur les soldes d'intérêts (avant correction Sifim), les bénéfices distribués et les revenus d'investissement aboutissait à une invraisemblance si l'on soldait sur les ménages, a obligé à réaliser des arbitrages lors de la base 2010. Faute d'information directement mobilisable sur les dividendes reçus par les ménages, ces arbitrages sont fragiles.

Schématiquement, pour l'estimation des niveaux des années de base 2009 et 2010, le choix a été fait par les comptables nationaux de revoir le partage entre SNF et ménages en :

- retenant le sens de la révision suggérée par l'analyse des sources, à savoir réviser en baisse le solde (reçu - versé) pour les ménages et en hausse pour les SNF ;
- ne retenant toutefois qu'une révision de plus faible ampleur que celle suggérée par les données sources, de manière à limiter la révision du taux d'épargne des ménages.

In fine, si l'on s'en tient à l'agrégat intérêts (avant correction Sifim) + bénéfices distribués + revenus d'investissement, la révision est de « seulement » 16 Md€ à la baisse pour les ménages purs et 8 Md€ à la hausse pour les SNF (*figure III.5*).

Figure III.5 : Construction des revenus de la propriété en base 2010

Solde (reçu - versé) des revenus D.41 (avant correction Sifim) + D.421 + D.443, année 2009, en Md€	Base 2005	Données sources	Base 2010	Écart Base 2010 / Base 2005
SNF	-99,4	-53,3	-91,6	7,9
SF	114,5	115,1	115,1	0,6
APU	-34,2	-34,5	-34,5	-0,3
Entrepreneurs individuels	-3,9	-3,9	-3,9	0,1
Ménages purs	33,5	-21,0	17,2	-16,3
ISBLSM	0,5	0,5	0,5	0,0
Reste du monde	-10,9	-2,9	-2,9	8,1
Total	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**

Source : Insee. Par rapport à la figure III.4, cette figure précise les montants retenus en base 2010. Les montants en orangé correspondent aux données arbitrées de manière à limiter les révisions

III.2.4.4. Les révisions des dividendes en variation sur la période récente

Les révisions opérées sur le solde des dividendes versés par les SNF lors du passage à la base 2010 (*Annexe 4*) n'affectent toutefois pas que les niveaux : à titre d'exemple, les évolutions sur les années postérieures aux années de base, à savoir 2011 et 2012, ont été fortement révisées lors de la publication de la base 2010. Alors que le solde des dividendes versés par les SNF affichait en base 2005 un fort rebond en 2011 puis 2012 (retrouvant son niveau d'avant-crise après la chute de 2010), le solde des dividendes versés par les SNF continue de diminuer sur les dernières années en base 2010.

L'explication de ces révisions renvoie (a) aux contraintes calendaires inhérentes à l'élaboration des comptes nationaux et (b) à la nécessité d'une approche estimative, spécifiquement sur les dividendes, lors des premières versions des comptes annuels. Les paragraphes qui suivent explicitent les révisions intervenues sur les estimations en évolution concernant les dividendes aussi bien en balance des paiements que dans les comptes nationaux. **Il convient de préciser à cet égard que les révisions sont inhérentes à tout processus de production statistique de ce type** : les statisticiens de l'Insee comme ceux de la balance des paiements sont soumis à des obligations (notamment du fait de la réglementation européenne) de publication très peu de temps après la fin des périodes de référence (année ou trimestre), alors même que les données disponibles sont très parcellaires. Il en découle mécaniquement des révisions d'une ampleur parfois forte.

(a) les contraintes calendaires inhérentes à l'élaboration des comptes nationaux

Schématiquement, pour l'élaboration des comptes nationaux publiés en mai d'une année N, on dispose des données suivantes sur les revenus de la propriété :

- sur le champ des SNF, des données Ésane pour l'année N-3 (compte définitif). Les données Ésane sur les revenus de la propriété sont disponibles trop tardivement pour être utilisées dans l'estimation de l'année N-2 ;
- sur le champ des sociétés financières, d'estimations de la Banque de France pour les années N-3, N-2 et N-1 ;
- sur le champ des administrations publiques, on dispose de données pour les années N-3, N-2 et N-1 ;
- sur les ménages, de données statistiques d'impôt sur le revenu pour les revenus perçus l'année N-3 (et donc imposés l'année N-2) ;
- sur le reste du monde, des estimations du rapport annuel relatif à l'année N-2 publié en juin N+1 par la balance des paiements (BdP).

On constate notamment que la prise en compte des données des rapports annuels de la BdP dans les données publiées par les comptables nationaux intervient 11 mois après la publication du rapport annuel. Cet écart tient aux échéances de production respectives des comptables nationaux et des statisticiens de la Balance des paiements.

Par exemple, le compte semi-définitif de l'année N-2, s'il est publié en mai de l'année N, doit être finalisé dès la mi-février de l'année N+2 (pour permettre le lancement de la confection du compte provisoire N-1). Or les statisticiens de la BdP continuent d'intégrer des données relatives à l'année N-2 (qu'ils publieront en juin de l'année N) jusqu'en mars-avril de l'année N. Lorsque les estimations de la balance des paiements sont finalisées, il est donc trop tard pour en tenir compte dans l'établissement des données des comptes nationaux publiées courant mai.

Il serait évidemment souhaitable dans l'absolu de réduire ce délai mais cela s'avère problématique. Il faudrait :

- soit retarder la publication des comptes annuels mais cela entraînerait, outre une publication plus tardive de données fiables sur d'autres aspects des comptes (comme la fiche de PIB), des reports en cascade sur les utilisateurs « institutionnels » des comptes (notamment les services du Ministère des finances qui calent leurs scénarios de croissance économique et de finances publiques sur les données publiées par les comptables nationaux) ;
- soit avancer la date à laquelle les estimations de la BdP sont figées, en arrêtant les chiffres sur des données d'enquête moins complètes, mais cela entraînerait des révisions supplémentaires lors de la parution du rapport annuel suivant en juin N+1.

(b) la nécessité d'une approche estimative pour les dividendes en campagne courante

En base 2005, puis en base 2010 pour estimer le compte définitif de l'année 2011, l'estimation des dividendes s'est faite schématiquement de la manière suivante :

- les données fournies par la Banque de France sur les sociétés financières, la BdP sur le reste du monde, la DGFiP sur les administrations publiques ont été intégrées telles quelles, sans correction ;
- l'hypothèse a été faite que les dividendes reçus par les ménages évoluaient au même rythme (en %) que les dividendes reçus par les sociétés financières et les administrations publiques ;
- l'évolution du solde des dividendes versés par les SNF a été calculée par solde.

Dans cette mécanique, toute révision du solde des dividendes versés par le reste du monde en balance des paiements se répercute donc intégralement sur le solde des dividendes versés par les SNF.

Ainsi, lors de la publication du rapport annuel 2012 de la balance des paiements (en juin 2013), une révision à la hausse de près de 13 Md€ du solde des dividendes reçus du reste du monde sur l'année 2011 (*Annexe 5*). Cette révision provenait notamment d'une modification du comportement habituel des entreprises dans leur décision de partage entre dividendes et bénéfices réinvestis. Cette révision, prise en compte uniquement dans les comptes nationaux en base 2010 publiés en mai 2014, est à l'origine de la révision à la baisse de 11,5 Md€ de l'évolution du solde des dividendes versés par les SNF entre 2010 et 2011 (cette évolution était en effet de +9,8 Md€ dans les comptes publiés en mai 2013, contre -1,7 Md€ dans les comptes publiés en mai 2014).

Pour la campagne courante, il est également nécessaire d'estimer la part des bénéfices réinvestis. Cette estimation soulève des difficultés car il s'agit d'anticiper sur les décisions d'affectation des résultats prises par les assemblées générales d'actionnaires, qui obéissent à des considérations *ad hoc*. Les différences sont significatives entre la première version annuelle estimée et la version suivante de la balance des paiements, fondée sur des données de collecte. Elles sont d'ampleur beaucoup plus réduite entre la seconde version annuelle et les suivantes (*annexe*).

Il est utile à ce stade de détailler les sources d'estimation des flux de dividendes (D.421) et de bénéfices réinvestis d'IDE (D.43) en balance des paiements.

Lors de la publication du rapport annuel de la BdP en juin de l'année N, les statisticiens de la balance des paiements ne disposent que d'une information très partielle sur les dividendes versés à leurs actionnaires au cours de l'année N-1 par des sociétés ayant fait l'objet d'IDE, et plus incomplète encore sur les bénéfices réinvestis : ceux-ci, qui correspondent à la part des résultats opérationnels des entreprises investies revenant à la maison mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison mère au cours du même exercice, ne peuvent être évalués de manière fiable qu'une fois que les maisons mères ont publié leurs comptes pour l'année N-1 et communiqué les résultats de leurs filiales et participations étrangères. En pratique, les statisticiens de la balance des paiements ne disposent de données fiables qu'au 1er trimestre de l'année N+1.

Les révisions opérées par la balance des paiements sur la part des dividendes qui sont réinvestis au lieu d'être effectivement distribués se répercutent mécaniquement sur l'estimation des flux de dividendes (i.e. effectivement distribués) avec le reste du monde estimés par la balance des paiements.

III.2.4.5. Des pistes d'amélioration pour estimer l'évolution des dividendes versés par les SNF

Attendre le compte définitif pour se caler sur les données de la Balance des paiements

Compte tenu de ce qui précède, le processus d'estimation des dividendes en comptabilité nationale au compte semi-définitif pourrait être amendé, de manière à ne retenir que l'information portant sur le total des flux de dividendes et bénéfices réinvestis avec le reste du monde, sans nécessairement se caler précisément sur le partage entre dividendes et bénéfices réinvestis d'IDE retenu par la BdP (susceptible d'être sensiblement révisé).

Peut-être même serait-il préférable que lors de l'élaboration du compte semi-définitif, les comptables nationaux n'intègrent pas les dernières informations émanant de la Balance des paiements, dans la mesure où celles-ci ont vocation à être révisées – parfois très significativement – lors du rapport annuel rendu public 1 mois et demi seulement après la publication annuelle des comptes nationaux. Cela éviterait d'apporter au compte semi-définitif des révisions importantes susceptibles d'être contredites très rapidement par une nouvelle estimation de la Balance des paiements. Les révisions se concentreraient alors sur le compte définitif, où les comptables nationaux se caleraient réellement

sur les données de la BdP. Une telle approche a ainsi été adoptée pour l'élaboration du compte semi-définitif 2013, publié le 13 mai 2015.

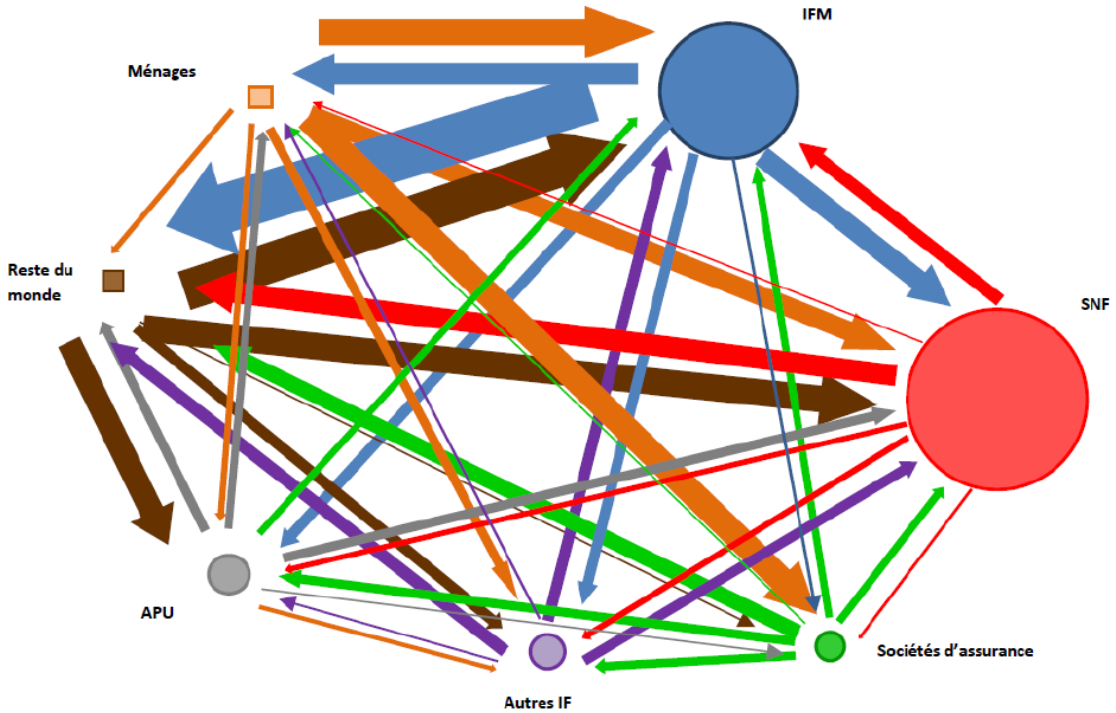
Mieux mobiliser l'ensemble des sources disponibles pour éviter que toutes les erreurs de mesure se reportent par solde sur les dividendes versés par les SNF

Une autre piste, pour l'estimation du compte définitif cette fois, serait de ne pas solder intégralement le compte sur le solde des dividendes versés par les SNF comme cela a été fait jusqu'à présent alors même que l'estimation de l'évolution des dividendes reçus par les ménages reste assez fragile. Dans cette optique, il paraît envisageable :

- d'une part, de davantage mobiliser l'information disponible *via* les statistiques sur les déclarations fiscales à l'IRPP voire sur la CSG collectée sur les revenus du patrimoine pour estimer l'évolution des dividendes perçus par les ménages (cf. annexe pour une présentation des données disponibles *via* les déclarations fiscales des particuliers) ;
- d'autre part, d'évaluer conjointement les soldes de dividendes reçus par les ménages et versés par les SNF au vu des estimations d'encours fournies par les comptes financiers, en s'assurant que les rendements implicites qui en découlent ne soient pas exagérément divergents.

L'enrichissement des publications de la Banque de France avec la mise à disposition à compter de 2015 de données de « qui-à-qui » devrait de ce point de vue faciliter la tâche des comptables nationaux. Jusqu'à présent étaient disponibles, pour chaque secteur institutionnel (par exemple les SNF) et pour chaque catégorie d'actifs (par exemple les actions) le montant total inscrit à l'actif (actions totales détenues par les SNF) comme au passif (actions totales émises par les SNF) du bilan. Disposer de données en « qui-à-qui » permettra d'identifier au sein des actions détenues (resp. émises) par les SNF celles qui correspondent à des actions émises (resp. détenues) par des sociétés financières, des ménages, le reste du monde, etc. La figure III.6 illustre l'apport des « qui-à-qui » en présentant via un système de flèches de taille proportionnée aux encours, les positions nettes (toutes catégories d'actifs confondus) des différents secteurs institutionnels les uns envers les autres.

Figure III.6 : Encours d'actifs en « qui-à-qui », en 2013 (toutes classes d'actifs financiers confondues)



Source : Banque de France - Comptes nationaux financiers, base 2010

Note de lecture : l'épaisseur des flèches est proportionnée à la taille des encours. Les flèches orangées désignent par exemple les détentions d'actifs des ménages vis-à-vis des autres secteurs institutionnels : les plus épaisses correspondent aux flèches pointant vers les IFM et les sociétés d'assurances, suivies de la flèche pointant vers les SNF. Ceci signifie que les deux premiers postes de détention d'actifs des ménages correspondent aux actifs détenus sur les institutions financières et monétaires (dépôts bancaires principalement) et les sociétés d'assurances (contrats d'assurance-vie principalement), suivis des actifs détenus sur des sociétés non financières (encours d'actions et assimilées, principalement). À chaque secteur autre que les ménages et le reste du monde on fait également correspondre un disque dont l'aire est proportionnée aux détentions d'actifs vis-à-vis d'unités appartenant au même secteur.

Le fait de disposer d'encours en « qui-à-qui » pour tous les secteurs institutionnels et toutes les classes d'actifs (notamment les actions) devrait permettre de guider les estimations de flux de dividendes (reçus et versés) pour les différents secteurs institutionnels de manière à ce qu'elles soient le plus proches de la réalité économique, moyennant des hypothèses de relative homogénéité des rendements des actions émises par un secteur institutionnel, quel que soit le secteur institutionnel détenteur. La mobilisation de ces données devrait donc permettre de disposer *in fine* d'estimation des flux de dividendes pour les SNF beaucoup plus robustes que ce n'est le cas actuellement.

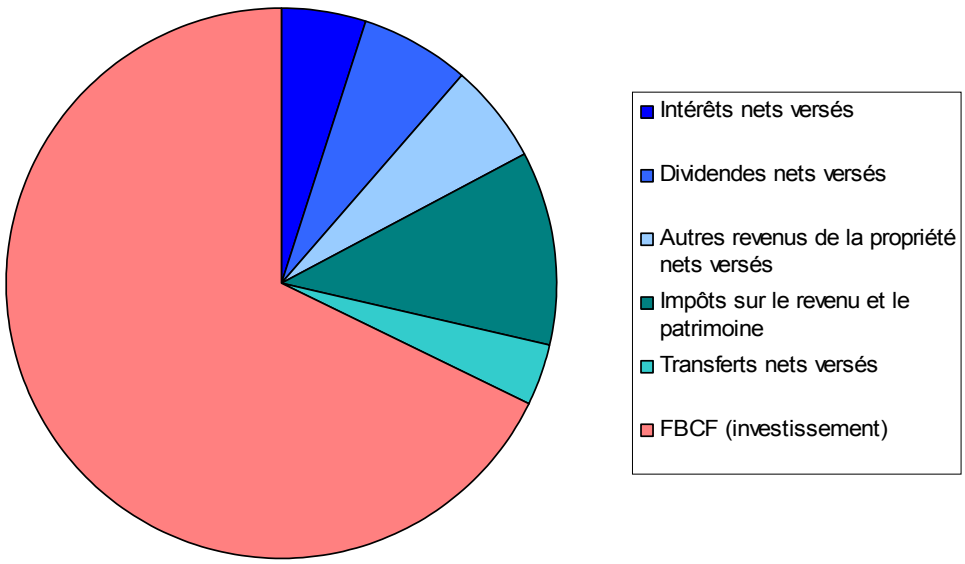
III.3. Les indicateurs mobilisables pour éclairer la question du coût du capital

Divers indicateurs peuvent être construits à partir des données de comptabilité nationale pour éclairer la question du coût du capital.

Dans cette partie sont présentés différents indicateurs immédiatement calculables comme le rapport entre deux grandeurs de comptabilité nationale (ex : taux de marge, ratio dividendes versés / EBE…). Sont également présentés dans la dernière sous-section des indicateurs issus des « comptes de surplus ». Les comptes de surplus proposent une approche plus économique visant à analyser la répartition du surplus économique entre les différentes catégories d'agents : cette approche plus complexe requiert un travail plus poussé mobilisant un assez grand nombre d'indicateurs élémentaires.

Avant d'entrer dans le détail des indicateurs considérés, il est utile de disposer de données empiriques montrant comment, en comptabilité nationale, l'EBE des SNF (315,8 Md€ en 2014) se partage entre rémunération des créanciers et actionnaires, impôts, investissement, etc. En pratique, toutefois, les SNF enregistrent un besoin de financement notable (50,5 Md€ en 2014) qui aboutit spontanément à ce que la somme des « utilisations » de l'EBE (entre revenus de la propriété, impôts, investissement, etc.) soit supérieure à l'EBE. On choisit donc dans la *figure III.7* de montrer plutôt comment se partage l'EBE augmenté du besoin de financement des SNF, soit 366,3 Md€ en 2014.

Figure III.7 - Répartition par emplois des ressources à la disposition des entreprises une fois les rémunérations salariales versées (366,3 Md€ en 2014)



Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

Avec cette convention de présentation, les 366,3 Md€ se partagent de la manière suivante :

- un peu moins de 20 % sert à rémunérer les créanciers et actionnaires (la catégorie des « autres revenus de la propriété nets versés » correspond pour l'essentiel aux bénéfices des sociétés assujetties à l'IRPP) ;
- environ 13 % aux impôts et transferts nets versés (l'IS représente la part la plus importante de cet ensemble) ;
- près de 68 % pour le financement de l'investissement.

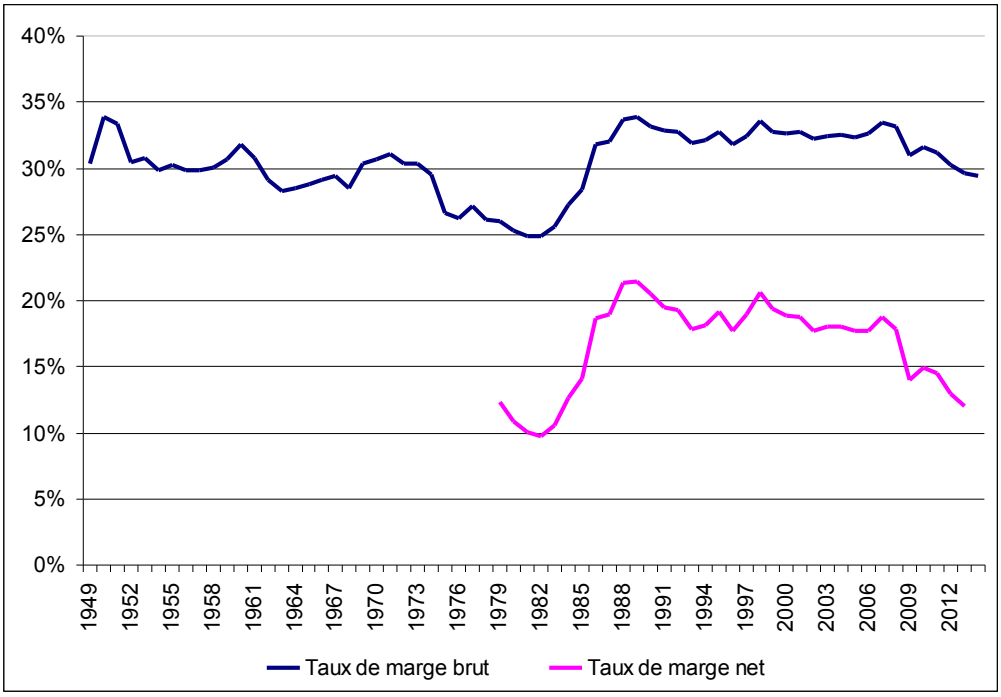
III.3.1. Le taux de marge

Le taux de marge (rapport entre l'excédent d'exploitation et la valeur ajoutée) est un indicateur très global de profitabilité des SNF. Il peut être mobilisé pour analyser la question cruciale de l'évolution du partage de la valeur ajoutée entre rémunération du travail et du capital. En revanche, il ne fournit pas d'éclairage quant à la façon dont la part qui va à la rémunération du capital se répartit entre rémunération des actionnaires, charge de la dette, impôt sur les sociétés, financement des investissements…

Le taux de marge peut en outre être calculé soit aux prix de base, soit aux coûts des facteurs. La valeur ajoutée aux prix de base intègre en effet les impôts nets des subventions sur la production, ce qui n'est pas le cas de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs. De la sorte, la somme des rémunérations des salariés et de l'excédent d'exploitation est strictement égale à la valeur ajoutée lorsque l'on raisonne aux coûts des facteurs, alors que ce n'est pas le cas aux prix de base. En pratique taux de marge aux prix de base et aux coûts des facteurs sont toutefois numériquement très proches.

Le taux de marge peut par ailleurs être calculé brut ou net de consommation de capital fixe (CCF). Le taux de marge habituellement diffusé par l'Insee est calculé brut, en rapportant donc l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée brute. Le taux de marge net est obtenu en rapportant l'excédent net d'exploitation (ENE) à la valeur ajoutée nette. Rappelons que la CCF en comptabilité nationale s'apparente à la notion d'amortissement en comptabilité d'entreprises. L'ENE correspond donc à ce qui reste de l'excédent d'exploitation une fois déduits les investissements nécessaires pour compenser l'usure et l'obsolescence du capital survenues au cours de l'exercice comptable. Le taux de marge net des SNF est structurellement inférieur au taux de marge brut, d'une quinzaine de points pour la France. Qui plus est, son caractère procyclique est plus accentué (*figure III.8*).

Figure III.8 : taux de marge des SNF



Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

On observe que le partage de la valeur ajoutée des SNF a connu plusieurs phases bien distinctes : relativement stable autour de 30 % au cours des années 1950 et 1960, il a brutalement chuté au cours

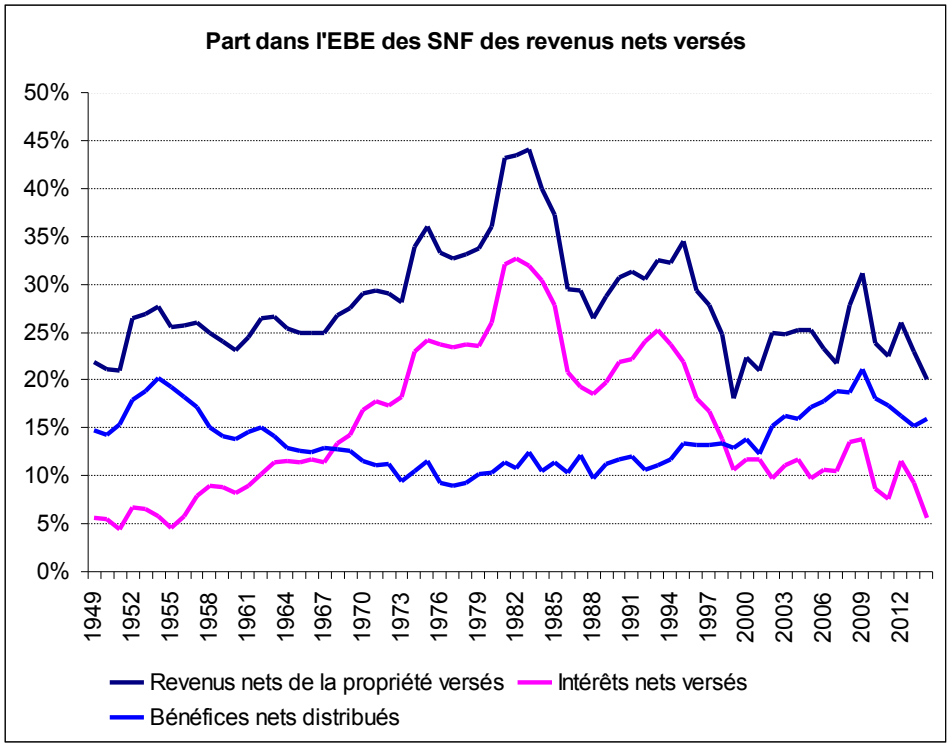
des années 1970 pour atteindre 25 % au début des années 1980, avant de connaître une remontée très rapide entre 1983 et 1990 pour se stabiliser ensuite à un niveau proche de 33 % jusqu'en 2008 (avec toutefois une tendance à la baisse pour ce qui concerne le taux de marge net). Il enregistre un net recul à partir de la récession de 2008-2009 : il s'établit à environ 30 % en 2014.

À noter que le taux de marge peut être calculé aussi bien par secteur institutionnel – ici les SNF – que par branche puisque les comptes d'exploitation des branches sont publiés par l'Insee. L'analyse complications d'ordre méthodologique du fait de la présence de non-salariés dans les branches (les comptes des branches décrivent en effet toute l'activité économique dans une branche homogène d'activité donnée, que le travail soit fourni par des salariés ou des non-salariés). La question du partage de leur revenu d'exploitation – appelé revenu mixte en comptabilité nationale car il rémunère aussi bien le travail des indépendants que le capital professionnel qu'ils mobilisent pour leur activité – entre rémunération du capital et du travail est alors nécessaire pour que le taux de marge obtenu ait un sens économique. Ce partage est toutefois pour partie conventionnel et, selon les choix retenus (par exemple, imputer aux non-salariés une rémunération du travail moyenne égale à la rémunération salariale moyenne observée dans l'ensemble de l'économie, ou bien imputer aux non-salariés d'une branche donnée la rémunération salariale moyenne dans cette branche), le niveau comme l'évolution du taux de marge ne seront pas les mêmes. Pour pallier cette difficulté, les économistes utilisent généralement plutôt le taux de marge des SNF qui ne soulève pas le même genre de difficultés puisque, dans les comptes nationaux français, les comptes des non-salariés sont entièrement intégrés au secteur institutionnel des ménages.

III.3.2. La part des revenus de la propriété dans l'EBE

Les SNF perçoivent et versent des revenus de la propriété : le solde – en l'occurrence les revenus nets de la propriété versés car les SNF versent structurellement plus de revenus de la propriété qu'elles n'en perçoivent – peut être rapporté à l'EBE pour illustrer quelle part de l'EBE sert à rémunérer le capital mis à disposition des entreprises sous la forme de prêts comme de souscription d'actions (*figure III.9*). Les deux composantes les plus importantes dans les revenus nets de la propriété versés par les SNF sont donc les intérêts (D.41, après correction Sifim) et les distributions de bénéfices (D.42)[23].

Figure III.9



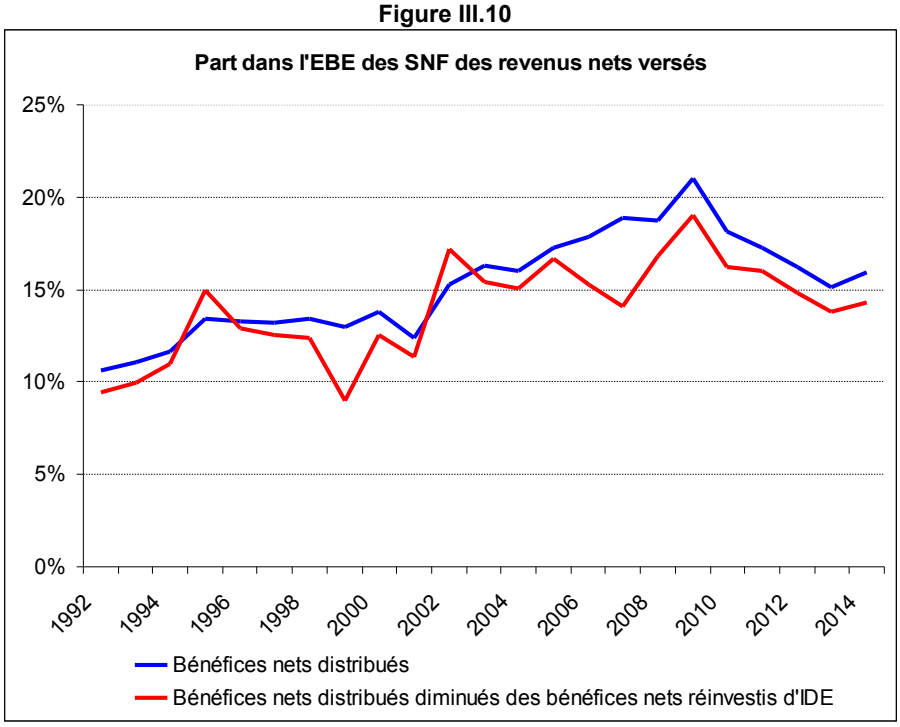
Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

[23] Dans cette partie on privilégie des indicateurs construits sur le total des bénéfices distribués (D.42) et pas sur les seuls dividendes (D.421) car très peu de pays – et en particulier aucun des grands pays de l'UE hormis la France – transmettent à Eurostat la décomposition des bénéfices distribués entre dividendes et prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés.

Exprimés en part de l'EBE, les revenus nets de la propriété versés par les SNF connaissent des fluctuations importantes : entre 20 % et 45 % selon les périodes considérées. Une grande part de ces fluctuations est imputable aux mouvements de taux d'intérêt : ce ratio est ainsi maximal en 1983 lorsque les taux d'intérêt ont été amenés à des niveaux records pour faire reculer l'inflation. Sur les dernières années, la part globale des revenus de la propriété nets versés par les SNF dans leur EBE est toutefois relativement stable – à l'exception de l'année 2009 où l'EBE connaît une contraction exceptionnelle. En revanche, les évolutions divergent fortement entre les intérêts nets versés (du fait d'abord des mouvements des taux) et les bénéfices nets distribués, dont la part dans l'EBE passe de 13 % en 2000 à près de 20 % lors de la crise, avant de refluer un peu sur les dernières années.

Pour l'analyse des bénéfices distribués, il peut être judicieux de tenir compte également des flux de bénéfices réinvestis d'IDE comptabilisés dans le compte des SNF, qui ont beaucoup progressé au cours des années 2000 du fait de l'internationalisation croissante des grands groupes français. Les deux courbes ont toutefois des évolutions proches notamment sur la fin de période (*figure III.10*).

Figure III.10

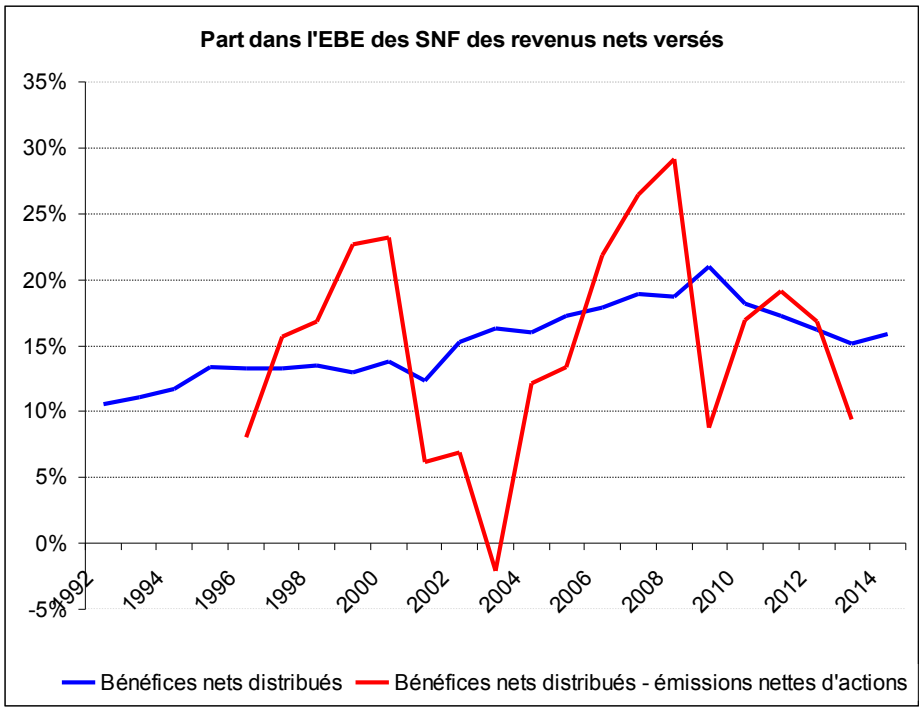


Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

On peut également tenir compte du fait que la politique de rémunération des actionnaires peut prendre des formes diverses : versement de dividendes bien sûr, mais aussi rachats d'action qui gonflent la valeur des titres détenus par les actionnaires. Pour illustrer d'éventuels phénomènes de ce genre, on peut s'intéresser aux bénéfices distribués minorés des émissions nettes d'actions. La *figure III.11* montre les évolutions des ratios bénéfices nets distribués / EBE d'une part, bénéfices nets distribués minorés des émissions nettes d'actions[24] / EBE d'autre part. Ce second indicateur est assez erratique et ne présente aucune tendance claire sur les quinze dernières années.

[24] Les comptes financiers fournissent des estimations des stocks mais aussi de flux annuels d'actifs et passifs pour les différents postes de la nomenclature d'actifs. Pour évaluer le montant des émissions nettes d'actions on utilise ici le flux annuel de passifs F.5.

Figure III.11

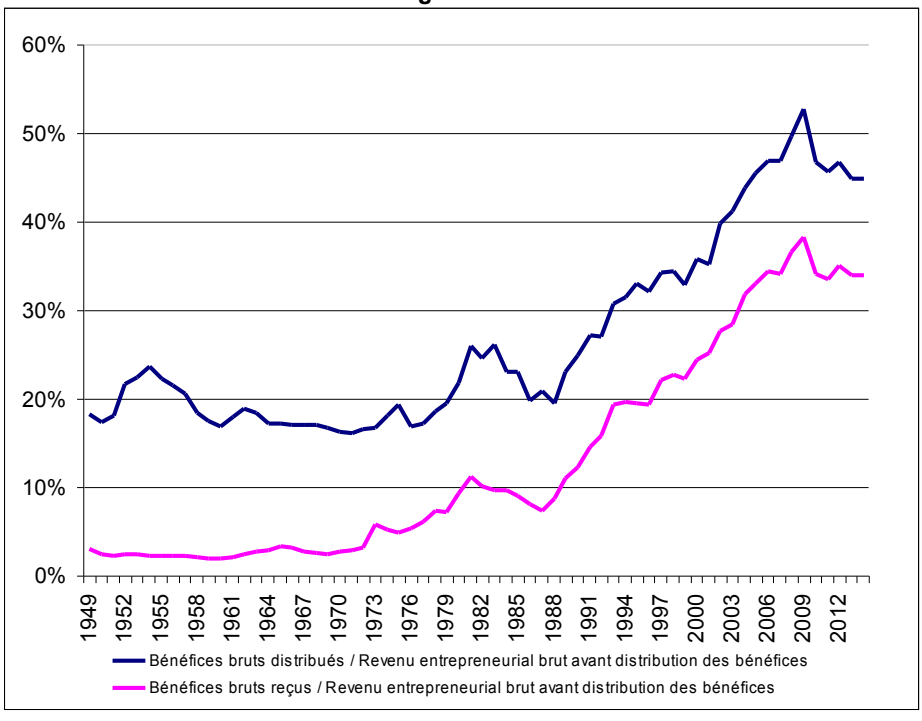


Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

III.3.3. La part des bénéfices distribués dans le revenu avant distribution des bénéfices

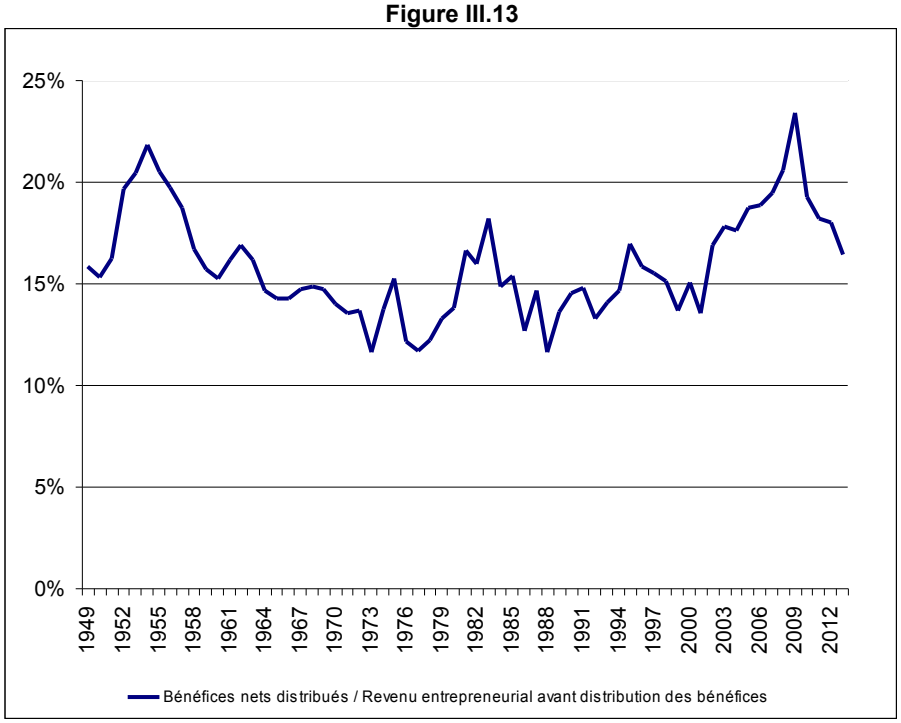
On peut calculer en comptabilité nationale un revenu des SNF avant distribution des bénéfices, égal à l'EBE majoré de l'ensemble des revenus de la propriété perçus, et minorés des revenus de la propriété versés hors bénéfices distribués. On peut rapporter à ce revenu les bénéfices bruts distribués par les SNF. On constate que ce ratio, proche de 20 % jusqu'à la fin des années 1980, a ensuite augmenté très fortement et de manière régulière jusqu'à la crise de 2008-2009 : il est aujourd'hui proche de 45 % (*figure III.12*).

Figure III.12



Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

Figure III.13



Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

Tel quel, ce résultat semble suggérer que les entreprises ont consacré une part croissante de leurs bénéfices à la rémunération de leurs actionnaires. La réalité est probablement plus complexe car les données considérées ne sont pas consolidées. Or la part des distributions de bénéfices (i.e. bénéfices reçus de sociétés dont elles sont actionnaires) dans le revenu des SNF avant distribution des bénéfices a augmenté au même rythme. Il semble donc que le phénomène observé traduise d'abord une forte croissance des flux de dividendes entre entreprises. Il serait utile de déterminer si cette croissance reflète une augmentation structurelle du poids des relations financières entre entreprises ou un simple gonflement comptable des flux de dividendes entre unités légales appartenant à un même groupe. Dans le doute, il est utile de compléter les courbes de la *figure III.12* en privilégiant plutôt les bénéfices distribués nets (*figure III.13*).

III.3.4. Indicateurs de taille et structure du bilan

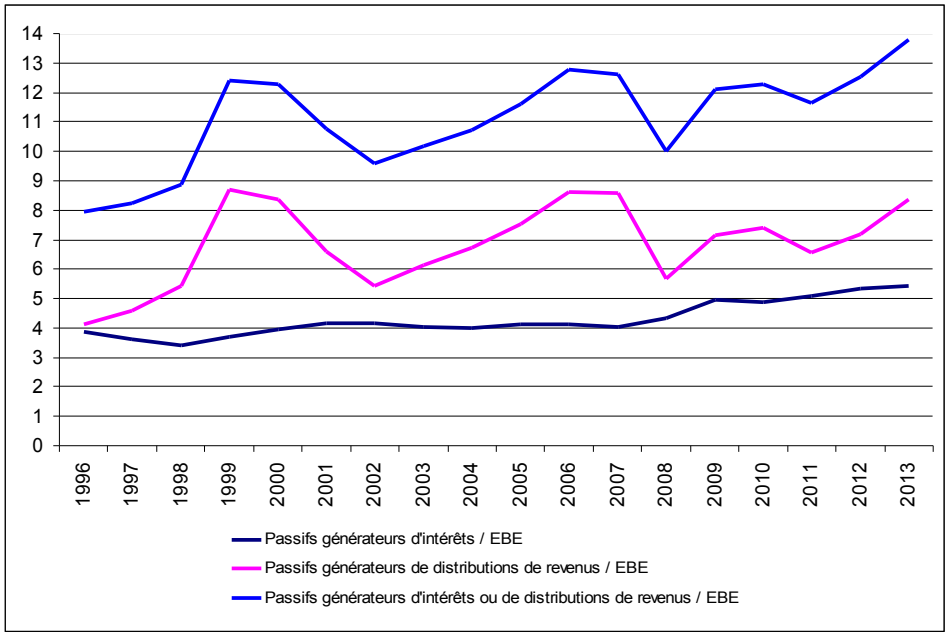
L'évolution des revenus de la propriété versés – en particulier celle des dividendes – peut résulter en partie de l'évolution de la structure du capital des entreprises. Il peut donc être intéressant de rapporter la taille du bilan à l'EBE pour apprécier dans quelle mesure les évolutions des ratios de type revenus nets versés / EBE sont imputables à des déformations plutôt de rémunération unitaire du capital ou bien du capital nécessaire pour dégager un euro de résultat courant (mesuré par l'EBE).

La *figure III.14* présente donc :

- le ratio passif actions (consolidé) / EBE ;
- le ratio passif générateur d'intérêts (les intérêts en comptabilité nationale étant calculés après correction Sifim, donc au taux interbancaire) ou de distributions de revenus (également consolidé) ;
- la somme de ces deux ratios.

On choisit ici de considérer des passifs consolidés, plus pertinents pour une comparaison avec l'EBE (ou aussi avec la valeur ajoutée d'ailleurs). La consolidation amène à déduire du total des passifs des SNF les actifs détenus par des SNF sur d'autres SNF : ces actifs peuvent refléter des relations aussi bien entre entités appartenant à un même groupe qu'entre entités appartenant à des groupes différents.

Figure III.14



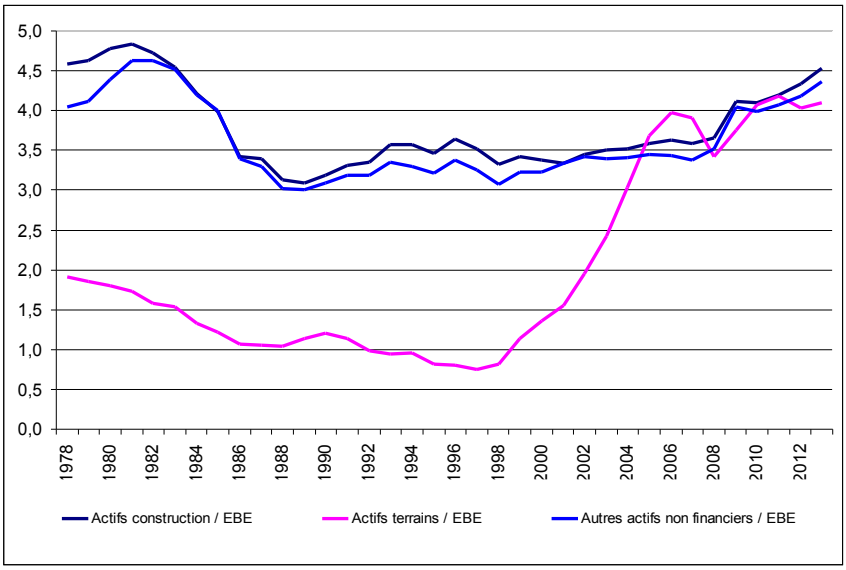
Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

On constate ainsi que le passif actions exprimé en parts de l'EBE, s'il connaît des fluctuations marquées en fonction des cycles boursiers, croît plutôt avec le temps : il représente 7 à 8 fois l'EBE courant dans les années suivant la récession, contre seulement 4 à 5 fois dans années précédant la bulle internet. L'indicateur relatif au passif générateur d'intérêts connaît des évolutions plus régulières mais orientées à la hausse : inférieur à 4 fois l'EBE courant en début de période, il est supérieur à 5 dans les années qui suivent la récession. Cette progression pourrait être due à une attractivité accrue de l'endettement en raison de la baisse des taux d'intérêt.

Les comptes de patrimoine proposent par ailleurs une évaluation des actifs non financiers détenus par les SNF, notamment les constructions, les terrains ou d'autres actifs non financiers (machines, actifs incorporels, stocks…). On peut ainsi analyser la déformation de la structure du bilan des SNF en rapportant notamment les masses correspondant à ces grandes catégories d'actifs à l'EBE courant.

On constate ainsi (*figure III.15*) qu'exprimés en proportion de l'EBE, les actifs en construction et les actifs non financiers autres que les constructions et les terrains ont crû légèrement avec le temps – plus particulièrement au moment de la récession – mais que cette progression reste modérée. En revanche la progression des terrains est spectaculaire : comprise entre une et deux fois l'EBE courant de la fin des années 1970 à la fin des années 1990, la valeur des terrains à l'actif des SNF représente 4 fois l'EBE courant aujourd'hui.

Figure III.15



Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

Ces données tendent donc à corroborer l'idée que l'accroissement de la taille des bilans (passifs générateurs d'intérêts ou de distributions de revenus) en proportion de l'EBE s'est produit en partie pour répondre aux besoins en capitaux induits par la hausse des prix du foncier depuis la fin des années 1990 jusqu'à l'entrée en récession.

III.3.5. Les revenus de la propriété versés en proportion des passifs des SNF

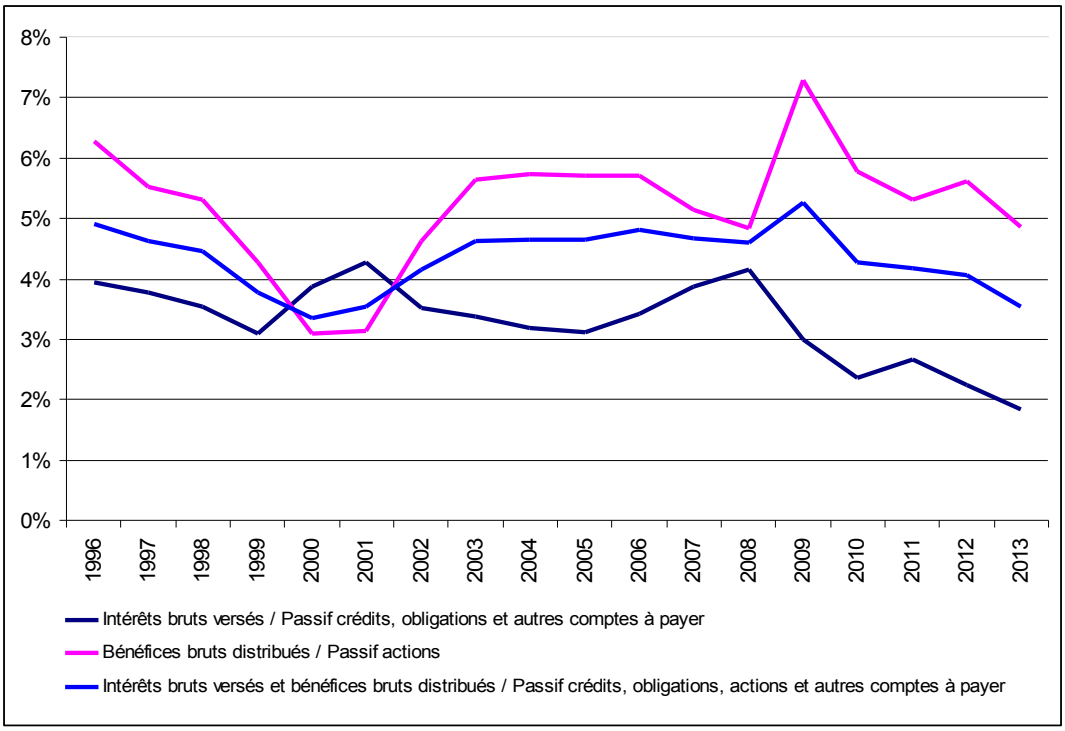
On s'intéresse dans cette section au taux implicite de rémunération du capital mis à disposition des SNF, que ce soit sous forme de prêts ou de prises de participations. C'est ce que propose la figure III.16 qui rapporte :

- les intérêts bruts versés au passif (non consolidés) susceptible de générer des intérêts, à savoir les crédits, titre obligataires et autres comptes à payer ;
- les bénéfices distribués au passif actions (également non consolidés) ;
- le total des intérêts et bénéfices distribués à l'ensemble des passifs susceptibles de générer des intérêts ou des distributions de bénéfices.

Depuis le début des années 2000, le taux de rémunération du capital mis à disposition des SNF est relativement stable si l'on agrège intérêts et bénéfices distribués :

- il augmente un peu de 2000 à 2002 car le taux de rémunération du passif actions augmente après avoir atteint en 2000 et 2001 un niveau faible (peut-être symptomatique de la bulle internet) ;
- il est assez stable de 2002 à 2007, avec un taux de rémunération du passif actions un peu plus supérieur au taux de rémunération du passif générateur d'intérêts (ce qui semble logique compte tenu de la prime de risque associée aux actions) ;
- après 2009, il diminue un peu sous l'effet principalement de la baisse des taux d'intérêt.

Figure III.16



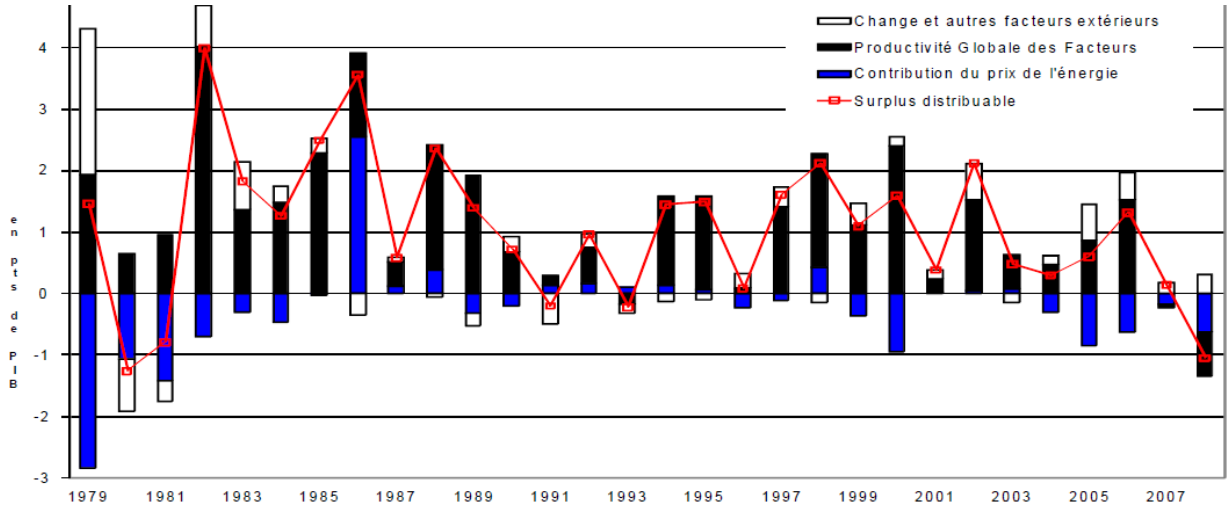
Source : Insee, Comptes nationaux, base 2010

III.3.6. Un indicateur « élaboré » : les comptes de surplus

Le surplus distribuable correspond à la part de la croissance du PIB pour améliorer la rémunération unitaire des facteurs de production : capital et travail. Dans le cas du travail salarié, la rémunération unitaire correspond au salaire « superbrut » horaire (salaire brut majoré des cotisations sociales à la charge de l'employeur). Économiquement, le surplus distribuable est égal (*figure III.17*) à la somme

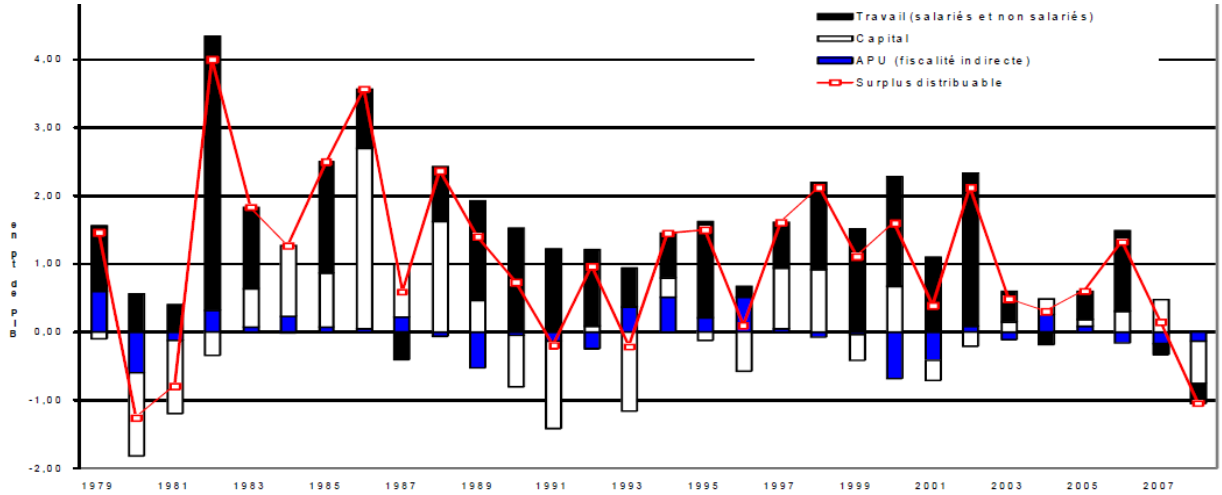
des gains de productivité globale des facteurs (PGF) et de la différence entre le taux de croissance du prix du PIB et celui du prix de la demande intérieure (composante classiquement dénommée « termes de l'échange », dont l'impact quantitatif peut être important notamment lorsque les prix des matières premières importées connaissent des fluctuations importantes). L'analyse des comptes de surplus consiste à déterminer quelle part du surplus distribuable est captée par la rémunération unitaire de chacun des facteurs de production ainsi que par les administrations publiques (*via* la fiscalité indirecte).

Figure III.17 : décomposition du surplus distribuable, en % du PIB



Source : Insee, calculs DG Trésor

Figure III.18 : répartition du surplus distribuable, en % du PIB



Source : Insee, calculs DG Trésor

Contrairement aux indicateurs précédents décrits et obtenus généralement comme le simple rapport entre deux séries publiées de comptabilité nationale, la confection des comptes de surplus mobilise un grand nombre de séries des comptes nationaux. De plus certaines des séries utilisées (volume d'heures travaillées, stock de capital productif) présentent des difficultés spécifiques de mesure : les comptes de surplus sont donc particulièrement sensibles à la qualité des données de comptabilité nationale.

La dernière publication des comptes de surplus pour la France a eu lieu il y a six ans, à l'initiative de la Direction générale du Trésor (Cahu, 2009). Cette publication mettait en exergue plusieurs résultats (*figure III.18*) :

- un comportement cyclique marqué de la répartition du surplus distribuable : en période de forte croissance du PIB le surplus capté par la rémunération du facteur capital croît vite que le surplus capté par le facteur travail. L'inverse s'observe lorsque la croissance du PIB est faible ;
- une diminution progressive du surplus distribuable en phase avec le ralentissement de la PGF ;
- le fait que depuis le début des années 1990 la part du surplus distribuable captée par le facteur travail s'est accrue au détriment de la part du capital.

L'analyse gagnerait évidemment à être actualisée afin de voir dans quelle mesure les évolutions économiques intervenues depuis la crise financière de 2008-2009 confirment ou nuancent ce diagnostic.

III.4. Comparaisons internationales

Dans cette section, on s'efforcera dans la mesure du possible de systématiser les comparaisons internationales portant sur les indicateurs exposés dans la section III.3. Ceci impose toutefois de mettre au préalable en évidence les difficultés méthodologiques que posent les comparaisons internationales – et donc le fait que les résultats doivent être interprétés avec un minimum de précaution – *via* l'exemple des comparaisons en matière de taux de marge des SNF.

Par ailleurs, les comparaisons portent sur une profondeur temporelle moins grande que les graphiques présentés dans la section précédente pour la France, car les séries de comptes nationaux en SEC 2010 transmises à Eurostat par les autres pays sont en général beaucoup plus courtes (en outre, dans le cas de l'Allemagne, la rupture induite par la réunification exclut de remonter avant 1991). Outre la France, les données sont présentées pour les quatre plus grands pays de l'UE (Allemagne, Espagne, Italie, Royaume-Uni) et les États-Unis : pour ce dernier pays, non concerné par le système européen de comptes, les données sont conformes au Système de comptabilité nationale 2008 (SCN 2008), dont le SEC 2010 est une déclinaison.

III.4.1. Les comparaisons de taux de marge des SNF

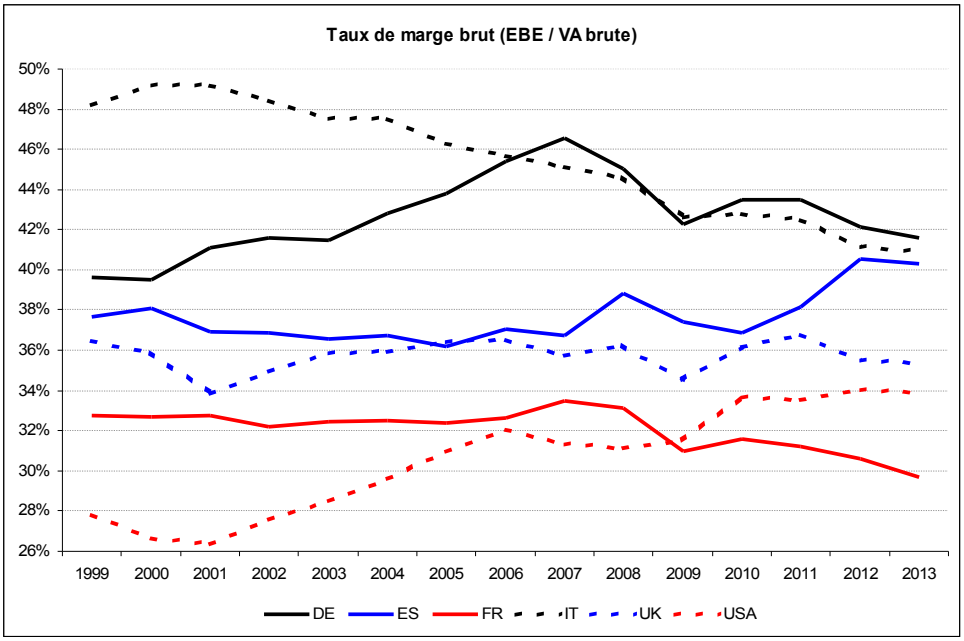
Les comparaisons de taux de marge des SNF entre pays de l'UE mettent en évidence des différences très importantes en niveau, que l'on considère le taux de marge brut ou le taux de marge net (*figures III.19 et III.20*). En particulier le taux de marge apparaît plus élevé en Allemagne et en Italie qu'au Royaume-Uni et en France (même si le taux de marge italien a très fortement décru au cours des dix dernières années et est aujourd'hui inférieur à celui du Royaume-Uni si l'on retient le taux de marge net de consommation de capital fixe). Par comparaison le taux de marge des SNF aux États-Unis apparaît relativement bas en niveau, mais il a connu une forte progression depuis le début des années 2000 (+8 points entre 2001 et 2010), que la crise de 2008-2009 n'a pas remise en cause.

L'ampleur des divergences en niveau (de l'ordre de 20 points si l'on considère les cinq plus grands pays de l'UE) a suscité de nombreuses interrogations. Les analyses menées sur ce sujet par l'OCDE (Pionnier et Guidetti, 2015) ont toutefois permis de comprendre l'origine d'une partie de ces écarts.

Il apparaît ainsi que le champ des SNF n'est pas délimité de la même manière dans les comptes nationaux français que dans les comptes nationaux allemands et italiens. Plus précisément, les unités classées en SNF dans les comptes nationaux français ne comportent aucune situation de non-salariat, alors que dans les comptes nationaux allemands, les SNF comptabiliseraient environ 1 million de non-salariés (*encadré III.4*). Le phénomène serait plus marqué encore dans les comptes italiens, avec de l'ordre de 2 millions de non-salariés dans le champ des SNF.

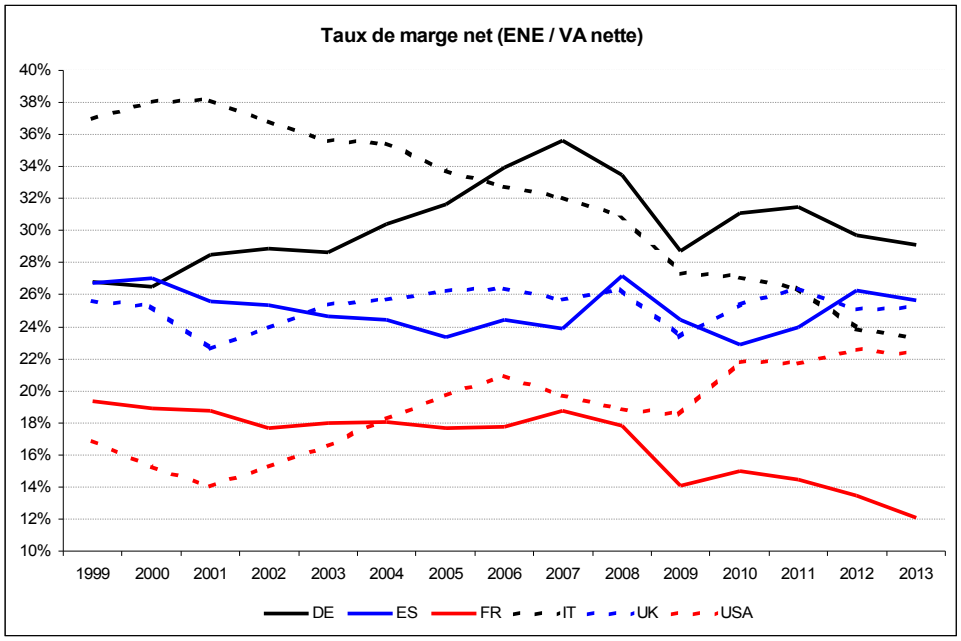
Ces différences de classement d'une partie des non-salariés ont une traduction directe sur le niveau du taux de marge : en effet, faute de pouvoir distinguer ce qui relève de la rémunération du travail des non-salariés de ce qui relève de la rémunération du capital immobilisé, la totalité du revenu des non-salariés (« revenu mixte » en comptabilité nationale) est assimilé à de l'EBE dans les données transmises à Eurostat, ce qui relève *ipso facto* le taux de marge.

Figure III.19



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

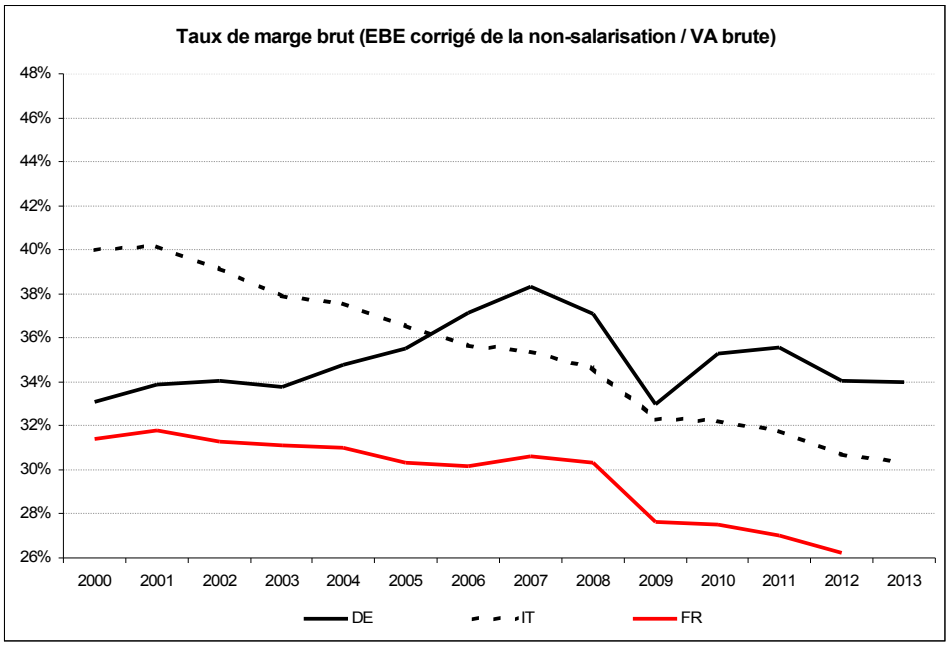
Figure III.20



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Pour mettre en évidence ce phénomène, on peut à l'instar de l'OCDE mobiliser les données des comptes d'exploitation des branches collectées et publiées par Eurostat : les données publiées permettent en effet d'isoler l'emploi non salarié au sein des branches comptant pour l'essentiel des SNF (schématiquement, le sous-ensemble obtenu en excluant les branches non marchandes, les branches de la banque et de l'assurance, ainsi que les branches des services immobiliers pour lesquelles la valeur ajoutée est majoritairement produite par les ménages propriétaires de leur logement via l'imputation d'un loyer en comptabilité nationale). Il est alors possible de calculer un EBE corrigé du non-salariat en retranchant de l'agrégat EBE+revenu mixte publié par Eurostat une somme égale au nombre de non-salariés de chaque branche par la rémunération moyenne des salariés dans la branche considérée.

Figure III.21



Source : Eurostat, Comptes nationaux, SEC 2010 - Calculs Insee

Lecture : le taux de marge présenté ici est calculé sur la base des données des comptes de branche au niveau de 21 sections de la Nace rev. 2, en excluant au préalable la branche A de l'agriculture (où le salariat est minoritaire), et les branches K des services financiers, L des services immobiliers et O, P, Q, T, U des services non marchands, services domestiques et correction territoriale, pour lesquelles le partage de la valeur ajoutée est économiquement peu significatif. Pour chacune des branches retenues, on a calculé un EBE corrigé en retranchant au total EBE+revenu mixte diffusé par Eurostat une rémunération totale des non-salariés supposée égale à la rémunération moyenne des salariés dans la branche considérée multipliée par le nombre de non-salariés dans la branche.

En procédant de la sorte (*figure III.21*), on obtient un taux de marge corrigé de la non-salarisation qui affiche des divergences en niveau entre pays beaucoup moins accentuées que pour le taux de marge des SNF (il n'est pas possible de corriger directement le taux de marge des SNF de la non-salarisation faute de données sur la répartition par branche de l'emploi non salarié présent dans les SNF).

Si l'on considère la France et l'Allemagne, on constate ainsi que l'écart de taux de marge en 1999 n'est plus que de 2 points, contre 7 points lorsque l'on considère le taux de marge des SNF (soit 5 points d'écart). En 2012, l'écart de taux de marge est d'un peu moins de 8 points si l'on considère le taux de marge des branches corrigé de la non-salarisation, contre près de 12 points si l'on considère le taux de marge des SNF (soit là aussi à un écart proche de 5 points). Le message d'une divergence d'évolution des taux de marge entre la France et l'Allemagne au cours des dix dernières années se confirme donc, mais **on peut estimer qu'une part très substantielle de l'écart de taux de marge des SNF entre les deux pays – de l'ordre de 4 à 5 points – est attribuable à la présence de non-salariés dans le champ des SNF allemandes. Pour l'Italie, l'écart en niveau de taux de marge avec la France serait imputable pour environ 7 points à la présence de non-salariés dans le champ des SNF.**

Par ailleurs, les messages ne sont pas tout à fait les mêmes quant à l'évolution du taux de marge en Allemagne sur la période : le taux de marge des SNF, bien qu'ayant baissé depuis la récession, reste supérieur en 2012-2013 à son niveau de 1999 (d'environ 2 points). En revanche, le taux de marge des branches corrigé de la non-salarisation a retrouvé en 2012-2013 son niveau de 2000. On observe un phénomène similaire pour la France, où le taux de marge des branches corrigé de la non-salarisation baisse davantage que le taux de marge des SNF.

Ce constat de pratiques différentes entre les comptables nationaux des grands pays de l'UE quant au classement des non-salariés en secteurs institutionnels (France et Royaume-Uni les comptabilisant intégralement au sein des ménages, tandis que l'Allemagne et l'Italie considèrent qu'une part importante d'entre eux constituent des « quasi-sociétés » classées parmi les SNF) peut légitimement susciter des interrogations, les concepts de comptabilité nationale faisant l'objet d'une forte harmonisation au niveau international, particulièrement poussée en outre au sein de l'UE. Pour autant, il ne faut pas en conclure hâtivement que le classement effectué par certains pays est erroné.

Encadré III.4 - Délimitation du secteur des SNF dans les comptes nationaux français et allemands, et comparaisons de taux de marge

La délimitation du secteur ses SNF en comptabilité nationale découle dans chaque pays d'une analyse des caractéristiques des différents statuts juridiques possibles pour les entreprises. La diversité des contextes juridiques peut donc affecter la comparabilité entre pays des données de comptabilité nationale relatives aux SNF. Le cas de la France et de l'Allemagne est à cet égard particulièrement éclairant.

Une question clef est de déterminer si une entreprise bénéficie d'une réelle autonomie de décision vis-à-vis de ses propriétaires et peut donc être considérée comme une unité institutionnelle à part entière. Lorsque ce n'est pas le cas et qu'elle est détenue directement par un ou plusieurs ménages, l'entreprise doit être classée au sein du secteur institutionnel des ménages et n'est donc pas une SNF. Or différents critères peuvent être mobilisés pour caractériser l'autonomie de décision. L'existence d'une comptabilité autonome de l'entreprise, distincte donc de celle des entités qui la détiennent, est clairement une condition nécessaire pour établir l'autonomie de décision. Mais elle n'est pas en elle-même suffisante. Un autre critère d'analyse fréquemment utilisé est que le patrimoine de l'entreprise soit bien distinct du patrimoine de ses détenteurs, notamment dans les situations de travail non salarié.

En France, de manière générale, les comptables nationaux ont toujours considéré que les entrepreneurs non salariés devaient être comptabilisés au sein des ménages dans la mesure où le régime juridique applicable aux indépendants ne permettait pas considérer l'entreprise individuelle comme une entité économiquement autonome, distincte du ménage. Ce choix est toutefois en partie conventionnel puisque les formes juridiques du non-salariat ont évolué en France avec le temps avec la création dans les années 1980 des statuts d'entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL) et plus récemment (2011) d'entrepreneur individuel à responsabilité limitée (EIRL). Le fait que ces différentes formes de non-salariat permettent une certaine séparation du patrimoine privé et du patrimoine professionnel pourrait plaider pour un classement de l'ensemble des EURL et EIRL en SNF. Guidés par le souci premier de préserver l'interprétabilité du taux de marge, les comptables nationaux ont toutefois choisi de classer les EIRL (qui généralement ne versent pas de salaires) avec les ménages, tandis que les EURL (où l'on observe généralement des versements de salaire et un partage de la valeur ajoutée assez similaire à celui des SARL) ont été classées avec les SNF.

La situation est très différente en Allemagne, marquée par la présence de nombreuses *Personengesellschaften* : ces sociétés de personnes, créées par au moins deux partenaires, bénéficient d'une comptabilité autonome. En revanche, elles ne jouissent pas de la personnalité morale (leur capacité légale est limitée) et la responsabilité patrimoniale des partenaires peut être limitée (mais ce n'est pas systématique). Malgré ces restrictions – et notamment l'absence de personnalité morale –, les comptables nationaux allemands ont choisi de considérer que les *Personengesellschaften* bénéficiaient d'une réelle autonomie de décision (arguant notamment de l'existence d'une comptabilité autonome et de la possibilité dans certains cas de circonscrire la responsabilité des partenaires) et les ont classées en SNF. En pratique, il existe plusieurs formes juridiques de *Personengesellschaften*, les plus communes étant les *Offene Handelsgesellschaften (OHG)* et les *Kommanditgesellschaften (KG)*. Le cas de la *Kommanditgesellschaft* est particulièrement complexe à analyser puisque, dans ce cas de figure, la responsabilité de l'un au moins des partenaires (le *Komplementär*) est illimitée, tandis que la responsabilité des autres partenaires peut n'être engagée qu'à concurrence d'un plafond préalablement défini (ils ont alors le statut de *Kommanditist*). Un *Kommanditist* ne peut légalement pas être impliqué dans la gestion de l'entreprise, alors que le *Komplementär* peut en assurer la direction opérationnelle.

Le phénomène des *Personengesellschaften* est tout sauf anecdotique puisque les comptables nationaux allemands font état de 300 000 quasi-sociétés de ce type (chaque quasi-société comptant au minimum deux partenaires) classées au sein des SNF, parmi lesquelles 57 000 emploient dix personnes ou plus. Les partenaires peuvent éventuellement être salariés de la société mais c'est un cas de figure *a priori* peu répandu (et qui doit concerner davantage les *Kommanditisten*). Lorsqu'ils ne sont pas salariés, les partenaires peuvent travailler eux-mêmes dans la société (ce qui les assimile à des non-salariés) ou bien n'être que des apporteurs de capitaux dont l'activité professionnelle ne s'exerce pas dans la société dont ils sont partenaires. Les revenus distribués aux partenaires par des quasi-sociétés seront assimilables dans le premier cas à du revenu mixte (B.3G en comptabilité nationale), dans le second cas à des dividendes (D.421). Or les comptables nationaux ne disposent d'aucune information permettant d'évaluer quelle fraction des revenus distribués par les *Personengesellschaften* correspond de fait à la rémunération d'un travail non salarié. Ce qui limite la comparabilité des revenus distribués par les sociétés (D.42) entre deux pays comme la France et l'Allemagne.

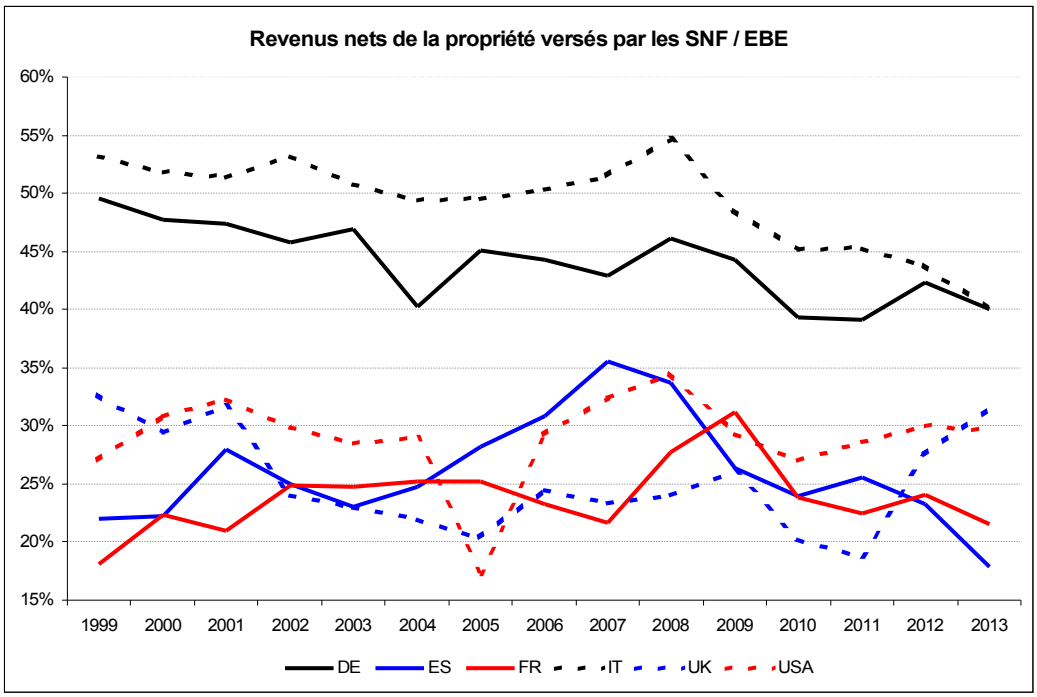
Par ailleurs, les comparaisons de taux de marge entre France et Allemagne peuvent être affectées par d'autres facteurs. En effet, les sources d'estimation de l'EBE diffèrent très fortement dans les comptes nationaux français et allemands. Les comptables nationaux français privilégient les données comptables qui, moyennant une étape de passage des concepts de comptabilité d'entreprise à ceux de comptabilité nationale, permet une estimation « directe » tant de la valeur ajoutée que de l'EBE et des rémunérations versées par les SNF. L'emploi étant par ailleurs estimé via la source administrative des DADS, la rémunération moyenne versée par les SNF s'en déduit par solde. Au contraire, les comptables nationaux allemands utilisent des données d'enquête auprès des entreprises pour estimer leur production et leurs consommations intermédiaires, et en déduisent par différence la valeur ajoutée. Ils mobilisent par ailleurs des sources administratives pour estimer l'emploi et l'enquête européenne sur le coût de la main-d'œuvre (ECMO) la rémunération moyenne versée aux salariés : ceci fournit une estimation des rémunérations totales versées par les SNF et l'EBE s'en déduit par solde.

III.4.2. Comparaisons internationales portant sur d'autres indicateurs

Part des revenus de la propriété dans l'EBE

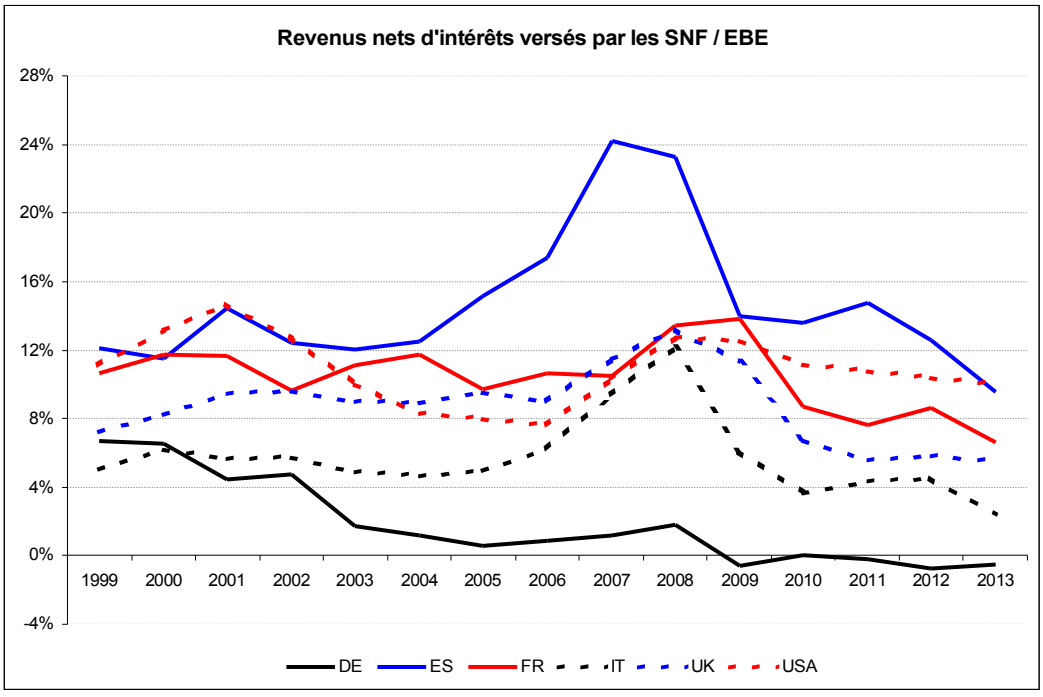
Rapportés à l'EBE, les revenus nets de la propriété versés par les SNF apparaissent particulièrement élevés en Allemagne et en Italie par rapport à la France, au Royaume-Uni ou aux États-Unis (*figures III.22 à III.24*) : c'est principalement du fait des revenus distribués et non des versements d'intérêts (les versements d'intérêts apparaissent au contraire assez faibles dans le cas de l'Allemagne).

Figure III.22



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Figure III.23



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

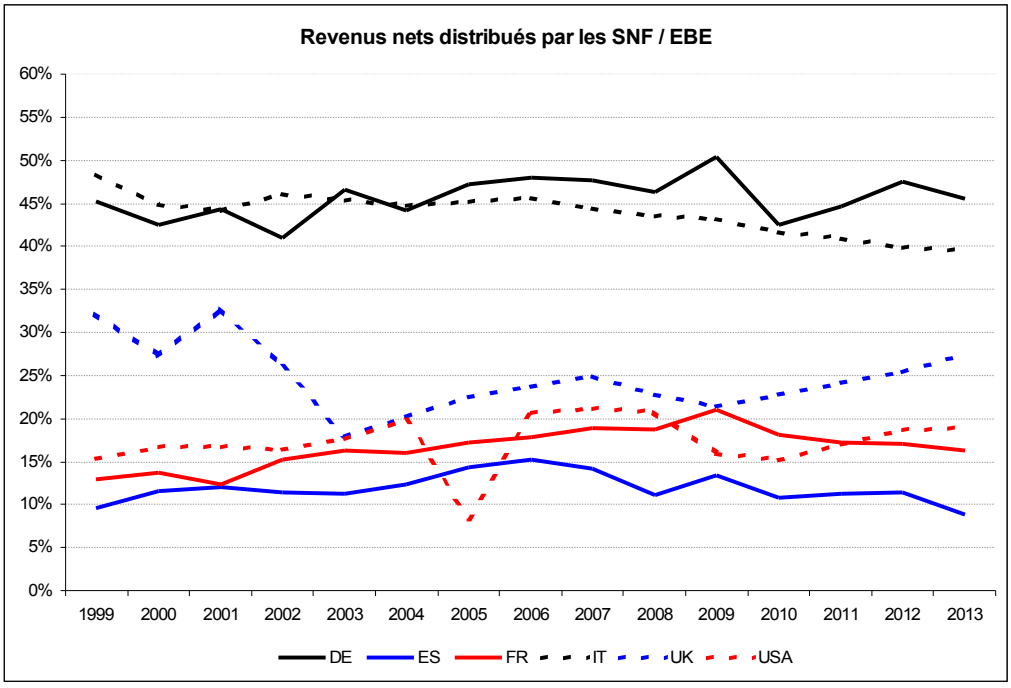
Ce constat est à relier aux choix de classement des non-salariés évoqués dans la section consacrée à la comparabilité des taux de marge. En effet, les revenus distribués (D.42) comprennent à la fois les dividendes (D.421) et les prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés (D.422). Pour ceux des non-salariés que les comptables nationaux allemands traitent comme des quasi-sociétés (donc des SNF) dans le cadre de leur activité professionnelle, l'enregistrement d'un revenu mixte dans le compte des SNF a pour contrepartie un flux D.422 de même montant des SNF vers les ménages.

Dans la section précédente, nous avons mentionné que le choix des comptables nationaux allemands de traiter en quasi-sociétés certains entrepreneurs individuels aboutissait mécaniquement à majorer de 4 à 5 points le taux de marge brut des SNF. Ce qui signifie que revenu mixte des non-salariés ainsi classés en SNF serait compris entre 100 et 125 Md€ pour l'année 2013. Si l'on corrige les revenus distribués ainsi que l'EBE de cette estimation, **le ratio revenus nets distribués par les SNF / EBE ressort compris entre 33 % et 36 %, contre 45,6 % avant tout redressement. Le niveau plus élevé du ratio en Allemagne serait donc pour plus de 10 points imputable au classement d'une partie des non-salariés en SNF.**

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, on doit avoir une surestimation comparable pour l'Italie. Le revenu mixte des non-salariés classés en SNF serait de l'ordre de 70 Md€ en 2013. En corrigeant les revenus distribués et l'EBE de ce montant, **le ratio revenus nets distribués des SNF / EBE calculé pour l'Italie serait de l'ordre de seulement 20 % contre 39,6 % hors redressement.**

A contrario le traitement d'une partie des non-salariés en quasi-sociétés minore mécaniquement un peu le ratio Intérêts nets versés / EBE, mais l'effet est relativement minime surtout en fin de période, compte tenu de la faiblesse des intérêts nets versés – qui sont même négatifs dans le cas des SNF allemandes.

Figure III.24

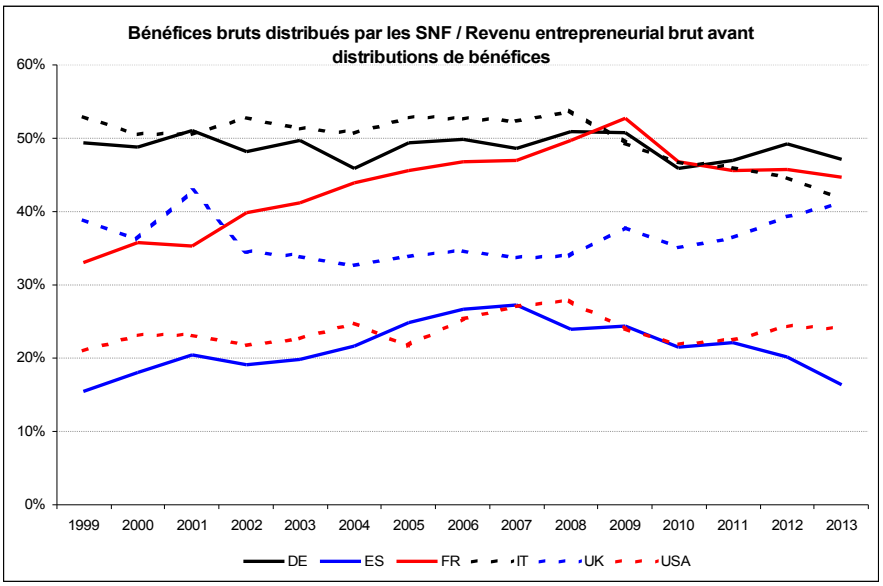


Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Part des bénéfices distribués dans le revenu avant distribution des bénéfices

Si l'on considère le ratio rapportant les bénéfices distribués par les SNF à leur revenu entrepreneurial brut avant distribution des bénéfices, il affiche en France une croissance quelque peu atypique au cours des années 2000, de sorte qu'il rejoint au moment de la crise les pays affichant les niveaux les plus élevés, à savoir l'Allemagne et l'Italie (*figure III.25*). Or pour ces deux pays la présence de non-salariés dans les SNF joue mécaniquement à la hausse sur le niveau de ce ratio. Le ratio calculé pour la France est donc comparativement aux autres pays à la fois dynamique sur la décennie écoulée et élevé en niveau.

Figure III.25



Source (Figures III.25 à III.27) : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Figure III.26

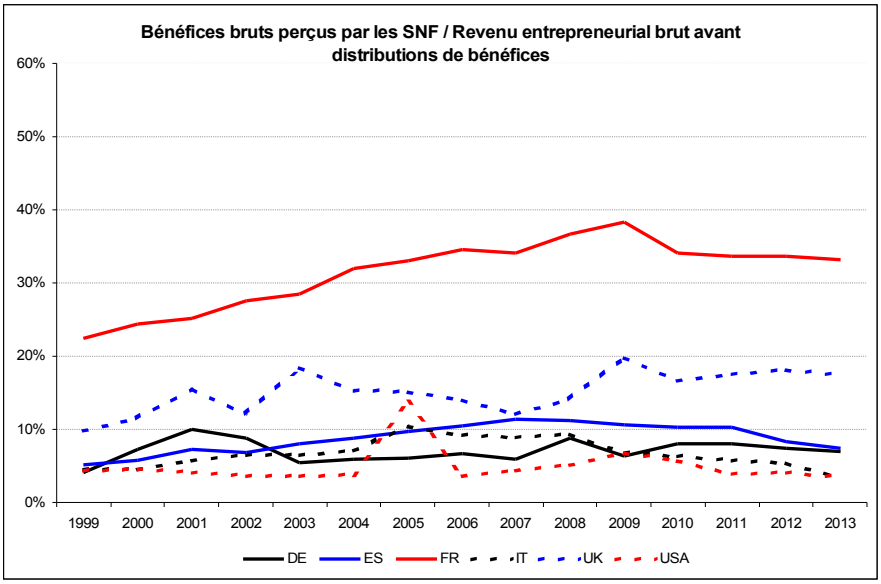
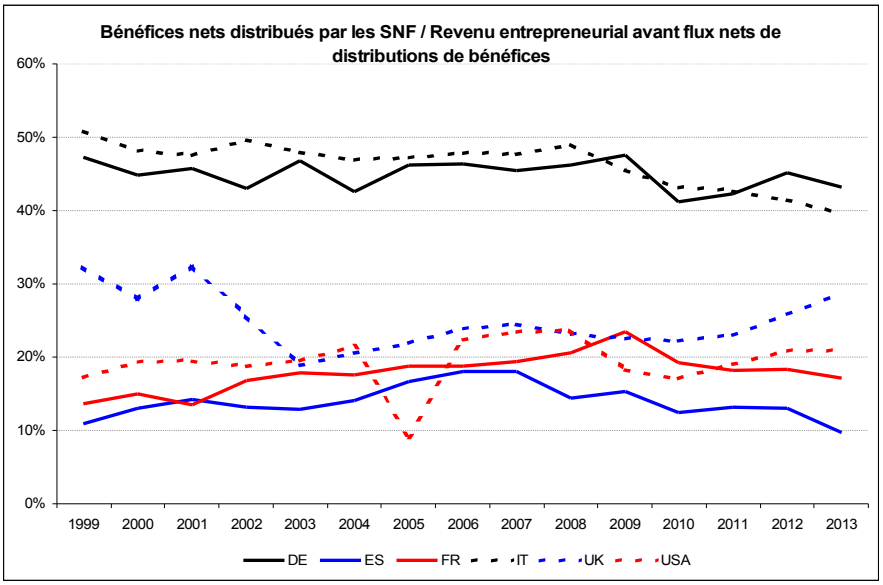


Figure III.27

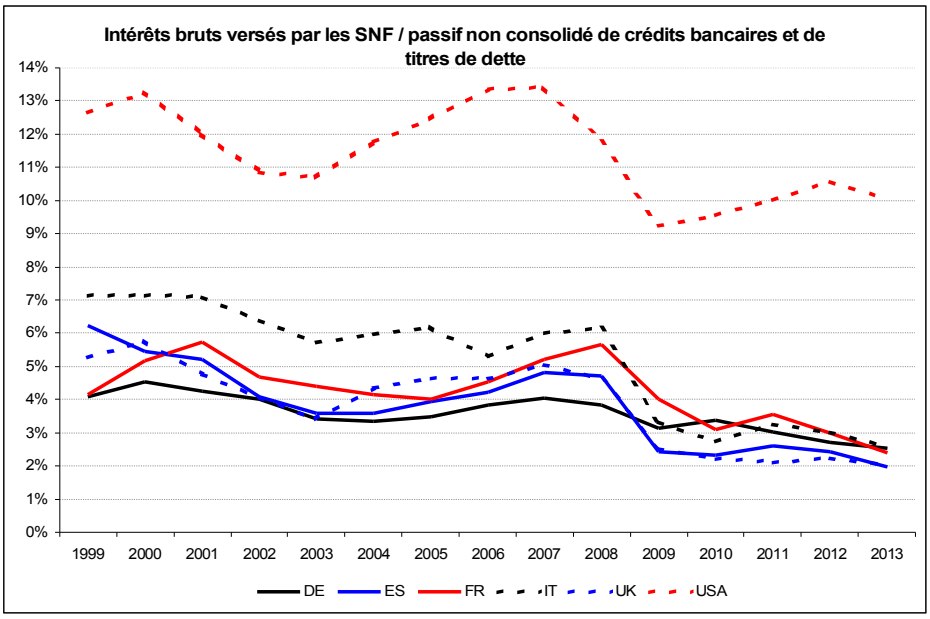


Pour autant, il semble que cette spécificité française doive beaucoup au phénomène pointé précédemment d'une très forte croissance des versements de dividendes entre SNF en France, probablement lié à l'évolution de la structure interne des groupes non financiers. En effet, le ratio rapportant les bénéfices perçus par les SNF à leur revenu entrepreneurial brut avant distribution des bénéfices est en France de loin le plus élevé des six pays considérés, et celui qui affiche la croissance la plus soutenue et la plus régulière au cours de la décennie écoulée (*figure III.26*). Le cas de la France ne présente plus de spécificité marquée si l'on considère les bénéfices nets distribués (*figure III.27*).

Revenus de la propriété bruts versés en proportion du passif des SNF

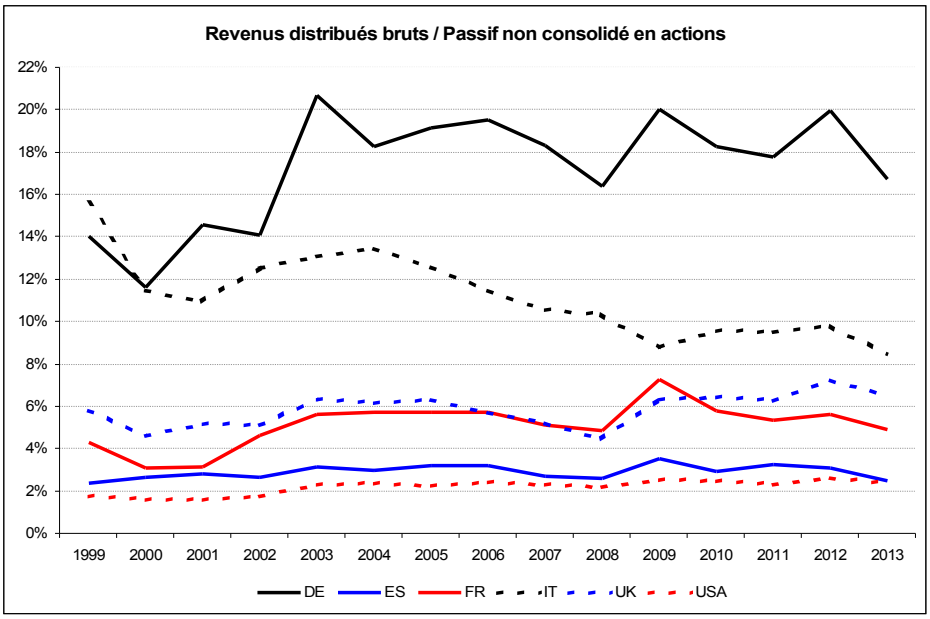
Lorsque l'on rapporte les intérêts bruts versés par les SNF à leur passif – non consolidé – de crédits bancaires et de titres de dette, les niveaux comme les évolutions sont relativement homogènes entre pays européens. Le ratio de la France ne présente pas de spécificité marquée, que l'on raisonne en niveau ou en évolution (*figure III.28*). En revanche, le ratio apparaît étonnamment élevé dans le cas des États-Unis puisqu'il est presque systématiquement supérieur à 10 %.

Figure III.28



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Figure III.29



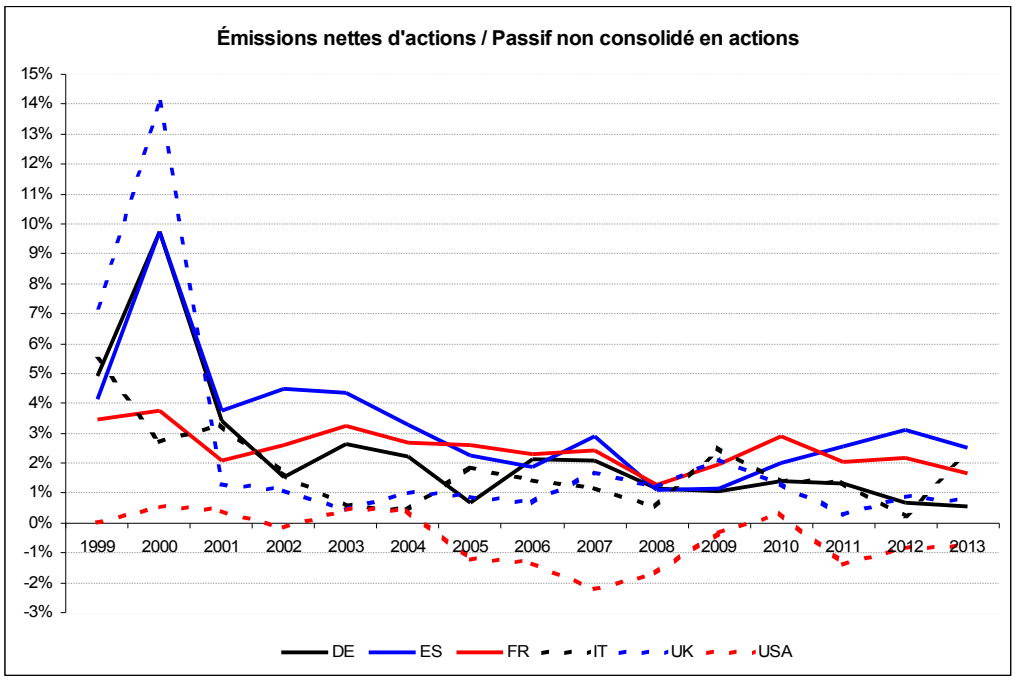
Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

En revanche, en rapportant les revenus distribués bruts au passif actions (que ces dernières soient cotées ou non), les différences entre pays sont particulièrement marquées (*figure III.29*). Le niveau du ratio est considérablement plus élevé pour l'Italie et surtout pour l'Allemagne. Toutefois, là encore, la présence de non-salariés dans les SNF tend à majorer mécaniquement le niveau du ratio pour ces deux pays : en effet, l'intégralité du résultat d'exploitation de ces non-salariés traités en quasi-sociétés est reversé dans les comptes nationaux aux ménages alors qu'une partie correspond en réalité à la rémunération du travail engagé par les non-salariés et non du capital immobilisé, et qu'une autre partie va être captée par l'impôt acquitté par les ménages… Le taux de rémunération apparent du capital de ces quasi-sociétés en est donc artificiellement relevé. Mais il est difficile de proposer une estimation du ratio que l'on observerait pour l'Allemagne et l'Italie si aucun non-salarié n'était comptabilisé en SNF, faute de disposer d'une estimation du passif des quasi-sociétés correspondantes inscrit au bilan des SNF.

On notera qu'il n'a pas été possible d'analyser en comparaison internationale la déformation de la structure des actifs des SNF comme cela a été mené à bien pour la France dans le graphique 13. En effet, peu de pays diffusent des séries de comptes de patrimoine non financier aussi détaillées que la France.

La *figure III.29* pointe également une situation un peu atypique des États-Unis puisque le ratio est très stable aux alentours de 2 %, et à peu près systématiquement inférieur aux valeurs observées dans les cinq pays européens. Il semble que ce phénomène soit pour partie lié à la pratique des rachats d'action, davantage répandue outre-Atlantique qu'en Europe : en effet, les émissions nettes d'actions des SNF sont systématiquement négatives aux États-Unis depuis plusieurs années, ce qui n'est pas le cas en Europe (*figure III.30*). Le rachat d'actions, dans la mesure où il fait mécaniquement monter le bénéfice par action, a souvent un impact favorable sur la valeur unitaire des actions. De ce fait, il peut être vu comme une manière d'accroître la rémunération des actionnaires alternative au versement de dividendes – les motivations poussant à préférer le rachat d'actions au versement de dividendes pouvant être diverses : la fiscalité peut être un élément de la décision.

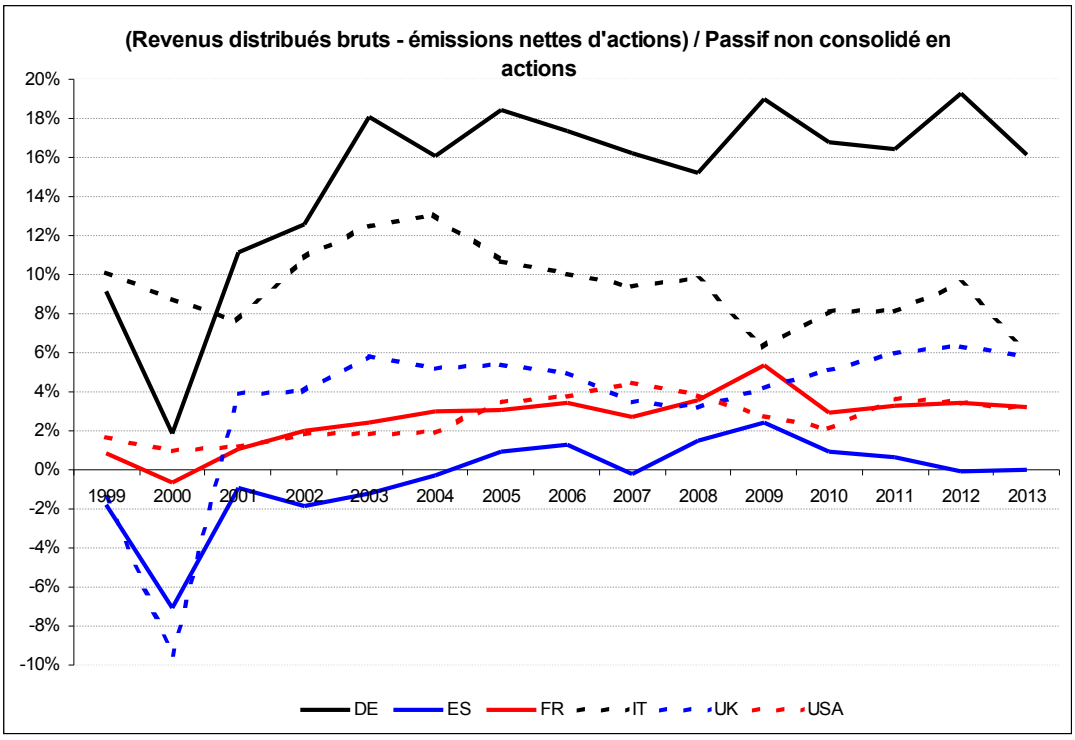
Figure III.30



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

Afin d'analyser l'impact possible de cette pratique très variable des rachats d'action, la *figure III.31* rapporte au passif non consolidé en actions les revenus distribués bruts diminués des émissions nettes d'actions. Au regard de ce critère, la situation des États-Unis n'apparaît plus si atypique par rapport à celle de la France, du Royaume-Uni et de l'Espagne : le ratio est en moyenne un peu plus élevé pour les États-Unis (proche de 3 % en moyenne), tandis qu'il est plutôt plus faible pour les autres pays (où en général les émissions nettes d'actions sont positives, contrairement aux États-Unis). Le ratio présente même pour l'Espagne ou le Royaume-Uni des valeurs fortement négatives en 2000, année marquée par de très fortes émissions nettes d'actions.

Figure III.31



Source : Eurostat-OCDE, Comptes nationaux, SCN 2008

III.5. Recommandations

Mobiliser au maximum l'ensemble des sources disponibles

La comptabilité nationale a vocation à réaliser la synthèse des données existantes, quitte à arbitrer entre différentes sources lorsqu'elles délivrent des messages spontanément divergents. Il est donc essentiel que les comptables nationaux, à côté des sources exogènes sur lesquelles ils se calent traditionnellement (sources bancaires, balance des paiements), développent une expertise sur les autres sources disponibles afin de les utiliser au mieux. Ceci concerne notamment :

- les données de la statistique d'entreprise Ésane : l'établissement de la base 2010 a pâti du caractère encore très récent et pas entièrement stabilisé de la statistique structurelle d'entreprise Ésane. Le processus de production d'Ésane entrant dans une phase plus stable, il paraît raisonnable d'espérer à terme pouvoir plus facilement mobiliser cette source pour estimer précisément l'évolution des flux de la propriété ;
- les données fiscales sur les ménages : les dernières lois de finances amènent à progressivement soumettre au barème de l'IRPP des catégories de revenus financiers pouvant jusqu'alors faire l'objet d'un prélèvement libératoire. Les statistiques fiscales publiées par la DGFiP donnent de ce fait une vision de plus en plus complète des revenus financiers des ménages – au problème près des fraudes éventuelles, bien évidemment. Mobiliser ces données devraient permettre d'améliorer la qualité de l'estimation en comptabilité nationale des revenus financiers des ménages, même si les catégories fiscales ne coïncident pas avec celles de la comptabilité nationale et permettent donc difficilement un repérage précis des dividendes *stricto sensu*.

Utiliser les taux de rendement pour guider les arbitrages

La confrontation des données issues des différentes sources peut dégager des messages parfois spontanément divergents et obliger à effectuer des arbitrages. L'analyse des taux de rendement (ratios entre les flux de revenu et les encours d'actifs) devrait permettre de guider ces arbitrages et donc d'améliorer in fine la qualité des estimations. En effet, pour un type de produit financier donné (obligation, action…) on s'attend à trouver des rendements relativement proches pour tous les secteurs institutionnels détenteurs (ménages, SNF, sociétés financières, administrations publiques…). Proches mais pas identiques bien sûr puisque pour un type de produit financier donné (par exemple les actions) les différents secteurs institutionnels peuvent avoir fait des choix d'investissement différents. Il reste que des divergences fortes de taux de rendement entre secteurs institutionnels (qui pourraient être beaucoup mieux détectées grâce aux données en « qui-à-qui » publiées désormais par la Banque de France pour toutes les classes d'actifs – dont les actions) doivent interpeler les producteurs et constituent de ce fait un outil intéressant pour guider les arbitrages.

Compte tenu des interrogations soulevées par l'ampleur des révisions intervenues lors de la publication de la base 2010 quant à l'évolution des dividendes versés par les SNF depuis 2010 et de la fragilité des sources jusqu'ici mobilisées, les comptables nationaux devront s'efforcer de relire l'évolution des versements de dividendes par les SNF depuis la crise à la lumière des données nouvelles mobilisées, afin de préciser dans quelle mesure le profil d'évolution des dividendes publié en base 2010 paraît robuste ou bien au contraire devrait être revu.

Identifier et réduire les biais des comparaisons internationales

Les comparaisons présentées dans ce rapport démontrent la difficulté d'établir des comparaisons fiables à l'échelon international, fût-ce entre des pays aussi proches que la France et l'Allemagne. Il faut néanmoins encourager les producteurs de données à mener de telles comparaisons :

- la connaissance des méthodes utilisées par les comptables nationaux d'autres pays peut aider le cas échéant à améliorer les méthodes de la comptabilité nationale française ;
- mener de telles comparaisons permet aux producteurs le cas échéant d'alerter sur les limites éventuelles d'une comparaison, lorsqu'un indicateur est très présent dans le débat public alors que la comparabilité entre pays des données est faible.

De telles comparaisons sont occasionnellement menées par les instituts nationaux, un peu plus souvent par l'OCDE. Il serait souhaitable qu'Eurostat, qui assure la collecte des données produites par les instituts nationaux et est à ce titre engagé dans un dialogue permanent avec ces derniers, s'implique davantage dans une telle démarche comparative.

Systématiser la production des comptes de surplus

Les comptes de surplus sont une manière d'évaluer la rémunération du capital comparativement à celle du travail. Les différents acteurs institutionnels en mesure de calculer les comptes de surplus (Trésor, Insee…) ne le font que très irrégulièrement. Il serait souhaitable que la production des comptes de surplus soit systématisée et intervienne chaque année, afin de préciser le diagnostic économique quant à la manière dont la rémunération unitaire des facteurs de production évolue.

IV. Du bon usage et de la bonne interprétation des différentes sources et indicateurs

Plusieurs sources relatives aux dividendes alimentent le débat public, tout en envoyant des messages très différents voire contradictoires quant à l'évolution des masses de dividendes versées par les entreprises.

IV.1. Usage et comparaison des différentes sources publiques

Les données les plus médiatisées émanent des grands groupes cotés au CAC 40, qui annoncent chaque année le montant des dividendes qu'ils s'apprêtent à distribuer au titre du dernier exercice clos. Le site *vernimmen.net* fait la synthèse des informations publiées par les groupes et propose une estimation des distributions totales effectuées par les groupes du CAC 40, que ce soit sous forme de dividendes *stricto sensu* ou bien de rachats d'actions.

La comptabilité nationale fournit également une estimation des dividendes versés : l'agrégat le plus analysé correspond aux dividendes versés par les SNF. Comme cela a été mentionné précédemment, la série a fait l'objet d'importantes révisions sur les années 2011 et suivantes lors de la publication de la base 2010 des comptes nationaux en mai 2014. La Banque de France publie également une estimation des dividendes versés par les entreprises d'une certaine taille (chiffre d'affaires supérieur à 750 000 €) en exploitant le fichier bancaire des entreprises (Fiben). La *figure IV.1* compare les évolutions des différentes sources en valeur, en base 100 en 2006.

Les messages envoyés par les différentes sources sont extrêmement divergents :

- les données relatives aux groupes du CAC 40 sont marquées par une très forte volatilité (plus nette encore si l'on inclut les rachats d'actions dans l'analyse) : après un maximum atteint en 2008, les masses de dividendes versés connaissent une chute brutale et ce n'est qu'en 2014 que le montant des dividendes versés retrouve (et dépasse) son niveau d'avant-crise ;
- en comptabilité nationale, les masses de dividendes versés baissent progressivement après un maximum enregistré là aussi en 2008. En base 2005, ils connaissent un léger rebond à partir de 2011 (sans jamais retrouver toutefois leur niveau d'avant-crise) tandis qu'en base 2010 la baisse se poursuit – à un rythme modéré – jusqu'en 2013 ;
- dans la source Banque de France la croissance des dividendes est beaucoup plus régulière : l'indicateur ne connaît en 2009 qu'une baisse limitée (d'un peu plus de 5 %) et retrouve ensuite son dynamisme, les masses de dividendes versées en 2012 s'établissant 18 % au-dessus du niveau de 2008. L'année 2013 est toutefois marquée par un recul sensible.

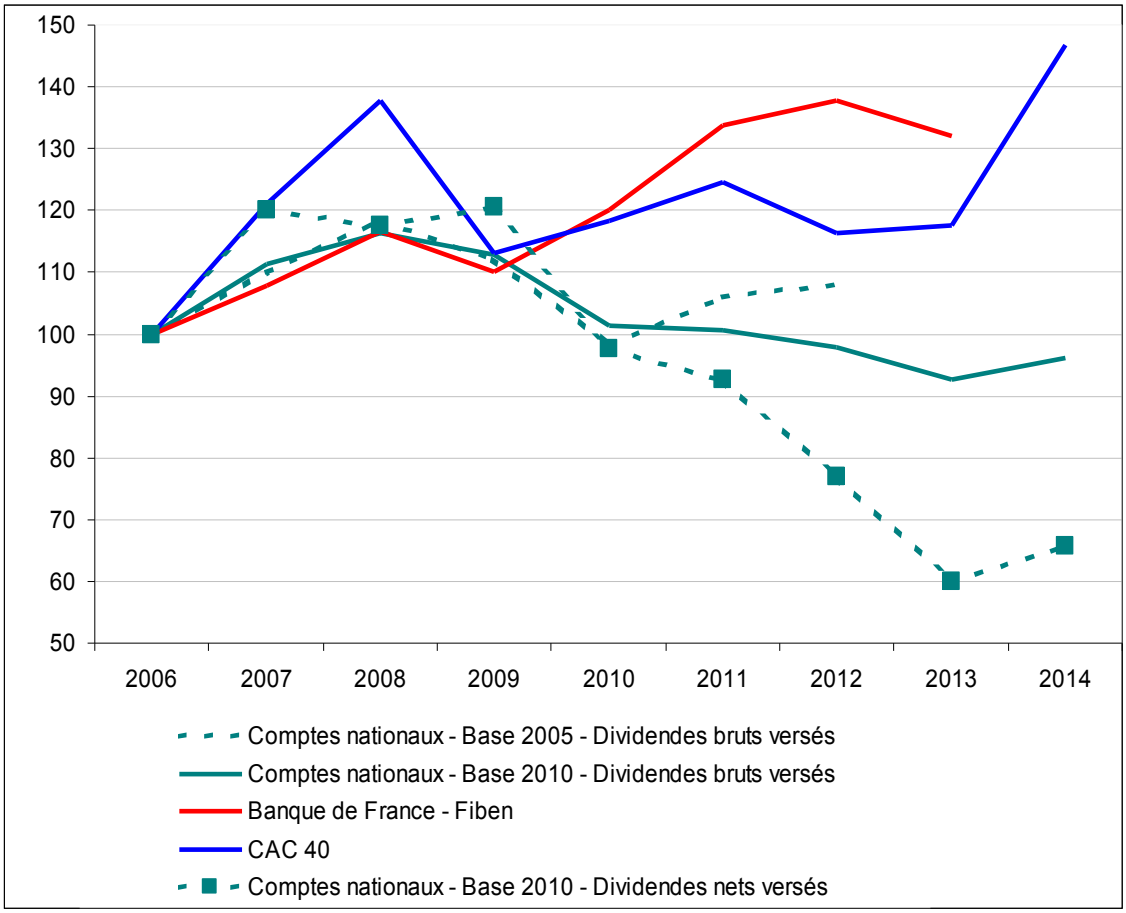
La comparaison des sources s'avère toutefois périlleuse, car les données ne couvrent pas les mêmes champs :

- les données relatives au CAC 40 portent sur des groupes dont la plupart sont fortement implantés à l'étranger. Le dividende versé par la tête de groupe retrace donc souvent davantage les résultats de l'activité située hors de France que les résultats des unités légales des groupes situés en France. *A contrario* la comptabilité nationale porte sur les dividendes versés par des unités légales situées en France ;
- le champ des données relatives au CAC 40 : dans la mesure où il ne couvre que les 40 plus grosses capitalisations boursières, des groupes entrent ou sortent régulièrement du champ en fonction des évolutions des cours des actions ;
- les données publiées par les groupes du CAC 40 portent sur des comptes consolidés. Il n'y a donc pas de doubles comptes liés aux versements de dividendes à la tête de groupe par les sociétés faisant partie du groupe. *A contrario* les données de la comptabilité nationale et de la Banque de France ne sont pas consolidées : elles agrègent les dividendes versés par toutes les sociétés présentes dans le champ, sans neutraliser les flux de dividendes intra-groupe ;
- les comportements de distribution de dividendes peuvent fortement varier selon la taille de l'entreprise considérée. Or les données du CAC 40 portent par définition sur des groupes de grande

taille tandis 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 (même s'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 CAC 40 comporte plusieurs grands groupes de banque ou d'assurance tandis que les chiffres de comptabilité nationale présentés portent sur les SNF, donc excluent notamment les sociétés de banque ou d'assurance. Or le comportement de distribution de dividendes des groupes financiers a pu être très particulier lors la récession de 2008-2009, déclenchée par des phénomènes d'excès d'endettement ayant conduit à une crise bancaire majeure dans l'ensemble des pays.

Figure IV.1 : dividendes versés en valeur (base 100 en 2006)



Source : Insee, Banque de France, vernimmen.net

De multiples facteurs limitent donc la comparabilité des données issues de ces différentes sources. La question de la territorialité en particulier est cruciale. Comme le montre l'exemple fictif développé dans l'*encadré III.3*, la dynamique des versements de dividendes peut être extrêmement différente entre les différentes sources, notamment entre les données de la comptabilité nationale et celles relatives aux groupes cotés. La forte internationalisation des grands groupes cotés, fortement implantés dans les zones émergentes où la croissance économique est plus soutenue qu'en Europe (en Asie notamment) pourrait en partie expliquer le plus grand dynamisme des dividendes versés par ces groupes que des versements de dividendes comptabilisés par l'Insee.

IV.2. Recommandations

Raisonner sur les flux nets sans négliger l'information apportée par les flux bruts

De manière générale, dans les comparaisons internationales de la rémunération du capital mis à disposition des entreprises, il convient de raisonner plutôt sur les flux nets, que l'on considère les intérêts, les dividendes ou d'autres catégories de revenus de la propriété. En effet, dans de nombreux pays, on observe de nombreux flux de revenus de la propriété entre unités légales constitutives d'un même groupe. Raisonner sur les flux bruts tend donc à majorer artificiellement l'importance des flux de rémunération du capital. De plus, l'importance de ces flux internes aux groupes peut varier considérablement en fonction de l'organisation interne des groupes, laquelle peut différer d'un pays à l'autre en fonction de caractéristiques juridiques ou fiscales propres à chaque pays. Raisonner en termes de flux nets est donc préférable du point de vue de la pertinence des comparaisons entre pays. On notera à cet égard que le poids des flux de dividendes internes aux sociétés non financières (SNF) est beaucoup plus fort en France que dans la plupart des pays de taille comparable.

Symétriquement, il peut être avantageux de considérer des ratios dont le dénominateur est net de la consommation de capital fixe, tels la valeur ajoutée nette ou l'excédent net d'exploitation. La prise en compte des flux bruts reste néanmoins indispensable pour rendre compte de la complexité croissante des flux de financement des entreprises.

Mieux articuler les données de comptabilité nationale avec les comptes IFRS des grands groupes

Les données très médiatisées relatives aux versements de dividendes par les grands groupes cotés issues de leurs comptes IFRS consolidés ne sont pas directement comparables avec celles de la comptabilité nationale, car cette dernière couvre un champ à la fois plus large (toutes les tailles d'entreprises) et plus restreint (limité aux entités résidentes sur le territoire national) par rapport aux comptes IFRS consolidés. Les écarts peuvent être très importants en niveau comme en évolution, les filiales étrangères ne remontant pas nécessairement la totalité de leurs profits sous forme de dividendes à leur maison-mère. Les analyses sont parfois trop imprécises quant au champ exact couvert par les données mobilisées.

Tenir compte des rachats et des émissions d'actions

Le rachat d'actions peut constituer une forme de rémunération des actionnaires alternative à la distribution de dividendes. L'importance des rachats d'actions peut en outre considérablement varier dans le temps ou bien entre pays (notamment en fonction de considérations fiscales). Pour apprécier le poids réel de la rémunération du capital mis à disposition des entreprises et améliorer la pertinence des comparaisons internationales, il convient donc dans l'analyse des données de comptabilité nationale de retrancher des versements effectifs de dividendes les émissions nettes d'actions.

Prendre en compte l'évolution de taille et de la structure des bilans des entreprises

La dynamique des versements de dividendes est fortement liée aux évolutions de la structure de financement des entreprises, laquelle peut se déformer en fonction notamment des évolutions des taux d'intérêt. L'analyse des dividendes gagne donc à s'appuyer systématiquement sur des données relatives aux évolutions de la structure de financement des entreprises.

Considérer avec précaution les analyses en comparaison internationale

Mener des comparaisons internationales sur des données d'entreprise est d'évidence un exercice périlleux du fait de l'existence de normes comptables différentes d'un pays à l'autre. Le développement des IFRS en Europe est certes un facteur favorable pour des comparaisons de données d'entreprises entre pays européens, mais l'établissement de comptes aux normes IFRS est une pratique développée surtout pour les groupes cotés (donc des entreprises de grande taille), ce qui est très restrictif.

La comptabilité nationale fournit en revanche un cadre conceptuel commun à l'ensemble des pays, *a priori* propice à des analyses en comparaison internationale. Pour autant les spécificités institutionnelles de chaque pays peuvent affecter la mesure des variables dérivées de ces concepts unifiés, et compromettre la pertinence des comparaisons internationales d'indicateurs relatifs au coût ou à la rémunération du capital. Les comparaisons internationales doivent donc être analysées avec prudence. Il convient en particulier d'avoir à l'esprit que les comparaisons entre la France et l'Allemagne, qu'elles portent sur le taux de marge ou le poids des versements de dividendes, sont fortement biaisées du fait de l'existence de très nombreuses sociétés de personnes comptabilisées en quasi-sociétés dans les comptes nationaux allemands. Il convient à cet égard de souligner que, si les données issues d'Eurostat reposent sur des concepts harmonisés, elles ne permettent pas nécessairement de faire des comparaisons exemptes de biais car les spécificités nationales, tant institutionnelles que liées à la structuration du système de collecte statistique, affectent la mesure des indicateurs.

Prendre en compte avec mesure les données en « première estimation » pour les dividendes et bénéfices réinvestis à l'étranger

La contribution des activités internationales aux revenus du capital est désormais une dimension incontournable de l'analyse du rendement des capitaux investis ou encore de la part des revenus de la propriété dans la répartition globale des revenus – autant de thèmes contribuant à l'analyse du coût du capital. Les statistiques de balance des paiements et de comptes nationaux permettent d'élaborer une vision en niveaux et tendances, mettant en évidence, en moyenne période, les mouvements structurels. En revanche les premières publications (année N-1 publiée en année N) ne peuvent reposer sur des données « de collecte » complètes et sont normalement sujettes à révision. Les premiers constats tirés de ces publications doivent donc être interprétés compte tenu de cela.

Références bibliographiques

BANCEL Franck, « Le coût du capital - Théories, mesures et pratiques », RB édition, 2014

BERK Jonathan, Peter De MARZO (adapté par Gunther CAPELLE-BLANCARD, Nicolas COUDERC, Nicolas NALPAS), « Finance d'entreprise », PEARSON, 2014, 3ème édition

CAHU Pau, « Surplus distribuable et partage de la valeur ajoutée en France », Trésor-Éco n° 59, juin 2009

CARLINO, Laurent, Germain DAIRAY, Claire MANGIN, « La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », Bulletin de la Banque de France, n° 196, 2ème trimestre 2014

CHARLES Amélie, Stéphanie MAURICE, Étienne REDOR, « Le Financement des entreprises », Ed. ECONOMICA, 2014, 2ème édition

COILLE, Jean-Claude, « Politique financière – Applications et cas de gestion financière », Tome 1 – Manuel d'exercices corrigés, Maxima, 1999

FERNANDEZ PABLO, "Valuation and Common Sense" :
http://web.iese.edu/PabloFernandez/Book_VaCS/valuation%20CaCS.html

GINGLINGER Édith, Jean-Marie HASQUENOPH, « Mathématiques financières », ECONOMICA, 2006

PIONNIER Pierre-Alain, Emmanuelle GUIDETTI, « Comparing profit shares in value-added in four OECD countries – Towards more harmonised national accounts », *OECD Working Papers* 2015/03

VERNIMMEN Pierre, Pascal QUIRY, Yann Le FUR, « Finance d'entreprise 2014 », DALLOZ, 2013, 12ème éd.

Banque de France, Référentiel des financements des entreprises :
https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/missions/services-rendus/information-sur-les-entreprises-non-financieres/referentiel-des-financements-des-entreprises.html

Comité de Normalisation Obligataire CNO Volume A – Les obligations et autres titres de créance en euros 2010 :
http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cnofrance.org%2Ffr%2Fobligations-et-autres-titres-de-creance-a-revenu-fixe-%2C9.cfm%3FgetDoc&ei=lVCJVaiNEsS1UZmFgcAM&usg=AFQjCNGtkN1Hdg1hJJKJEeRUcZnOnz5JtQ&bvm=bv.96339352,d.d24

Annexes

1 – Mandat du groupe de travail

2 – Composition du groupe de travail

3 – Personnes auditionnées

4 – L'estimation des dividendes dans les bases successives des comptes nationaux

5 – L'estimation des dividendes dans les millésimes successifs de la balance des paiements

6 – Observations de Denis Durand, représentant de la CGT, sur le rapport

Annexe1 – Mandat du groupe de travail

Mandat du Groupe de travail « Coût du capital » du Cnis rattaché à la Commission *Entreprises et stratégies de marché*

Version adoptée par le bureau du Cnis du 20 mars 2014

intégrant des adaptations de rédaction suite à la première réunion du groupe le 27 mai 2014

Les travaux de la Commission *Entreprises et stratégies de marché* du Cnis, de par son mandat, mettent un accent particulier sur les enjeux de la mondialisation, en lien avec les caractéristiques des entreprises. Dans ce cadre, les questions de compétitivité des entreprises apparaissent naturellement comme un élément clé de ces enjeux. En la matière, les questions de parts de marché, de coût du travail et de taux de marge des entreprises sont fréquemment abordées. Or, plusieurs voix se sont récemment élevées pour demander des travaux plus complets, distinguant les indicateurs de performance en matière de compétitivité d'une part, les indicateurs sur les facteurs de compétitivité d'autre part. Parmi ces derniers, le coût du capital et les questions de financement des entreprises devraient être traitées symétriquement au coût du travail et aux questions d'emploi. Cette demande a notamment été exprimée lors de la Rencontre Moyen terme 2014-2018, qui s'est tenue sous l'égide de la Commission Entreprises et stratégies de marché le 20 juin 2013, intitulée « *Compétitivité et facteurs de développement des entreprises : quels enjeux statistiques pour les années à venir ? ».*

En conséquence de l'intérêt suscité par ces questions, le Conseil a émis un avis pour que la statistique publique évolue en ce sens. Pour y donner suite, plusieurs aspects de ces questions seront abordés par le groupe de travail :

- quelles sont les différentes composantes du coût du capital à prendre en compte, en distinguant si possible selon la taille ou le type d'entreprises ? quelles sont les données statistiques permettant de les appréhender, tant au niveau des comptes nationaux que des bases de données d'entreprises ? quelles en sont la portée et les limites ?

- quelle mesure statistique peut-on donner de la part de la rémunération du capital (intérêts, dividendes, etc.) dans l'affectation des revenus des entreprises françaises ? Comment faut-il l'interpréter, en tenant compte notamment de l'évolution des structures de financement ainsi que du développement des flux financiers intra-groupes et de leur internationalisation ?

- s'agissant plus spécifiquement des capitaux propres, quels sont – au-delà des dividendes courants – les autres éléments à prendre ou non en compte, en particulier du côté des « opérations financières » (dividendes exceptionnels, bénéfices réinvestis en actions, paiements de dividendes en actions, rachats d'actions, etc.) ?

- en matière de coût du capital, dans quelle mesure des comparaisons internationales peuvent-être être menées ? avec quelle significativité ?

Sur toutes ces questions, l'objectif du groupe du travail sera d'abord et avant tout d'éclairer et d'expliquer les concepts, de mettre en évidence la portée et les limites des mesures statistiques disponibles, et de faire des recommandations afin d'en améliorer la pertinence et la robustesse.

Composition du groupe de travail

Président :	Olivier GARNIER, Société Générale
Rapporteurs :	Ronan MAHIEU, Insee
	Jean-Pierre VILLETELLE, Banque de France
Membres :	Julie BESTEL, CGPME
	Serge BRU, CFTC
	Olivier CHEMLA, AFEP
	Gérard DE LAVERNÉE, MEDEF
	Denis DURAND, CGT
	Edith GINGLINGER, Université Paris-Dauphine
	Michel HUSSON, IRES
	Anne-Juliette LECOURT, CFDT
	François MEUNIER, ALSIS Conseil
	Jean-François OUVRARD, Rexecode
	Hervé SAINT-SAUVEUR, CCI France
	Xavier TIMBEAU, OFCE
	Olivier VIGNA, AMF
Coordination :	Philippe ROUSSEL, Cnis

Annexe 3 – Personnes auditionnées

Les résumés des interventions des personnes auditionnées figurent dans les comptes-rendus successifs du groupe de travail, disponibles sur le site du Cnis.

Laurent CORDONNIER, Centre lillois d'études et de recherches sociologiques et économiques

Propositions en vue de la construction d'un indicateur de surcoût du capital

Renaud Du TERTRE, Université Paris Diderot

La rentabilité économique et financière des grands groupes cotés non financiers, de 1992 à 2010

François LEQUILLER, OCDE
Pierre-Alain PIONNIER, OCDE

Comparaisons internationales de taux de marge des sociétés non financières (SNF), réalisées à partir des données de la comptabilité nationale

Dominique NIVAT, Banque de France

Estimation des intérêts et dividendes reçus et versés par les sociétés non financières (SNF) dans les Comptes nationaux : focus sur les relations avec le reste du monde

William ROOS, Direction générale du Trésor

La répartition capital / travail selon la méthode des comptes de surplus

Interventions des membres du groupe de travail

Edith GINGLINGER, Université Paris-Dauphine

Le coût du capital et la politique de dividendes selon la théorie financière

Xavier TIMBEAU, OFCE

L'évolution du coût du capital à partir des comptes de patrimoine : sources et méthodes

Annexe 4 – L'estimation des dividendes dans les bases successives des comptes nationaux

La section III.2.4 du présent rapport précise les données mobilisées et les arbitrages effectués pour l'estimation des dividendes lors de l'établissement de la base 2010.

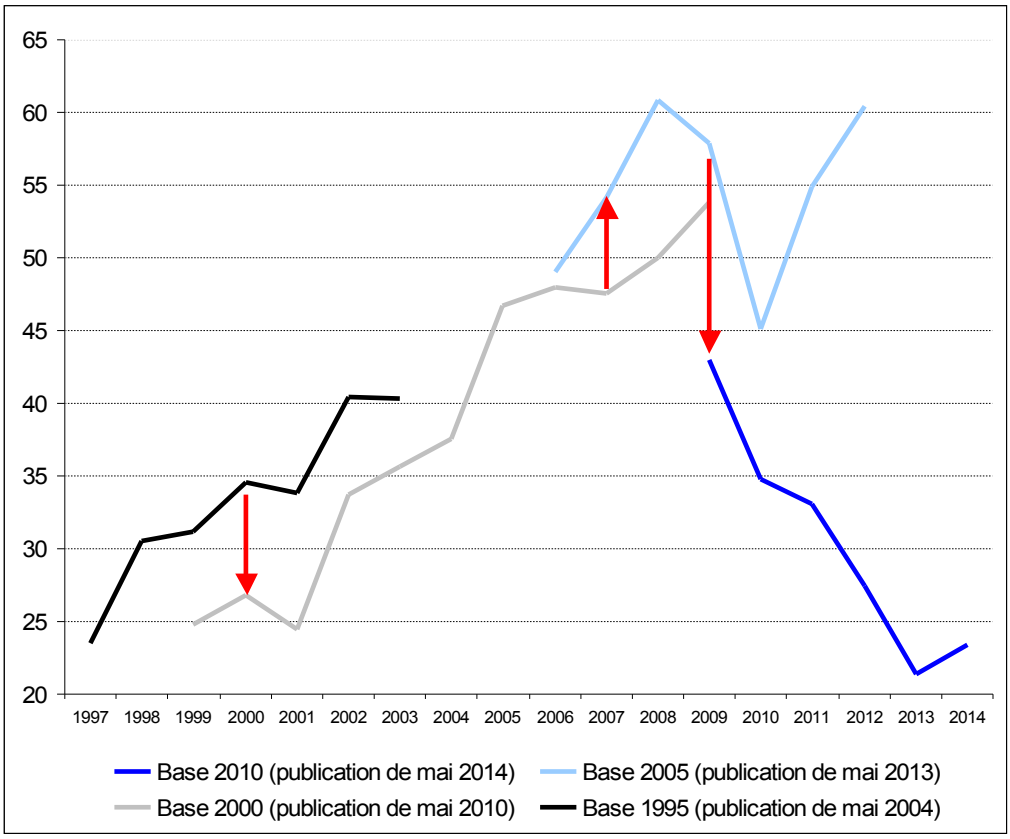
Comme l'indique la *figure III.5* de la section III.2.4, les dividendes (D.421) reçus par les ménages purs sont donc révisés en baisse de 16 Md€ sur l'année 2009 entre les bases 2005 et 2010. Il convient toutefois de noter que les chiffres ne sont en réalité pas comparables d'une base à l'autre :

- le solde des intérêts (reçus - versés) est révisé en baisse de 8 Md€ ;
- le solde des dividendes (reçus - versés) est révisé en baisse de 16 Md€ ;
- apparaît un solde (reçu - versé) positif de 8 Md€ lié à l'apparition de la nouvelle catégorie des revenus d'investissement attribués aux détenteurs de parts de fonds d'investissement.

Or les flux maintenant comptabilisés en D.443 étaient auparavant comptabilisés soit en intérêts soit en dividendes selon le type d'actifs privilégié par ces fonds. La révision à la baisse du solde des dividendes des ménages est donc en réalité inférieure à 16 Md€ sur l'année 2009.

Il est par ailleurs utile de rappeler que l'estimation des dividendes a fait l'objet d'importantes révisions en niveau lors de chacun des changements de base de la comptabilité nationale, comme le montre le graphique A.1 ci-dessous.

Figure A.1 - Le solde (versé - reçu) des dividendes des SNF dans les différentes bases (Md€)



Source : Insee, Comptes nationaux, bases 1995 à 2010

L'arbitrage effectué pour l'élaboration de la base 2010 s'inscrit donc dans une histoire de révisions successives assez fortes du solde des dividendes versés par les SNF. La révision à la baisse de 15 Md€ sur l'année 2009 (entre les bases 2005 et 2010) est en effet précédée :

- d'une révision de 7 Md€ à la hausse sur l'année 2007 (entre les bases 2000 et 2005) qui trouvait son origine dans de nouvelles estimations de la balance des paiements sur les flux avec le reste du monde. À l'époque, la source Ésane, extrêmement récente, n'avait pas pu être exploitée pour élaborer l'estimation des revenus de la propriété sur les années de base ;

- d'une révision à la baisse d'environ 7 Md€ sur l'année 2000 (entre les bases 1995 et 2000). À l'époque, les estimations de stocks d'actifs et de passifs dans les bilans des différents secteurs institutionnels – dont les SNF – avaient été très fortement revues par la Banque de France dans les comptes financiers : les flux de revenus de la propriété avaient été révisés en conséquence de manière à ce que les taux de rendement apparents restent économiquement plausibles.

Le rappel de ces révisions confirme si besoin est que les estimations de solde des dividendes versés par les SNF demeurent fragiles base après base.

Le solde des dividendes reçus par les ménages s'établit donc maintenant à +26 Md€ sur l'année 2009 (base 2010) contre +42 Md€ en base 2005. On peut essayer de rapprocher ces estimations des chiffres relatifs aux revenus financiers qui figurent dans les déclarations fiscales remplies par les ménages (n° 2042). Il est certes difficile d'identifier précisément les dividendes dans ces déclarations car les modalités d'imposition dépendent tout autant du mode de détention des actions (détention directe, via un fonds commun de placement, via un PEA…) que de la nature (actions ou autres) des actifs possédés. Les données qui figurent dans les déclarations suggèrent tout de même un total de dividendes reçus par les ménages plus proche de 20 Md€ que de 40 Md€, **ce qui tend à confirmer que le total des dividendes perçus par les ménages était trop élevé en base 2005**. Dans le tableau A.2, si l'on exclut la dernière ligne qui est clairement relative à des revenus d'intérêt et pas à des revenus d'actions, les revenus financiers déclarés – qui ne comprennent pas que des dividendes mais aussi des intérêts, ainsi que des revenus d'assurance-vie enregistrés isolément (D.441) en comptabilité nationale – atteignent en effet seulement 29 Md€ pour l'année 2009.

À noter que les données de déclaration IRPP n° 2042 permettent d'isoler les plus-values de cessions de valeurs mobilières. Ces données ne sont toutefois pas mobilisées pour estimer les dividendes : les dividendes correspondent en effet aux seuls revenus tirés des actions et excluent les gains en capital, lesquels sont comptabilisés dans les comptes de variation de patrimoine.

Tableau A.2 - Revenus des valeurs et capitaux mobiliers pour l'année 2009 dans les déclarations 2042 (Md€)

Libellé	Code 2042	Montant (Md€)
Revenus des actions et parts soumis au prélèvement libératoire de 18 %	2DA	5,5
Produits d'assurance-vie et de capitalisation soumis au prélèvement libératoire de 7,5 %	2DH	0,8
Produits de placement soumis aux prélèvements libératoires autres que ceux indiqués aux lignes 2DA et 2DH	2EE	6,3
Revenus ouvrant droit à abattements		
Revenus des actions et parts (crédits d'impôt inclus)	2DC	11,9
Revenus imposables des titres non cotés détenus dans le PEA	2FU	0,1
Revenus distribués dans le PEA (pour le calcul du crédit d'impôt au taux de 50 %)	2GR	1,1
Produits des contrats d'assurance-vie ou de capitalisation d'une durée d'au moins 6 ou 8 ans	2CH	1,7
Revenus n'ouvrant pas droit à abattements		
Revenus de valeurs mobilières et distributions (crédit d'impôt inclus)	2TS	1,7
Autres revenus distribués et revenus des structures soumises hors de France à un régime fiscal privilégié	2GO	0,0
Intérêts et autres revenus assimilés (crédit d'impôt inclus)	2TR	4,0

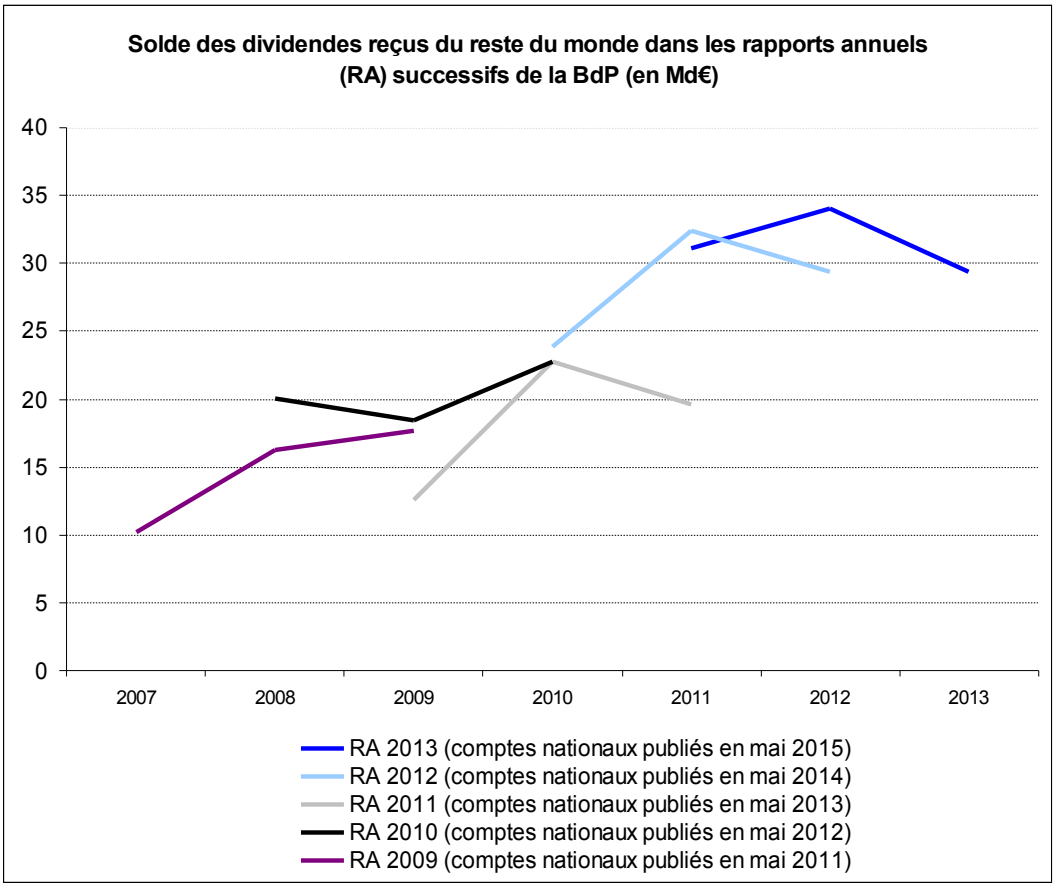
Source : DGFiP

Annexe 5 – L'estimation des dividendes dans les millésimes successifs de la balance des paiements

Les figures A.3 et A.4 montrent les estimations du solde des dividendes et des bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers reçus du reste du monde dans les rapports annuels successifs de la balance des paiements.

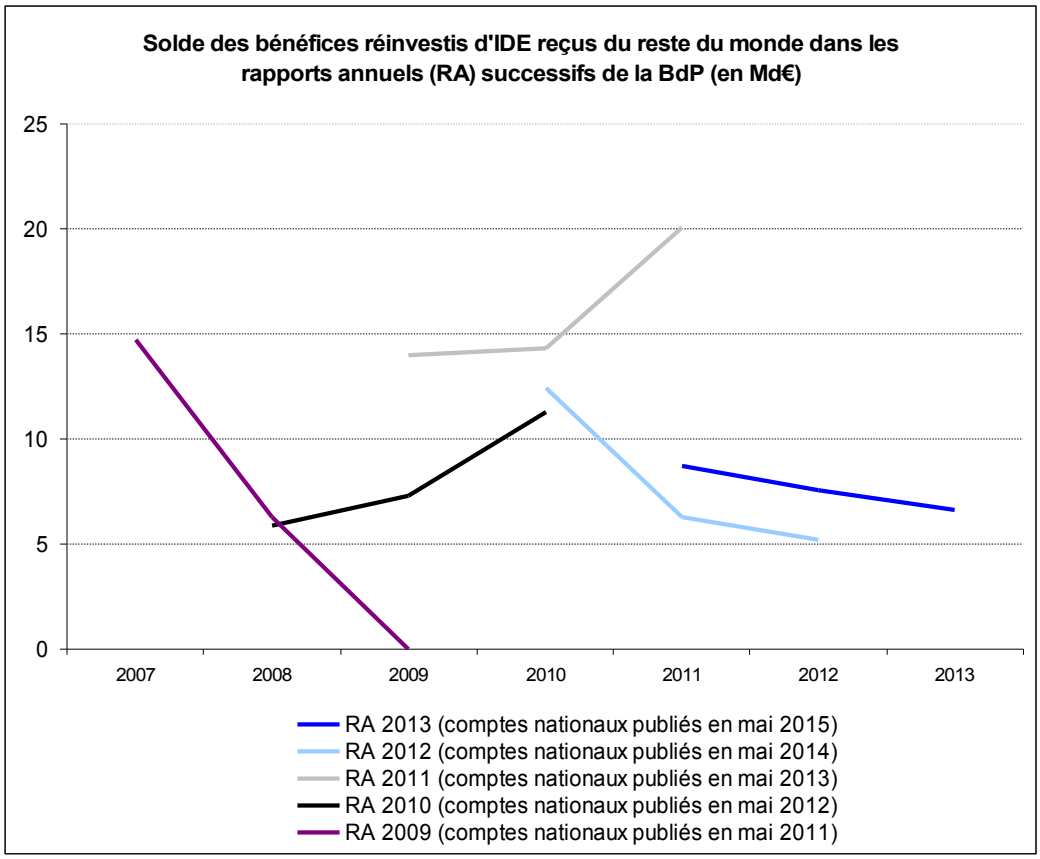
La figure A.3 indique ainsi pour l'année 2010 dans le dernier rapport annuel portant sur cette année (le rapport annuel 2012) un solde des dividendes reçus du reste du monde s'établissant à +23,8 Md€. Ce chiffre peut sembler très élevé par rapport au solde de +2,9 Md€ figurant dans la figure III.5 mais qui porte non seulement sur les dividendes mais aussi sur les intérêts et les revenus des détenteurs de parts de fonds d'investissement. Or le solde des intérêts est fortement négatif : -7,2 Md€ en comptabilité nationale pour l'année 2010. Le reste de l'écart est expliqué par des différences de sources (pour les opérations entre le reste du monde et les administrations publiques en particulier, la comptabilité nationale privilégie la source de la comptabilité publique à celle de la balance des paiements) et des retraitements conceptuels (sur les Sifim notamment).

Figure A.3 - Solde des dividendes reçus du reste du monde dans les publications successives de la balance des paiements



Source : Banque de France, balance des paiements

Figure A.4 - Solde des bénéfices réinvestis d'IDE reçus du reste du monde dans les publications successives de la balance des paiements



Source : Banque de France, balance des paiements

Annexe 6 – Observations de Denis Durand, représentant de la CGT, sur le rapport

La CGT se félicite de la réalisation de ce rapport, qui répond à une demande publique qu'elle avait adressée au Cnis et au système statistique public en novembre 2013. Elle considère en effet que la mesure du coût du capital est très importante pour le débat public en matière économique et sociale.

Le rapport résulte d'un travail considérable animé d'un souci de pédagogie dont nous tenons à féliciter le président et les rapporteurs.

La CGT leur est reconnaissante d'avoir pris en compte une partie des propositions d'amélioration du rapport qu'elle a présentées, mais elle regrette que la composition fermée du groupe et le petit nombre de séances n'aient pas permis de prendre pleinement en compte la diversité des points de vue et des réflexions susceptibles d'éclairer un sujet aussi complexe que la mesure du coût du capital.

L'un des mérites du rapport est d'ailleurs de mettre en évidence cette complexité. À juste titre, il souligne que le coût du capital ne se limite pas à celui des dividendes. Il présente les différentes modalités de financement des entreprises et les sources statistiques disponibles pour chacune d'elles, aussi bien dans la statistique d'entreprises que dans la comptabilité nationale. Il analyse l'importance des comportements de rachats d'actions. Il ouvre d'intéressantes perspectives sur la pression exercée par la hausse du coût du foncier dans la période récente.

Le rapport détaille les différentes sources d'information sur les taux d'intérêt. Il décrit en particulier les statistiques publiées par la Banque de France sur le coût du crédit en fonction de la taille des entreprises. Il serait souhaitable que les comptes nationaux fournissent des décompositions analogues, utilisant par exemple la nomenclature des catégories d'entreprises, telles que définies dans le décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008.

D'autres points, comme le poids des amortissements et de leur régime fiscal dans le coût d'usage du capital, sont mentionnés et mériteraient de faire l'objet d'une étude plus systématique.

Le rapport constate que le coût des fonds propres est particulièrement difficile à mesurer.

Cette difficulté tient pour une part à la qualité ou à la disponibilité insuffisantes des sources. L'écart entre les chiffres « spontanés » des revenus nets de la propriété induit par le passage de la base 2005 à la base 2010 des comptes nationaux, tel qu'il apparaît dans le *tableau III.4*, est considérable : + 46 milliards pour les SNF, + 8 milliards pour le reste du monde, d'où par solde - 54 milliards pour les ménages, soit plus de 2 % du PIB ! Le *graphique A1* de l'*annexe 4* du rapport met en évidence son ampleur de façon frappante. La CGT demande que le système statistique public – particulièrement l'Insee et la Banque de France – approfondisse davantage les recherches sur l'origine de cet écart. Il conviendrait de déterminer en détail quels secteurs d'activité sont concernés par la modification des données issues de la statistique d'entreprise, dont on peut penser qu'elle intervient pour beaucoup dans l'explication de cette divergence.

Au-delà des seuls dividendes, le rapport montre que le coût des fonds propres n'est pas observable. Il propose en conséquence de recourir à des modèles usuels de théorie financière. Ce choix méthodologique ne doit pas faire oublier que ces modèles reposent sur des hypothèses qui ne sont en général pas vérifiées dans la réalité. De fait, l'actualité quotidienne met en lumière le caractère hautement contestable de l'hypothèse de rationalité des marchés financiers (par exemple : http://www.lesechos.fr/journal20150615/lec2_finance_et_marches/02199408476-le-marche-prefere-les-dividendes-a-linvestissement-1128123.php#xtor=EPR-13-[finances_marches]-20150615-[Prov_]-1959307%402).

La rationalité économique peut justifier la mise en œuvre d'autres critères que celui de la rentabilité maximale des capitaux, tels que la maximisation de la valeur ajoutée en comparaison des dépenses matérielles et financières engagées. Un plus grand pluralisme méthodologique aurait permis d'enrichir les développements du rapport et d'augmenter sensiblement son intérêt. En l'état, le rapport, même amendé sur nos suggestions, prête le flanc à une confusion entre l'utilisation de ces modèles comme moyens d'estimation de diverses composantes non observées du coût du capital et une présentation des résultats de ces calculs comme seuls critères rationnels de gestion de l'entreprise.

Enfin, le rapport marque une très forte préférence pour une analyse des flux nets d'intérêts, de dividendes ou d'autres revenus de la propriété. Les préventions qu'il exprime contre l'observation des

flux bruts s'appuient sur des arguments méthodologiques que nous n'avons pas de raison de contester. Mais l'inconvénient de ce parti pris n'est pas signalé : il fait disparaître en grande partie la trace d'une évolution majeure des économies développées depuis plusieurs décennies, particulièrement forte en France, à savoir l'augmentation considérable des flux financiers en comparaison des flux de production et de revenus. Cet effet est particulièrement visible dans les *figures III.6 et III.7* du rapport. Les encours bruts d'actifs en « qui-à-qui », représentés dans la *figure III.6*, donnent une image beaucoup plus complète des relations financières entre secteurs institutionnels que la représentation des encours nets, prochainement disponible, elle aussi, dans les statistiques de la Banque de France. À l'inverse, la *figure III.7* fait disparaître toute information sur les choix opérés par les entreprises entre formation brute de capital fixe et recherche de revenus financiers, pourtant cruciaux dans leur stratégie.

Il est tout à fait regrettable que le rapport ne pose pas la question de savoir si cette mutation vers un capitalisme financiarisé a eu des effets sur le coût du capital, alors que cette question est au cœur des motifs qui ont conduit à la constitution de notre groupe de travail. Par exemple, la croissance des actifs financiers des entreprises en comparaison de leur création de valeur ajoutée, qui peut constituer une cause tout autant qu'une conséquence de la croissance de leurs ressources génératrices d'une rémunération du capital, n'est pas évoquée. La prudence et la rigueur de l'analyse exigent à nos yeux que l'information prise en compte pour mesurer le coût du capital tienne compte tout autant des données financières brutes – flux et encours – que des données nettes. Dans cette perspective, la CGT souligne l'intérêt d'une analyse de l'efficacité du secteur financier à partir des informations publiées par la Banque de France sur l'endettement total des agents non financiers rapporté au PIB. Cette information pourrait être enrichie par le suivi d'un ratio « ressources totales (endettement + accroissement des fonds propres) des sociétés non financières » / valeur ajoutée des SNF.

La CGT demande que les améliorations à l'information statistique publique suggérées par le rapport fassent au plus tôt l'objet d'une prise en compte complète par l'Insee et la Banque de France. Elle demande que les travaux se poursuivent dans les domaines que le rapport n'évoque pas ou qu'il évoque sans leur consacrer de développements débouchant sur des préconisations.