

## **Groupe de travail du Cnis sur le Coût du capital**

### **Compte rendu de la 4<sup>ème</sup> réunion du 16 octobre 2014**

Président : Olivier GARNIER (Chef Économiste du Groupe Société Générale)  
Rapporteurs : Ronan MAHIEU (chef du Département des Comptes Nationaux, Insee)  
Jean-Pierre VILLETTELLE (chef de l'Observatoire des entreprises, Banque de France)

Destinataires : les membres du groupe

### **Rappel de l'ordre du jour**

1. Le coût du capital et la politique de dividendes selon la théorie financière (Edith Ginglinger, Université Paris-Dauphine)
2. La répartition capital / travail selon la méthode des comptes de surplus (William Roos, Direction générale du Trésor)
3. Validation du compte-rendu de la 3ème réunion

### **Liste des participants**

Gérard DE LAVERNÉE	MEDEF
Olivier GARNIER	Société Générale
Edith GINGLINGER	Université Paris-Dauphine
Ronan MAHIEU	Insee
François MEUNIER	ALSIS Conseil
Jean-François OUVRARD	Rexecode
Philippe ROUSSEL	Cnis
Olivier VIGNA	AMF
Jean-Pierre VILLETTELLE	Banque de France

### **Absents excusés**

Julie BESTEL	CGPME
Serge BRU	CFTC
Anne-Christèle CHAVY-MARTIN	Banque de France
Olivier CHEMLA	AFEP
Denis DURAND	CGT
Michel HUSSON	IRES
Anne-Juliette LECOURT	CFDT
Hervé SAINT-SAUVEUR	CCI France
Xavier TIMBEAU	OFCE

### **Personnes invitées ou auditionnées**

Aurélian DAUBAIRE	DG Trésor
William ROOS	DG Trésor

# 1. Le coût du capital et la politique de dividendes selon la théorie financière (Edith Ginglinger, Université Paris-Dauphine)

Mme Edith Ginglinger a présenté le coût du capital comme le coût de financement global d'un investissement, c'est-à-dire le coût d'un élément d'actif dont l'entreprise attend un rendement. Ce coût détermine le taux de rejet des investissements – les investissements de rentabilité insuffisante pour couvrir le coût de financement seront rejetés – et représente aussi le taux moyen de rentabilité pour les apporteurs de capitaux. La présentation a porté sur les facteurs clés du coût du capital (risque économique et taux d'endettement) puis sur la question d'une relation entre la politique de dividendes et le coût du capital.

- 1.1 Les facteurs clés du coût du capital

Les actionnaires détiennent l'intégralité de l'actif de l'entreprise et encourent donc le risque économique d'exploitation de cet actif. Ils n'accepteront de financer ce placement risqué par rapport à un placement sans risque que contre une rémunération supplémentaire : la prime de risque. En l'absence de dettes, le risque porté par les actionnaires est donc réduit au risque économique, qui dépend de la structure des coûts de fonctionnement de l'entreprise (plus il y a de coûts fixes face à des revenus d'activité aléatoires, plus le risque est élevé), de la conjoncture, de la visibilité sur les perspectives d'activité, etc.

En présence d'endettement, c'est-à-dire lorsqu'une partie des fonds nécessaires au financement du même investissement est empruntée auprès de créanciers, le risque économique de l'actif n'est pas modifié par le choix de financement, mais devient proportionnellement plus important pour les actionnaires, puisqu'il n'est pas partagé avec les créanciers. Les actionnaires exigent donc une prime de risque supplémentaire (prime de risque financier) parce qu'ils supportent plus de risques en raison de la présence de prêteurs ne prenant pas de risque.

Pour le calcul des primes de risque, Mme Ginglinger a fait référence au modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF, ou *Capital Asset Pricing Model, CAPM*) et présenté les principales conclusions des articles de Modigliani et Miller, selon lesquelles, en l'absence d'impôt et dans un cadre d'hypothèses restrictives (1958), le coût du capital de l'entreprise ne dépend pas de la structure financière adoptée et, en présence d'un impôt sur les bénéfices (1963), la valeur de l'actif économique dépend de la structure financière de l'entreprise (financement par dette ou financement par fonds propres) et augmente avec le niveau d'endettement. En introduisant les coûts de faillite liés à l'endettement, l'effet fiscal positif de l'endettement est contrebalancé par ces coûts. On peut admettre que l'endettement ne permet pas de diminuer le coût du capital.

Au total, le coût du capital ne dépend donc que du risque de l'actif. La structure de passif détermine le poids du risque porté par les actionnaires, en fonction de la part des créanciers dans le passif. En général, le recours à l'endettement ne fait pas baisser le coût (moyen pondéré) du capital. Seule la baisse du risque économique peut faire baisser le coût du capital.

- 1.2 Dividendes et coût du capital

Mme Ginglinger a rappelé que la rémunération des actionnaires résulte des dividendes versés et des plus-values (gains en capital). En l'absence de versement de dividendes, la part du résultat non distribué est mise en réserve (autofinancement) ce qui se traduit pour les actionnaires par une plus-value potentielle. Inversement, lorsque l'entreprise distribue un dividende, le cours de l'action s'ajuste à la baisse du montant correspondant (hors effets fiscaux). Si les dividendes et les plus-values sont imposés de façon identique, les actionnaires sont indifférents à la forme de leur enrichissement.

Les pratiques de versement de dividendes renvoient donc à des questions de gouvernance d'entreprises : réduire des coûts d'agence (éviter que les dirigeants n'investissent les fonds disponibles dans des projets peu rentables) ; signaler des perspectives favorables (une réduction du dividende est un signal négatif, et les grandes entreprises pratiquent une politique de dividendes en croissance régulière).

## 2. La répartition capital / travail selon les comptes de surplus (William Roos, DG Trésor)

Le surplus distribuable est défini comme la part du PIB disponible pour améliorer la rémunération unitaire du travail et du capital.

Economiquement parlant, le surplus distribuable résulte :

- des gains de productivité ;
- de l'évolution du prélèvement opéré par le reste du monde. On parle également de « termes de l'échange » : ils correspondent à l'évolution du prix de la demande intérieure (qui comprend notamment les importations) relativement au prix de la valeur ajoutée produite en France.

En pratique, la mesure du surplus distribuable est naturellement très sensible à la qualité des données statistiques de comptabilité nationale. Son estimation mobilise notamment des données de stocks relatives au travail (total des heures travaillées) et au capital (stock de capital fixe).

Le surplus distribuable a fortement diminué depuis les années 1980 du fait principalement de l'affaiblissement des gains de productivité, mais aussi du poids tendanciellement croissant de la facture énergétique. Compris généralement entre 1 et 2 points de PIB par an entre 1980 et 2000 en fonction des phases du cycle économique, il est devenu presque systématiquement inférieur à 1 point de PIB par an depuis le début du siècle. Il devient même fortement négatif en 2008-2009 (-1 point de PIB) lors de la récession et n'est que faiblement positif entre 2010 et 2013 (+0,3 point de PIB par an).

Une fraction du surplus distribuable est captée par les administrations publiques via l'évolution de la fiscalité pesant sur la production, les importations ou les facteurs de production (TVA, TICPE, droits de douane, CVAE...). Le reste contribue à accroître la rémunération horaire du travail et la rémunération unitaire du capital.

Sur longue période, on constate que le partage du surplus disponible (après impôts) entre rémunération du capital et du travail est très sensible à la position dans le cycle économique : en période de crise (croissance du PIB en volume inférieure à +1,2 %), la croissance de la rémunération horaire du travail se maintient alors que la rémunération unitaire du capital diminue. *A contrario* lorsque la croissance du PIB en volume excède +2,6 %, la part du surplus captée par le capital est élevée.

Depuis le début des années 2000 – période marquée par une croissance ralentie, puis une récession sans précédent en 2008-2009 suivie d'une sortie de crise laborieuse –, l'essentiel du surplus distribuable a été consacré à accroître la rémunération horaire du travail.

Le message délivré via les comptes de surplus est globalement cohérent avec l'évolution du taux de marge (baisse d'environ 4 points depuis la crise) : il décrit un fort choc de demande suivi d'un ajustement incomplet de l'emploi et une décélération limitée des salaires. Les comptes de surplus ne sont toutefois qu'une approche parmi d'autres, qui gagne à être complétée par des analyses prenant en compte la rentabilité économique et/ou financière du capital, l'imposition des bénéfices, etc.