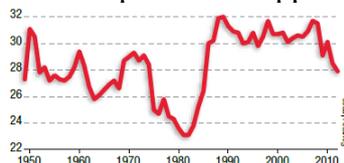


Pourquoi les entreprises françaises vont mal

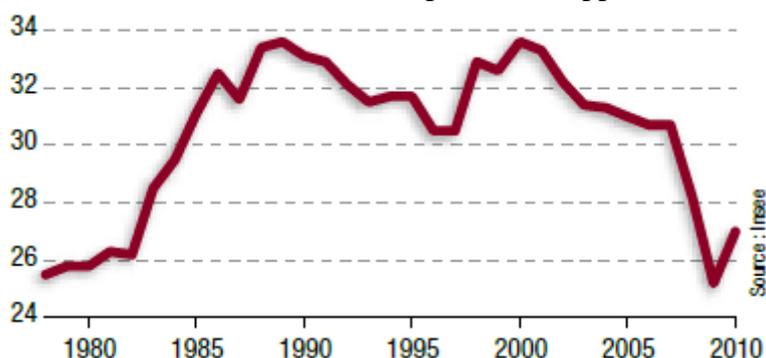
Christian Chavagneux

Alternatives Economiques n° 325 - juin 2013

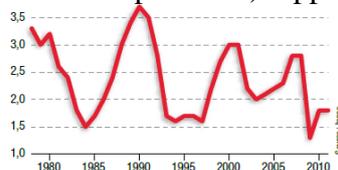
Taux de marge (excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée brute)



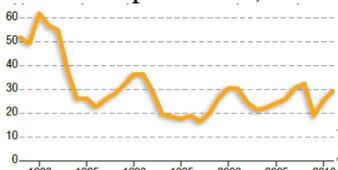
Taux de marge dans l'industrie (excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée brute)



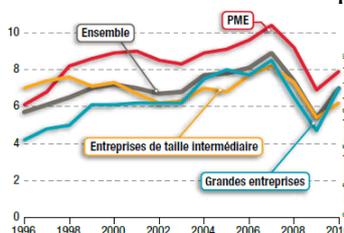
Investissement (formation nette de capital fixe) rapportée au stock de capital fixe



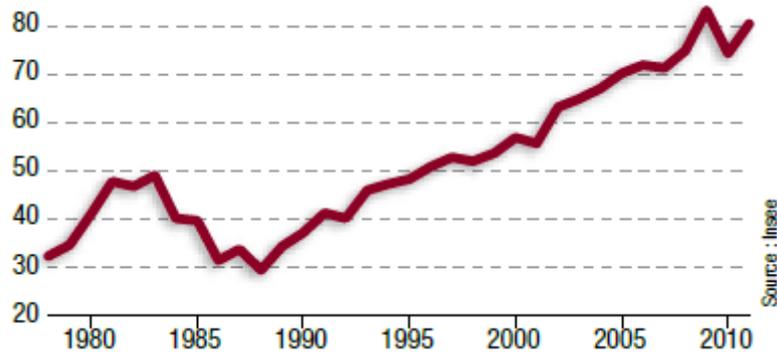
Investissement (formation nette de capital fixe) rapporté aux profits (excédent net d'exploitation)



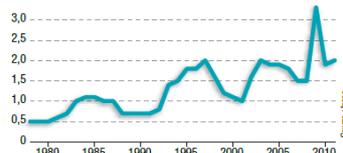
Profits (excédent net d'exploitation) rapporté au capital d'exploitation (immobilisation et besoin en fonds de roulement d'exploitation)



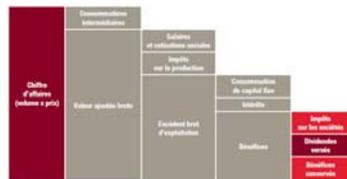
Revenus distribués par les sociétés rapportés à l'excédent net d'exploitation plus revenus reçus



Revenus distribués moins revenus reçus rapportés à la formation nette de capital fixe



Du chiffre d'affaires aux dividendes



Les entreprises françaises se portent mal. Des difficultés liées notamment au fait qu'elles ont privilégié les dividendes au détriment de l'investissement.

Les entreprises françaises vont mal, ce sont elles qui le disent. Et les données disponibles le confirment : notre outil de production a connu des jours meilleurs. La question est de savoir pourquoi. Du côté du Medef et du patronat médiatique, le principal problème tient à un coût du travail trop élevé, élément particulier d'un problème plus général, celui d'une fiscalité décourageant l'esprit d'entreprise. Mais une autre explication commence à pointer du côté des économistes : et si la dégradation de l'entreprise France venait surtout de dirigeants qui ont sacrifié l'investissement au profit des dividendes versés aux actionnaires ? Enquête au coeur des comptes des entreprises françaises.

Le constat d'abord. Lorsqu'on les regarde de haut, au niveau macroéconomique, il est indéniable que les entreprises souffrent de la crise débutée en 2007. Si l'on prend l'excédent brut d'exploitation - c'est-à-dire ce qui leur reste de la richesse qu'elles créent une fois payés les salaires (cotisations sociales comprises) et les impôts sur la production - et qu'on le ramène à leur valeur ajoutée, on obtient le taux de marge. Et celui-ci a incontestablement glissé vers le bas depuis son pic de 2008.

Mais puisque l'Insee fournit les données depuis 1949, prenons un peu de recul historique. En longue période, on s'aperçoit que le problème est plus compliqué : après s'être complètement effondré au cours des années 1970, le taux de marge a pu retrouver des couleurs et un niveau plus normal après la désindexation des salaires sur l'inflation et le renflouement par l'Etat des entreprises nationalisées, réalisés par la gauche au début des années 1980. Depuis 1986 jusqu'en 2008, ce taux varie entre 30 % et 32 %. Puis il décline assez nettement après 2008 pour se situer à un peu moins de 28 % en 2012. Mais, contrairement à l'argument avancé par Laurence Parisot, la patronne du Medef pour encore quelques semaines, il est très loin de se trouver à son plus bas niveau historique (23,1 % en 1981 et 1982).

Un focus sur l'industrie montre cependant une dégradation nettement plus prononcée : le décrochage démarre dès 2002-2003, tout en restant dans le cadre des variations cycliques des années 1980-1990. Mais après la crise de 2007, c'est le plongeon. Lorsque l'Insee demande aujourd'hui à ces industriels ce qui ne va pas, ils répondent à 47 % qu'ils manquent d'abord de demande et à 18 % qu'ils subissent des contraintes sur l'offre. Pas étonnant : la montée du chômage et l'austérité budgétaire se conjuguent pour tuer la demande interne en France comme en Europe et désinciter les entrepreneurs d'investir. Bref, les firmes françaises manquent d'abord de clients.

Des investissements en baisse

Nos entreprises ne font-elles donc que passer un mauvais moment ? Non. Leurs problèmes sont malheureusement plus profonds que cela. C'est ce que montre une analyse très détaillée proposée récemment par un groupe d'économistes universitaires [1]. Leur premier constat est frappant : les entreprises réduisent leur effort d'investissement depuis de nombreuses années. On le mesure en s'intéressant aux évolutions de leur formation nette de capital fixe : afin de ne pas subir l'influence de la dépréciation progressive des investissements du fait de leur usure ou de leur obsolescence (baptisée "consommation de capital fixe"), on retire cette dépréciation de l'investissement brut pour obtenir un investissement net traduisant mieux la volonté de développement des entreprises. Résultat : qu'on les taxe moins ou qu'on les taxe plus n'apparaît pas comme le facteur déterminant. La volonté d'investir suit les cycles de la conjoncture, mais affiche une tendance à la baisse.

Un surcoût du capital de 100 milliards d'euros

Entretien avec **Thomas Dallery**,
enseignant-chercheur à l'université du Littoral Côte d'Opale

Vous montrez dans votre travail collectif que les dividendes versés par les entreprises françaises ont fortement augmenté au cours des dernières décennies au détriment de l'investissement. Comment l'expliquez-vous ?

Ce n'est pas une particularité française, et partout cela peut s'expliquer par la financiarisation croissante des entreprises, qui passe par un changement de rapport de force entre managers et actionnaires. Durant les Trente Glorieuses, les premiers pouvaient donner la priorité à la croissance de long terme des entreprises. Aujourd'hui, la priorité est donnée à la rémunération des actionnaires et à la sélection des seuls investissements aux taux de rentabilité rapides et élevés. Le tout s'accompagne de mécanismes de rémunération des managers indexés sur les performances financières de la firme (stock-options, actions gratuites...), afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires.

Est-ce le cas surtout des grands groupes ou bien de toutes les entreprises ?

Cela ne concerne pas que les grands groupes, car il existe de nombreux canaux qui ont diffusé ces normes financières à l'ensemble de l'économie. Pour le cas français, cela passe notamment par le rapport de sous-traitance. Les grands groupes imposent leurs conditions à leurs fournisseurs : on connaît l'exemple de la grande distribution, mais Jean-Claude Volot, l'ex-médiateur des entreprises, a recensé tous les modes de pression mis en oeuvre par les grandes

entreprises pour reporter la contrainte actionnariale et ses exigences de rentabilité sur le tissu des PME.

Un autre canal est celui du financement des entreprises : les PME françaises ont surtout recours au crédit bancaire, et les banques ont eu de plus en plus tendance à imposer des conditions plus sévères (taux d'intérêt plus élevés et rationnement du crédit).

Ainsi, on montre empiriquement dans notre rapport que la dynamique de rentabilité des PME suit complètement celle des grands groupes. On constate même le paradoxe apparent que le niveau de rentabilité des PME est supérieur à celui des grands groupes (car elles doivent autofinancer leurs activités, assurer la rémunération de leurs dirigeants...).

Vous dites que ces évolutions font peser sur l'économie française un *"surcoût du capital"*.

Pour les financiers, le coût du capital est mesuré du point de vue des investisseurs, pour savoir s'ils doivent acheter telle ou telle action. De notre côté, nous avons cherché à mesurer le coût que représente la formation du capital productif pour l'ensemble de l'économie. D'une part, nous évaluons les sommes dépensées chaque année par la société dans son ensemble pour se fournir en capital productif. D'autre part, nous prenons en compte les intérêts et les dividendes versés par les entreprises, desquels nous retirons ce qui correspond à la fois à des coûts financiers inévitables (il faut bien rémunérer le secteur bancaire pour son travail d'intermédiation) et au risque entrepreneurial normal que les chefs d'entreprise prennent chaque jour pour exercer leur activité. L'idée n'est clairement pas de dire que tous les revenus financiers qui sont versés par les entreprises correspondent à une rente indue !

Lorsqu'on ramène ce surcoût financier aux dépenses de capital, on dispose d'une estimation du poids qu'il fait peser sur l'investissement productif : on observe une forte hausse entre la fin des années 1970 et la fin des années 1990, suivi par une légère baisse après l'explosion de la bulle Internet, puis une stabilisation à un haut niveau. Sur l'ensemble de la période, le surcoût du capital qui pèse sur l'investissement des entreprises françaises a été multiplié par trois ; il représente aujourd'hui environ 100 milliards d'euros par an. A ce coût pour les firmes s'ajoute, pour la collectivité, le coût d'opportunité représenté par l'ensemble des projets d'investissement qui n'ont pas été entrepris car jugés insuffisamment rentables

La distribution de dividendes par les entreprises allemandes a également beaucoup progressé, et ça n'a pas l'air de les avoir handicapées...

Les firmes allemandes ont pu conserver un niveau de marge supérieur au niveau français, avec une politique de distribution des dividendes plus en conformité avec leur taux de marge élevé. Cela s'explique à la fois par la déflation salariale et par le fait que l'appréciation de l'euro pèse moins qu'en France (notamment du fait de la qualité des produits). En France, les firmes ont versé des dividendes sans avoir des marges aussi élevées. Lorsque j'entends les appels à remonter le taux de marge français au niveau allemand, la question essentielle est de savoir ce que l'on fait des profits : s'il s'agit de reconstituer les marges pour grossir la distribution de dividendes, on n'améliorera pas la qualité de notre appareil productif, qui ne peut passer que par une relance de l'investissement.

Le constat est encore plus évident en mesurant la part des profits que les entreprises consacrent à l'investissement. Le divorce entre les deux est net : l'essentiel s'est joué entre le

début des années 1980 et le milieu des années 1990 et depuis, le niveau reste relativement faible. Or, des entreprises qui investissent peu ne peuvent que perdre en compétitivité. Et plus l'investissement prend du retard, plus la dégradation du secteur productif s'accélère.

Les dividendes en forte hausse

L'enquête se fait donc plus précise : si le problème de fond des entreprises tient à une panne de l'investissement, quelle en est la raison ? La première possibilité serait que la rentabilité économique des investissements soit en berne : si c'est le cas, c'est l'acte d'entreprendre qui devient moins intéressant. Or, selon les données de la Banque de France, la tendance est plutôt croissante entre 1995 et 2007 et seule la crise récente vient dégrader la situation [2]. Si la baisse tendancielle de l'investissement ne s'explique pas par un effondrement de sa rentabilité, quelle en est la cause ? La distribution de dividendes aux actionnaires.

De ce point de vue, les données sont éloquentes : à la fin des années 1980, les entreprises redistribuaient environ 30 % de leurs ressources financières (excédent net d'exploitation et dividendes reçus) ; aujourd'hui, c'est 80 % ! Non seulement le poids des profits distribués n'a cessé de croître au cours des vingt dernières années, mais la crise entamée en 2007 n'y a rien changé. *"La mesure absolue du taux de distribution des profits apparaît pour ce qu'elle est réellement : tout simplement énorme !"*, écrivent nos experts. Et si les revenus versés par les entreprises ont décru en 2009 et 2010, depuis ils ont remonté malgré la crise à près de 230 milliards d'euros en 2012, leur niveau de 2007.

On se rend vraiment compte des conséquences de ce choix lorsqu'on rapporte le montant de l'argent récolté par les actionnaires à l'effort d'investissement. La conclusion est alors sans appel : *"Les sommes d'argent que les entreprises consacrent à la rémunération des actionnaires sont devenues au moins deux fois plus importantes que les sommes qu'elles consacrent à l'extension et à l'amélioration du capital productif, alors que c'était l'inverse au début des années 1980 : les profits distribués représentaient la moitié des sommes consacrées à l'accumulation."*

Une seule raison ne saurait expliquer les déboires croissants de notre appareil productif. Les motifs de la perte de compétitivité de l'industrie française sont multiples : choix erronés de spécialisation, insuffisances de la recherche, évolutions du taux de change, etc. Mais il apparaît clairement que le capitalisme à la française des dernières décennies a aussi été marqué par un double mouvement : de baisse de l'investissement et de hausse du coût du capital sous la forme du poids croissant des dividendes versés. Un handicap sérieux pour notre économie actuelle et future.

Article issu du dossier [Au chevet des entreprises françaises](#)

Christian Chavagneux
Alternatives Economiques n° 325 - juin 2013

- (1) *Le coût du capital et son surcoût. Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques*, par Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet, Jordan Melmiès et Franck Vandeveld, Clersé, université Lille 1, janvier 2013 (voir notre entretien ci-contre).

- [\(2\)](#) Un calcul équivalent à partir des données de l'Insee (en ramenant l'excédent net d'exploitation sur le stock de capital fixe) montre un profil légèrement en baisse sur les années 2000, l'écart étant dû, selon les auteurs du rapport, au fait que l'Insee valorise les actifs au plus près de leur valeur de marché ; les terrains ont, par exemple, bénéficié d'une réévaluation rapide liée à la montée des prix de l'immobilier, gonflant ainsi le stock d'actif des entreprises.