

## Les actionnaires sont-ils trop payés en France ?

Bertille Bayart, *Le Figaro*, 8 avril 2014

La hausse des dividendes serait-elle responsable de la baisse des investissements des entreprises et donc de l'érosion de leur compétitivité ? Le débat sur le coût du capital rebondit avec la discussion en cours du pacte de responsabilité.

Qui Manuel Valls écouterait-il ? Benoît Hamon, qu'il vient de promouvoir au ministère de l'Éducation ? Ou Philippe Aghion, l'économiste, professeur à Harvard, qui vient de publier *Changer de modèle*, véritable guide de social-libéralisme ? Une bonne partie de cette question clé trouvera sa réponse dans la présentation que fera le premier ministre du pacte de responsabilité. Annoncé par le président de la République lors de ses vœux du 31 décembre dernier, ce pacte vise à alléger les charges des entreprises qui pèsent sur le travail, en échange de « contreparties ». Mais lesquelles ? Au moment où la majorité gronde, certaines voix réclament qu'un effort soit demandé aux actionnaires, dont la rémunération serait, à les entendre, une cause de la sous-compétitivité de nos entreprises. Un discours politiquement audible, mais économiquement beaucoup moins fondé. Le coût du capital



Dans une tribune aux Échos début mars, Benoît Hamon demandait ainsi que le pacte de responsabilité permette de « poser la question du coût du capital ». « Cela fait des années qu'on nous dit qu'il faut baisser le coût du travail. Moi, je vous dis que ça fait vingt ans que nous le faisons et que ça ne sert à rien ! Il faut regarder les choses dans leur globalité : la courbe de ce qui est versé aux actionnaires grimpe depuis six ans, alors que celle de l'investissement chute. (...) Regardons aussi ce que coûte le capital ! » s'exclamait pour sa part Thierry Lepaon, le leader de la CGT dans nos colonnes le 28 février.

Appliqué au pacte de responsabilité, le raisonnement impliquerait que l'on demande aux entreprises de limiter - Benoît Hamon réclame de la « tempérance » - la rémunération de leurs actionnaires. C'est dans la masse des dividendes que notre économie pourrait retrouver des marges de manoeuvre, de la compétitivité, des moyens pour investir. Une idée qui fait bondir les patrons. « Mais de quoi parle-t-on ? Je sais bien que, pour certains, la quintessence du bonheur, c'est l'entreprise sans actionnaires. Mais, dans la réalité, ça ne marche pas. C'est avec ce genre de chimère qu'on ruine un pays ! » s'emporte un grand industriel. « Limiter les dividendes ? C'est quoi ? Une nouvelle taxe à 75 % ? C'est bête à pleurer ! » ironise pour sa part un gérant de fonds anglo-saxon.

### Des dividendes qui augmentent

Pour faire la part des choses dans ce débat, mieux vaut donc se fier aux chiffres. Les dividendes versés aux actionnaires des entreprises françaises sont-ils exagérément élevés et se sont-ils envolés ces dernières années ? C'est la thèse des chercheurs du laboratoire Clersé de l'université de Lille, dont l'étude a inspiré Benoît Hamon comme la CGT. « La partie qui est en train de se jouer depuis une trentaine d'années pourrait s'appeler la revanche de la propriété sur l'entreprise ou la revanche de la rente sur l'activité », écrivent ses auteurs.

De fait, en première analyse, les actionnaires français sont de mieux en mieux rémunérés. Les chiffres du CAC 40, c'est-à-dire des quarante plus grandes entreprises cotées en bourse, en attestent : elles auront reversé à leurs actionnaires 82 % de leur résultat net 2013 ! Le chiffre peut paraître énorme... mais il est déformé. Par exemple, GDF Suez a affiché une perte comptable de 9,3 milliards d'euros, mais a continué à payer un dividende.

Un classique : quand les pertes sont comptables - la conséquence d'une dépréciation d'actifs dans le cas de GDF Suez -, elles sont sans impact sur la génération de cash-flow. « La politique de dividende est le marqueur de la confiance dans l'avenir. C'est donc par définition une projection sur le long terme, tout le contraire d'une attitude court-termiste », explique un gérant.

Au-delà du CAC 40, pour l'ensemble de l'économie française, les chiffres témoignent également d'une hausse des dividendes versés. Selon l'Insee, qui les rapporte à la valeur ajoutée des entreprises, les dividendes représentent aujourd'hui plus de 8 % de la valeur ajoutée, soit 82 milliards d'euros, contre 3 % environ dans les années 1980.

À gauche, cette évolution est vue comme le résultat d'une « financiarisation » de l'économie, qui aurait eu pour effet de relever les exigences des actionnaires. Côté entreprises, certains rappellent cependant que le dividende est aussi, dans les sociétés familiales, un élément de revenu des dirigeants, qui font rarement de l'achat ou de la vente de leurs titres un moyen d'enrichissement. Que l'on parle de PME ou de grands groupes, le dividende est la rémunération d'un risque. Et si l'on veut être cohérent, au nom du financement de l'économie, cette rémunération du capital doit être supérieure à celle d'autres placements (obligations, livrets défiscalisés...).

### **Une hausse relative**

Sans entrer dans le débat idéologique, plusieurs indicateurs permettent cependant de relativiser fortement l'impression de flambée des dividendes. En premier lieu, comme le constate par exemple l'Observatoire du financement des PME, « la hausse des flux de dividendes est notamment la contrepartie du développement des participations croisées ». Concrètement, les entreprises se structurent de plus en plus en groupes, dont la tête profite de la baisse du coût de l'argent (prêts bancaires et obligataires) et emprunte pour financer des augmentations de capital de ses filiales.

La masse de dividendes augmente donc apparemment. Mais, quand on ne retient que les dividendes nets (dividendes reçus dont on retranche les dividendes versés), l'image est tout autre : le volume s'effrite depuis le début des années 2000, à 2,5 % en 2012, contre 2,7 % avant la crise. Autre indicateur : le rendement des actions (dividendes rapportés aux actions et autres titres de participation) est sensiblement stable, autour de 5,1 % sur toute la décennie écoulée.

La hausse des volumes de dividendes versés en France doit de plus être replacée dans un double contexte. Sans même parler des pays anglo-saxons, les actionnaires français ne semblent pas particulièrement choyés. Le mouvement observé ces dernières années est donc aussi celui d'un rattrapage par rapport à l'Allemagne notamment. Enfin, la progression des dividendes a été parfaitement parallèle à la baisse des frais financiers des entreprises françaises. Le coût de la dette, les intérêts ont en effet baissé d'un tiers depuis vingt ans, à 21 milliards d'euros, pour l'ensemble des entreprises. Au total, le coût du capital au sens large est donc stable. À cet égard, le danger serait de se focaliser sur quelques exemples médiatiques qui ne font pas une généralité. C'est notamment le cas des quelques entreprises rachetées par des LBO, des opérations qui font massivement appel à la dette, au plus fort de la bulle financière et qui ont fini au tribunal de commerce parce qu'elles ne parvenaient pas à rémunérer suffisamment leurs actionnaires pour que ceux-ci remboursent justement leurs dettes.

Autant dire qu'il est difficile dans ces conditions de faire de ce coût du capital la source des maux de l'économie française. L'idée selon laquelle la hausse des dividendes aurait nui à l'investissement des entreprises, et donc à leur compétitivité ne semble pas juste. Selon

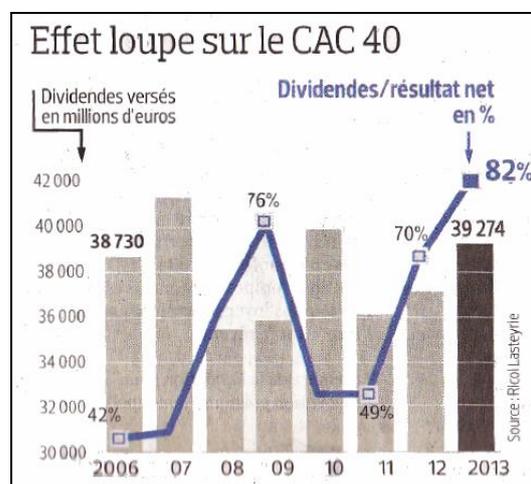
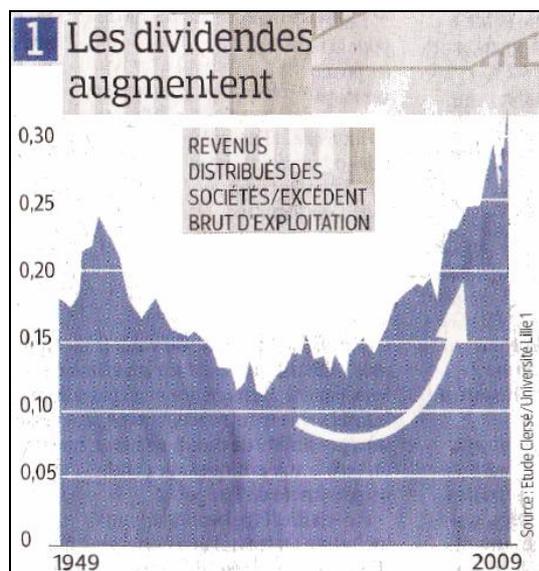
l'Insee, la part de l'investissement a d'ailleurs augmenté dans la valeur ajoutée des entreprises.

La comparaison avec l'Allemagne mérite d'y regarder de près. Selon Benoît Hamon, « la maîtrise des dividendes d'hier a permis », outre-Rhin, « les investissements d'aujourd'hui qui créeront les emplois de demain ». Il s'agit certes d'un cercle vertueux, mais faire de la politique de dividende un point de départ relève d'une curieuse inversion de l'ordre des facteurs. Quant à l'investissement, les courbes ne démontrent pas de lien de cause à effet entre rémunération des actionnaires et investissement.

Surtout, le sujet de l'investissement n'est pas tant celui de leur volume que celui de leur nature : « Les obstacles structurels empêchent les entreprises françaises de transformer leur effort d'investissements en gains de compétitivité », explique un expert. Notamment parce qu'une part importante de cet investissement est consacrée en France au foncier, au détriment de l'innovation. Comme l'expliquait le banquier Jean Peyrelevade dans la revue de l'X, l'été dernier, « la France a besoin pour augmenter sa productivité, améliorer ses perspectives de croissance et monter ses produits en gamme, d'une économie non pas moins mais davantage capitalistique ».

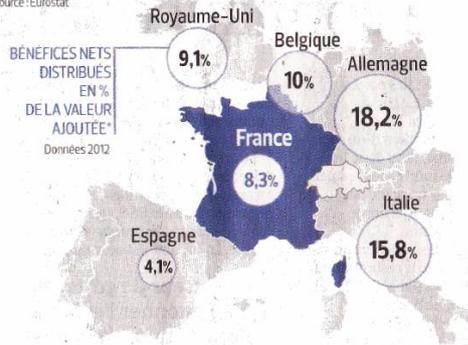
Et ce capital, il faut le séduire, l'attirer. « La France ne doit pas oublier qu'elle vit dans un monde ouvert, où, plus que tout autre facteur, le capital est parfaitement mobile », rappelle un banquier. Plusieurs critères sont donc déterminants : la rentabilité des entreprises - or la réalisation de profits bruts est aujourd'hui historiquement faible, à 4 % des fonds propres, contre 5,4 % sur la décennie pré-crise -, le niveau de la rémunération des actionnaires et leur fiscalisation.

Le débat sur les profits aux actionnaires rejoint d'ailleurs celui de l'imposition du capital, relancé par la promesse de campagne de François Hollande d'aligner la fiscalité du capital sur celle du travail et par les premières mesures de son quinquennat. Une politique qui puisait notamment sa source dans les travaux de l'économiste Thomas Piketty, qui avait mis en lumière l'accumulation de richesses par les 1 % les plus riches, sur longue période. Mais la réponse par l'alignement des fiscalités est battue en brèche, non seulement par les libéraux, mais aussi par les sociaux-libéraux. Au nom de l'efficacité. « Surtaxer le capital conduit naturellement à encourager la fuite des capitaux et (...) pousse les individus à réduire fortement leurs investissements ou simplement moins à entreprendre », constatent Élie Cohen Philippe Aghion et Gilbert Cette. Avec bon sens.

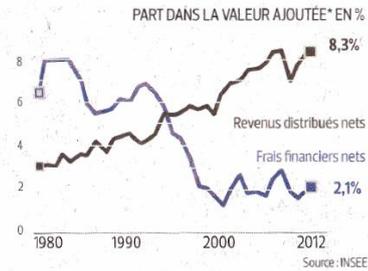


**2** Mais cette augmentation doit être relativisée  
 Les actionnaires français sont **moins rémunérés** que d'autres..

Source : Eurostat



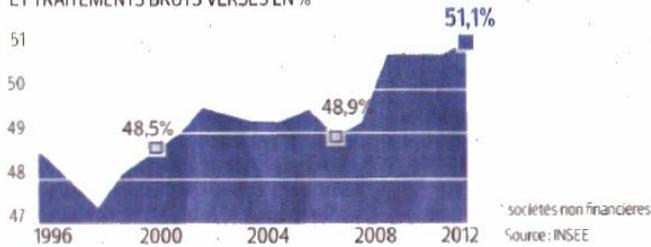
... les dividendes ont augmenté car les **frais financiers** ont baissé



**3** La hausse des dividendes ne se fait pas au détriment...  
 ... des salaires...

Source : INSEE

PART DANS LA VALEUR AJOUTÉE\* DES SALAIRES ET TRAITEMENTS BRUTS VERSÉS EN %



... de l'investissement

PART DES INVESTISSEMENTS

