HAL open science

Le partage du revenu primaire des sociétés non financières confirme-t-il les conclusions du rapport Oxfam ?

Emmanuel Blanc

To cite this version:

Emmanuel Blanc. Le partage du revenu primaire des sociétés non financières confirme-t-il les conclusions du rapport Oxfam ?. 2018. hal-01813302v3

HAL Id: hal-01813302

https://hal.science/hal-01813302v3

Preprint submitted on 11 Dec 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Emmanuel BLANC
UMR du CNRS 5206 - Triangle
MSH-LSE, 14 Avenue Berthelot
69363 Lyon Cedex 07
emmanuel.blanc25@sfr.fr

Document de travail, laboratoire Triangle, 4 juin 2018

Le partage du revenu primaire des sociétés non financières confirme-t-il les conclusions du rapport Oxfam ?

Résumé

À la suite de la publication du rapport Oxfam de mai 2018, nous tentons de donner ici une vue d'ensemble de la répartition en élargissant :
- Le périmètre de l'étude (ensemble des Sociétés Non Financières (SNF) et pas uniquement les sociétés du CAC 40)
- Le champ de l'analyse (part des Salaires, de l'EBE, de l'intérêt, des dividendes dans la VAB, et/ou dans l'EBE, et pas uniquement les dividendes dans le résultat net)
- La période de l'étude (de 1949 à 2017).
Cette mise à distance nous a permis de souligner quelques faiblesses du rapport Oxfam (choix du résultat net comme indicateur du profit par exemple), mais elle a aussi montrée en creux la spécificité des entreprises du CAC 40 par rapport à l'ensemble des SNF, et a permis de porter un regard critique sur des reproches dénués de rigueur scientifique qui ont été adressés à ce rapport.
Il ressort de notre étude qu'à partir de la fin des années 1980 la financiarisation des SNF devient manifeste : non seulement les dividendes versés se substituent peu à peu aux intérêts versés, mais leur part dans l'EBE (ou la VAB) grimpe en flèche, ce qui a été possible parce que les SNF reçoivent également une part croissante de dividendes. L'augmentation simultanée des dividendes versés et reçu mesure assez précisément le degré de financiarisation (et d'imbrication) des SNF. La part d'activité financière des SNF n'est cependant pas la seule à croître, la part de la VAB des Sociétés Financières (SF) dans la VAB de l'ensemble des secteurs augmente aussi, ce qui révèle un développement iatrogène de l'intermédiation financière dans le capitalisme d'aujourd'hui, au détriment de la production de biens et services finals.

Mots clés : *Répartition, valeur ajoutée brute, salaires, inégalités, excédent brut d'exploitation, intérêts, dividendes, CAC 40, Oxfam, sociétés non financières, sociétés financières.*

Introduction

Suite à la publication du rapport Oxfam : *CAC 40 des profits sans partage*, mai 2018, nous présentons ici une analyse de la répartition des revenus primaires de *l'ensemble* des *Sociétés Non Financières* (SNF) sur la longue période (1949-2016).
En France, l'essentiel des critiques adressées au rapport Oxfam se concentrent sur la 1re partie intitulée « *CAC 40 : Les actionnaires ont la cote.* »
Ces critiques, souvent à l'emporte pièce, révèlent que ce rapport a sans doute chatouillé l'orgueil national qui, jusqu'à présent, pensait que parmi les pays de l'OCDE, la France était resté, en partie grâce à ses institutions (le fameux modèle français), à l'abri des dérives inégalitaires de la plupart des pays, notamment anglo-saxon. C'est en partie vraie si on observe, à l'échelle du pays, ou même à l'échelle de l'ensemble des SNF, les progressions du niveau des salaires et celle de la productivité par emploi. Elles évoluent de concert. Il n'y a pas la cassure qu'on peut observer dans la plupart des pays et principalement aux États-Unis depuis les années 1980. Cependant, depuis 1982, la France a

suivi à peu près les mêmes évolutions du partage de la Valeur Ajoutée Brute (VAB) au profit de L'Excédent Brut d'Exploitation (EBE), et, à l'intérieur de l'EBE, au profit des dividendes distribués. Si le rapport Oxfam est critiquable, c'est dans le choix des indicateurs retenus, issu du *compte de résultat* des sociétés. Ainsi la notion de « bénéfice » retenue est celle du *résultat net*[1], vue très étroite du profit, qui fait apparaître un ratio (dividendes/résultat net) très volatile et sans réelle signification. Il peut atteindre 1721% (ArcelorMittal 2009) ou être même négatif, ce ratio n'étant pas une *proportion*. De par sa construction, le compte de résultat est peu adapté à l'objet de l'étude. Oxfam pouvait trouver dans les ratios intermédiaires de gestion des sociétés, des indicateurs pertinents et homogènes (EBE, VAB, taux de marge etc.). On ne les trouve nulle part dans le rapport (même dans les annexes où le rapport mentionne un indicateur aussi dénué d'intérêt que le chiffre d'affaire).
Ces observations nous ont incités à reprendre le problème à zéro. Cependant, ne disposant pas des comptes des 40 entreprises du CAC, nous avons élargie notre étude à l'ensemble des SNF pour lesquels nous pouvions nous appuyer sur les statistiques fiables et homogènes issues de la comptabilité nationale et accessibles sur le site de l'Insee. Un travail semblable sur les sociétés du CAC 40 permettrait de faire des comparaisons fort utiles.

I Productivité horaire, Productivité par emploi, et Part du salaire dans la VAB.

Note préliminaire :

Tableau des principaux indicateurs utilisés dans la répartition de la richesse créée par les SNF.

<table>
<tr><td rowspan="11">Chiffre d'Affaire (CA) au prix de base</td><td colspan="5">Consommations intermédiaires (CI)</td></tr>
<tr><td rowspan="10">VAB au prix de base
(hors TVA)</td><td rowspan="3">Rémunération des salariés (D1)
(y.c. stock-options Intéressement et Participation)
Salaire dit :
« super brut »</td><td rowspan="3">Coût du travail</td><td rowspan="2">Salaire brut en espèce et en nature
(y.c. CSG et CRDS)</td><td>Salaire net en espèce et en nature</td></tr>
<tr><td>Cotisations salariales
(y.c. CSG et CRDS)</td></tr>
<tr><td colspan="2">Cotisations dites « patronales »</td></tr>
<tr><td rowspan="5">EBE
(B2)</td><td rowspan="3">Coût du capital</td><td colspan="2">Impôts sur les sociétés</td></tr>
<tr><td colspan="2">Intérêts versés-reçus</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Profit après impôts et frais financier
(Profitabilité)*</td><td>Revenus distribués aux propriétaires du capital</td></tr>
<tr><td>Epargne brute (B8)</td><td>(B8) ou Capacité Brute d'autofinancement</td></tr>
<tr><td colspan="4">D29 (Autres impôts sur la production)** — D39 (Autres subventions sur la production)</td></tr>
</table>

* Au sens d'E. Malinvaud [1994]
** Taxe sur les salaires, les versements compensatoires liés au transport, la contribution économique territoriale, les Taxes Foncières

[1] Résultat net = Ventes de produits fabriqués, prestations de services, marchandises (comptes 70) + Production stockée (comptes 71) + Production immobilisée (comptes 72) + Subventions d'exploitation (comptes 74) + Autres produits de gestion courante (comptes 75) + Produits financiers (comptes 76) + Produits exceptionnels (comptes 77) + Reprises sur amortissements et provisions (comptes 78) + Transferts de charges (comptes 79) – Achats (comptes 60) – Services extérieurs (comptes 61) – Autres services extérieurs (comptes 62) – Impôts, taxes et versements assimilés (comptes 63) – Charges de personnel (comptes 64) – Autres charges de gestion courante (comptes 65) – Charges financières (comptes 66) – Charges exceptionnels (comptes 67) – Dotations aux amortissements et aux provisions (comptes 68) – Participation des salariés, impôts sur les bénéfices et assimilés (comptes 69).

1/ Il nous faut tout d'abord distinguer ***masse*** et ***niveau***.

Le *niveau* des salaires (horaire ou par emploi) a grosso modo suivi, pour l'ensemble de l'économie française, les gains de la productivité moyenne (horaire ou par emploi) du travail salarié. La productivité moyenne horaire se mesure par le rapport $\frac{VAB}{n.h}$ (avec n = nombre d'emplois et h = durée annuelle moyenne de travail par emploi) ; la productivité moyenne par emploi se mesure par le rapport $\frac{VAB}{n}$.

Une équation simple lie la part des salaires[2] $\frac{D1}{VAB}$ au salaire horaire $\frac{D1}{n.h}$ et à la productivité horaire $\frac{VAB}{n.h}$. On peut en effet écrire : $\frac{D1}{VAB} = \frac{\frac{D1}{n.h}}{\frac{VAB}{n.h}}$

Idem si on raisonne par emploi : $\frac{D1}{VAB} = \frac{\frac{D1}{n}}{\frac{VAB}{n}}$. Chaque fois que la part des salaires $\frac{D1}{VAB}$ baisse par exemple, cela signifie que le salaire horaire augmente moins vite que la productivité horaire.

La *masse* salariale peut cependant baisser bien que le *niveau* de salaire horaire reste constant. Il suffit que la durée annuelle moyenne de travail h baisse. Si la productivité horaire $\frac{VAB}{n.h}$ reste constante, la VAB baissera en proportion de h, de sorte qu'en définitive la part des salaires $\frac{D1}{VAB}$ restera à peu près constante.

Réciproquement si la masse salariale augmente du fait d'un allongement de la durée moyenne de travail, cela va entrainer, pour une productivité horaire constante[3], une augmentation de la VAB de sorte que la part des salaires $\frac{D1}{VAB}$ restera finalement à peu près constante.

La *masse* salariale peut aussi baisser avec un salaire moyen par tête $\frac{D1}{n}$ constant si le nombre d'emploi n baisse. Si la productivité par emploi $\frac{VAB}{n}$ reste constante, la VAB va baisser en proportion de n, de sorte que la part des salaires ne baissera pas.

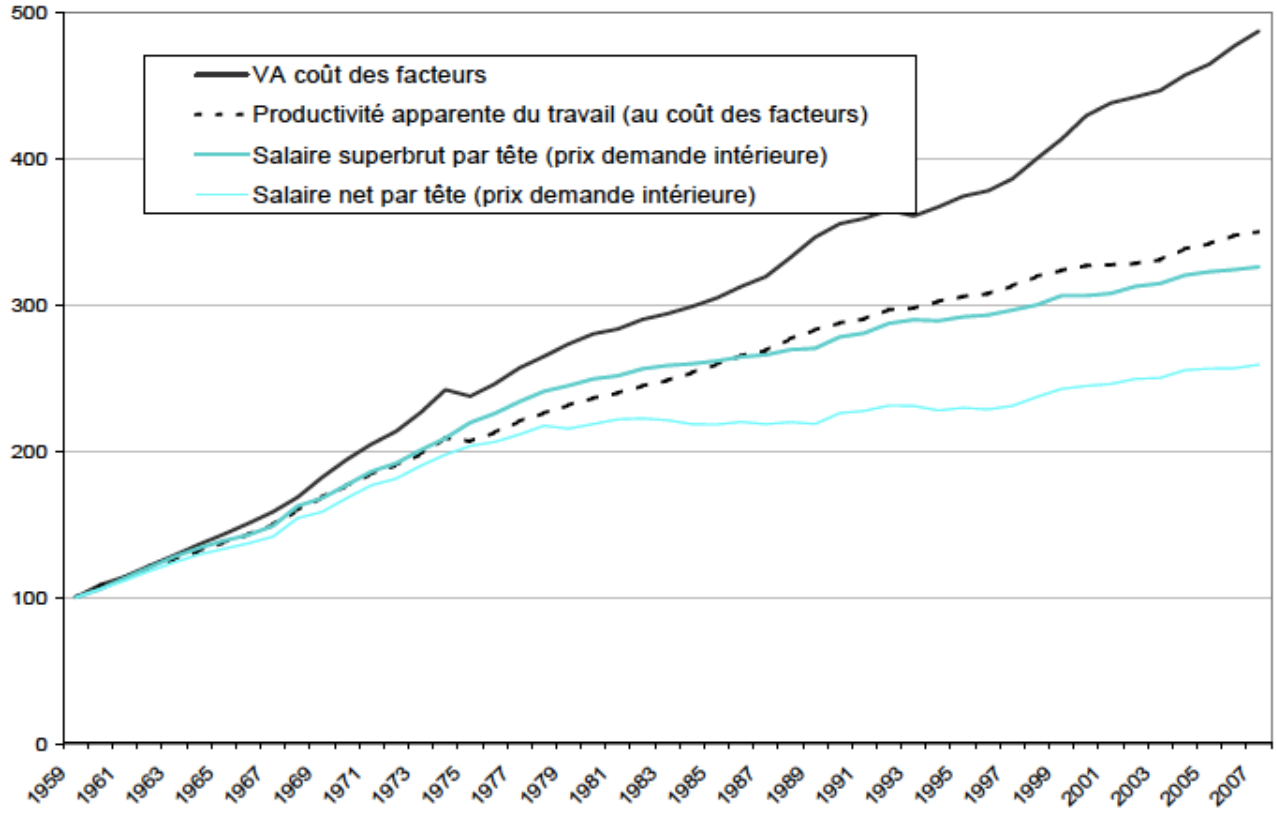
Réciproquement si la masse salariale augmente du fait d'une hausse de l'emploi n, et que la productivité par emploi reste constante, alors la VAB augmentera à proportion de n et la part des salaires dans la VAB restera constante.

Empiriquement on constate qu'au niveau de l'ensemble de la France, de 1982 à 1988, le salaire par emploi $\frac{D1}{n}$ a évolué moins vite que la productivité par emploi $\frac{VAB}{n}$. Il en résulte que la part des salaires dans la VAB, $\frac{D1}{VAB}$, est passée de 63,27% (son pic en 1982) à 57,5% (en 1988). De 1988 à 2008 le salaire par emploi a suivi à peu près celui de la productivité par emploi (un peu moins).

[2] D1, dans la nomenclature de la comptabilité nationale est la *Rémunération des salariés*. Elle comprend le Salaires brut + toutes les autres formes de rémunérations (Stock-options, Intéressement, Participation, Primes) et de « charges » (y. c. CSG, CRDS etc.) liées au salaire. C'est ce qu'on désigne parfois sous le terme de *salaire super brut*. Il représente le coût salarial pour l'entreprise.

[3] Ce qui n'est généralement pas le cas, car plus la durée de travail est longue moins la productivité horaire est forte (fatigue etc..)

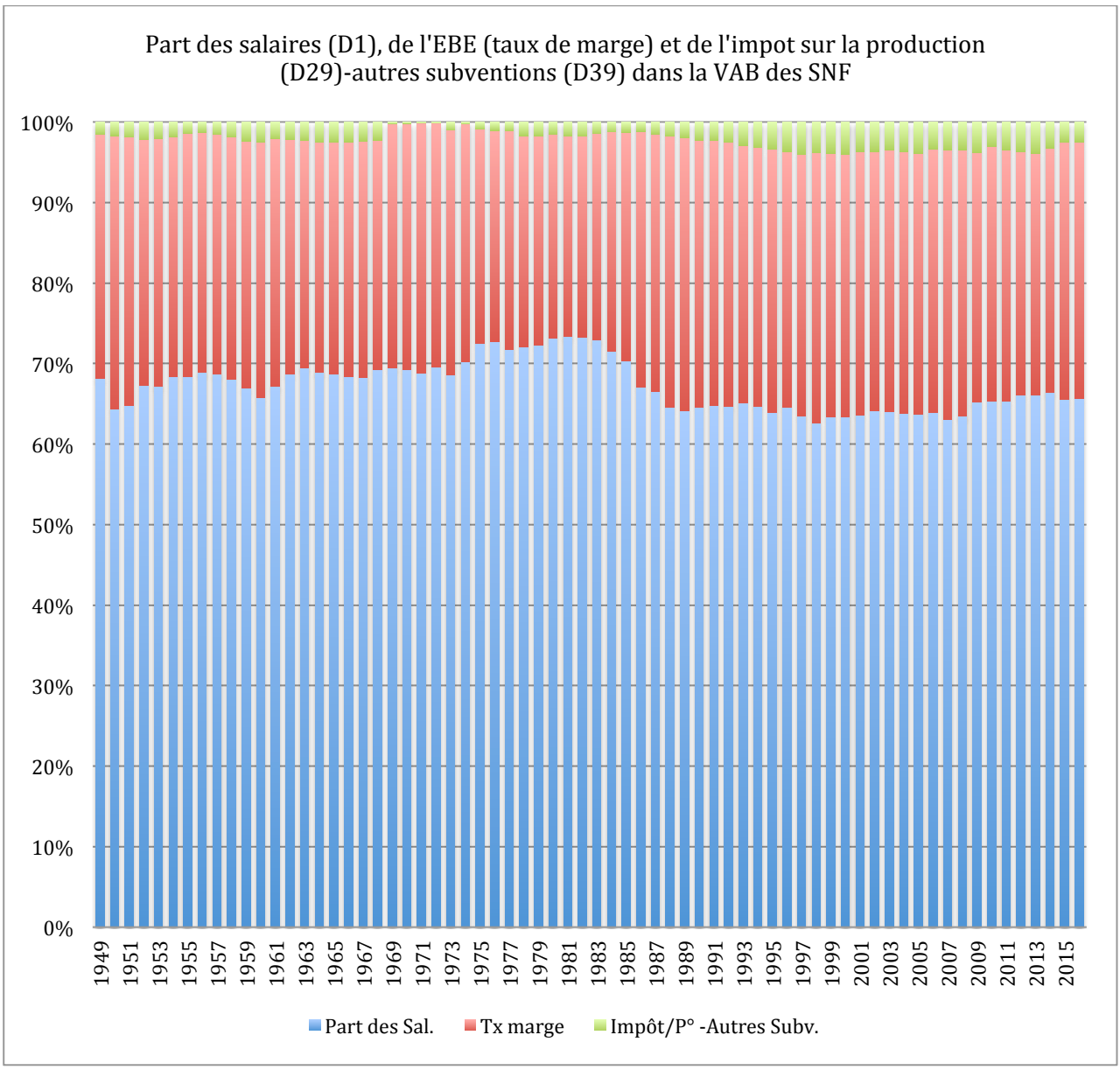
Graphique 1



On voit que l'indice de la productivité du travail (par emploi) dépasse le salaire par tête au milieu des années 1980. On retrouve ce résultat dans le graphique 2, la part des salaires dans la VAB baisse à partir de 1983. L'évolution est nette si on observe le partage de la VAB des seules SNF[4] sur lesquelles se concentre désormais notre analyse.

Graphique 2

[4] Le partage de la VAB des SNF est un bon indicateur, car il permet d'éliminer l'effet de la diminution des revenus mixtes et de la salarisation croissante de l'économie sur le long terme.



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

D1/VAB = 73,3% en 1980-1982 (contre 69% en moyenne de 1955 à 1974) et autour de 63,7% de 1989 à 2008. La crise de 2008 fait mécaniquement remonter ce taux[5] à partir de 2009 pour atteindre près de 69% en 2014 et redescendre depuis, particulièrement en 2015, pour atteindre 65,6% en 2016, soit un peu plus que le niveau des années 1990-2007, mais moins que les années 1952-1986.
Nous avons vu que le rapport D1/VAB baisse chaque fois que le salaire par emploi croît moins vite que la productivité par emploi. Cette dernière ayant une croissance très faible ces dernières années en France, le salaire par emploi ne saurait progresser sauf si la part des salaires dans la VAB remonte. Ce qui a été le cas de 1973 à 1982 et de 2008 à 2014, mais on assiste à une baisse depuis.

2/ *Masse salariale et inégalités des salaires*

La *masse salariale par emploi* est par définition le salaire moyen qui exprime un *niveau* moyen. Elle ne nous dit rien :
— Sur l'évolution de la masse salariale et sur celle de l'emploi. La *masse* salariale peut baisser soit par une baisse du *niveau* des salaires soit par une baisse de l'emploi. En France on se félicite

[5] La baisse d'activité des SNF se traduit d'abord par une baisse du profit (EBE). Celle-ci est plus rapide que celle des salaires (D1) d'où la hausse de D1/VAB.

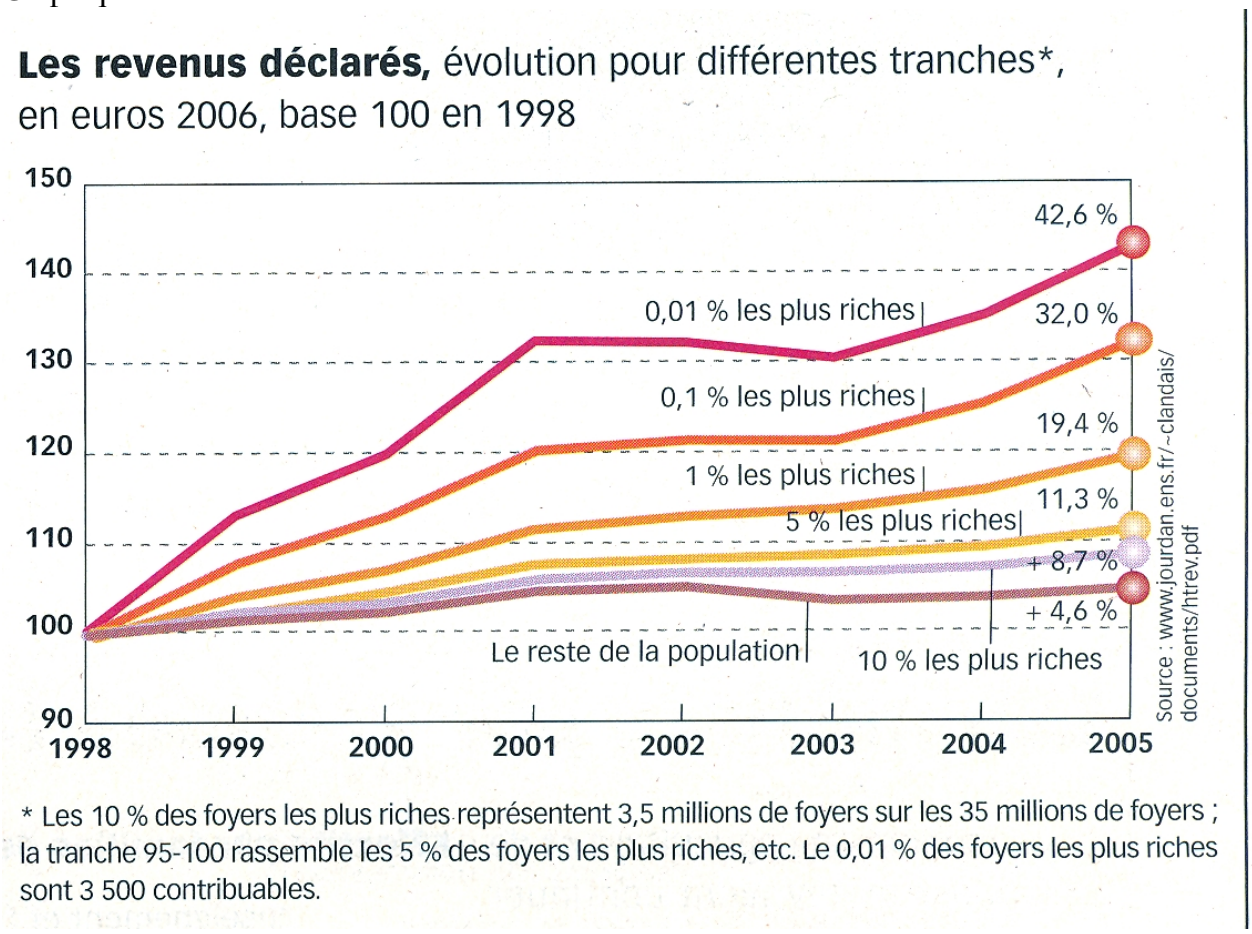
généralement du maintien du salaire horaire (ou par emploi) au niveau de la productivité horaire (ou par emploi) sans voir que c'est souvent par une baisse de l'emploi que ce résultat est obtenu alors que presque partout, et principalement aux États-Unis, l'ajustement se fait le plus souvent par la baisse du niveau des salaires. Dans les pays anglo-saxon, la baisse du niveau des salaires a tendance à accentuer l'amplitude de la crise (baisse rapide de la demande de C) mais la reprise est en général plus rapide.

— Sur les écarts de salaire et sur les écarts de leurs évolutions. Ces dernières années la quasi stagnation du salaire moyen n'a pas empêché des hausses exorbitantes des salaires des 1% et surtout des 0,1% les mieux rémunéré. Ces hausses se font nécessairement au détriment des autres salariés si le salaire moyen n'augmente pas. Les rapports de force ne s'exercent plus uniquement, comme à l'époque de Marx, entre les détenteurs du Capital physique et financier, et les détenteurs de leur seule force de travail. Un rapport de classe traverse aujourd'hui le salariat entre les détenteurs d'un *capital humain* hérité et/ou acquis à travers une éducation, une formation dans des grandes écoles ou dans certaines formations universitaires prestigieuses donnant accès, par leur *capital social*, leur réseau et/ou carnet d'adresse, à de hautes fonctions de direction, et des salariés dépendants, substituables, sur un marché concurrentiel. La rétribution des premiers n'est pas véritablement un salaire car celui-ci suppose, en théorie, des travailleurs homogènes, substituables pour qu'il y ait un marché concurrentiel sur lequel puisse se fixer un prix. Dès lors qu'un individu possède un *capital humain* et un *capital social* spécifique, peu partagé, une partie de sa rétribution n'est plus un salaire, mais une rente. Les économistes classiques, et notamment Ricardo, dans leur définition de ce qu'est une marchandise, avaient bien pris soins de préciser qu'il s'agissait de biens reproductibles. Le travail est un bien reproductible (par la démographie et la formation). Ils excluaient du monde des marchandises (et donc de la théorie de la valeur et de l'analyse économique) tous les biens dont la valeur n'était dû qu'à leur rareté, (bien unique, non reproductible comme un tableau de maître, etc.), bref tous les biens dont la valeur n'est que le fruit du caprice des hommes, qui n'attribuent de valeur à un bien que parce qu'il est désiré par les autres dans un jeu de miroirs qui en fait un bien rare. Ce peut être un engouement mimétique pour des tulipes (la Tulipomania de 1623 est l'exemple type) ou un joueur de foot, un acteur, un chanteur en vogue, les managers d'entreprise à la mode[6] etc. Le mécanisme de la surenchère, quand il s'agit de se disputer une ressource, un produit, une compétence rare, est toujours le même. Tous le désir en même temps car notre désir est excité (n'existe que) par le désir de l'autre, ce qui produit sa rareté qui redouble l'objet même de notre désir, qui le pare alors de toutes les vertus. Que ce soit pour un joueur de foot, un acteur, un manager, une marque, une femme, un homme, une entreprise ou des tulipes, le processus est le même et conduit à des bulles financières, médiatiques, de rémunérations etc. Il y a, à un moment donné, une compétence, une qualité dont la rareté est mise en avant par la société même qui la crée et qui donne à son détenteur le pouvoir de faire monter les enchères à des niveaux dépassant l'entendement… Mais, on l'aura compris, il ne s'agit plus d'entendement, de raison, mais de passions mimétiques. On est bien loin de la rémunération d'un travail homogène, substituable, reproductible, rétribué à sa productivité marginale, qui, dans la théorie économique, donne son fondement au salaire. Une bonne part des rétributions qu'on qualifie de salaires, sont aujourd'hui des *rentes* déguisées. Il y a une division de classe au sein même de la grande catégorie des salariés. Ceux qui possèdent un capital humain et social privilégié, peuvent faire valoir leur capital humain au delà de sa valeur de reproduction en captant une rente de situation plus ou moins monopolistique. Ils n'ont pas un *travail*, ils ont une *situation*, une place, dont la rareté est socialement produite par le fait même qu'elle est l'objet de tous les désirs. En bref, à l'intérieur de la masse dite salariale (D1), il y a des rentes, des revenus qui, ces dernières années, dans la société post-moderne de la communication, ont crû beaucoup plus vite que le salaire médian et même que le salaire moyen. Les écarts ne cessent de se creuser. C'est pourquoi la part des salaires dans la VAB n'a plus tout à fait le même sens que dans la société d'après guerre. Il conviendrait de corriger cette part, des pseudo

[6] La valorisation boursière des entreprises du numérique (dont les GAFAM) paraît aujourd'hui assez délirante si on observe leurs résultats (certaines font même des pertes) à moins que les marchés financier n'anticipent qu'elles vont installer un quasi monopole mondial qui leur permettra de relever leur prix.

salaires des dirigeants[7] en les retirant de la masse salariale. À l'autre bout du spectre des rémunérations, il faudrait réintégrer certains revenus mixtes d'auto-entrepreneurs qui sont, de fait, des salaires, vu la dépendance de ces auto-entrepreneurs vis-à-vis des plateformes (type Uber) qui les contrôles tout autant qu'un salarié payé à la tâche. Ces évolutions nous incite à regarder avec prudence les évolution du rapport D1/VAB. Ci-dessous une statistique, malheureusement un peu ancienne, concernant tous les revenus déclarés (et pas uniquement les salaires) pour la France (et pas uniquement les SNF). Le poids des revenus non salariaux dans les 1%, 0,1%, ou 0,01% les plus riche explique en partie la forte croissance de leur revenus.

Graphique 3



II. Part des revenus de la propriété, dont intérêts et dividendes, dans la VAB et dans l'EBE des SNF

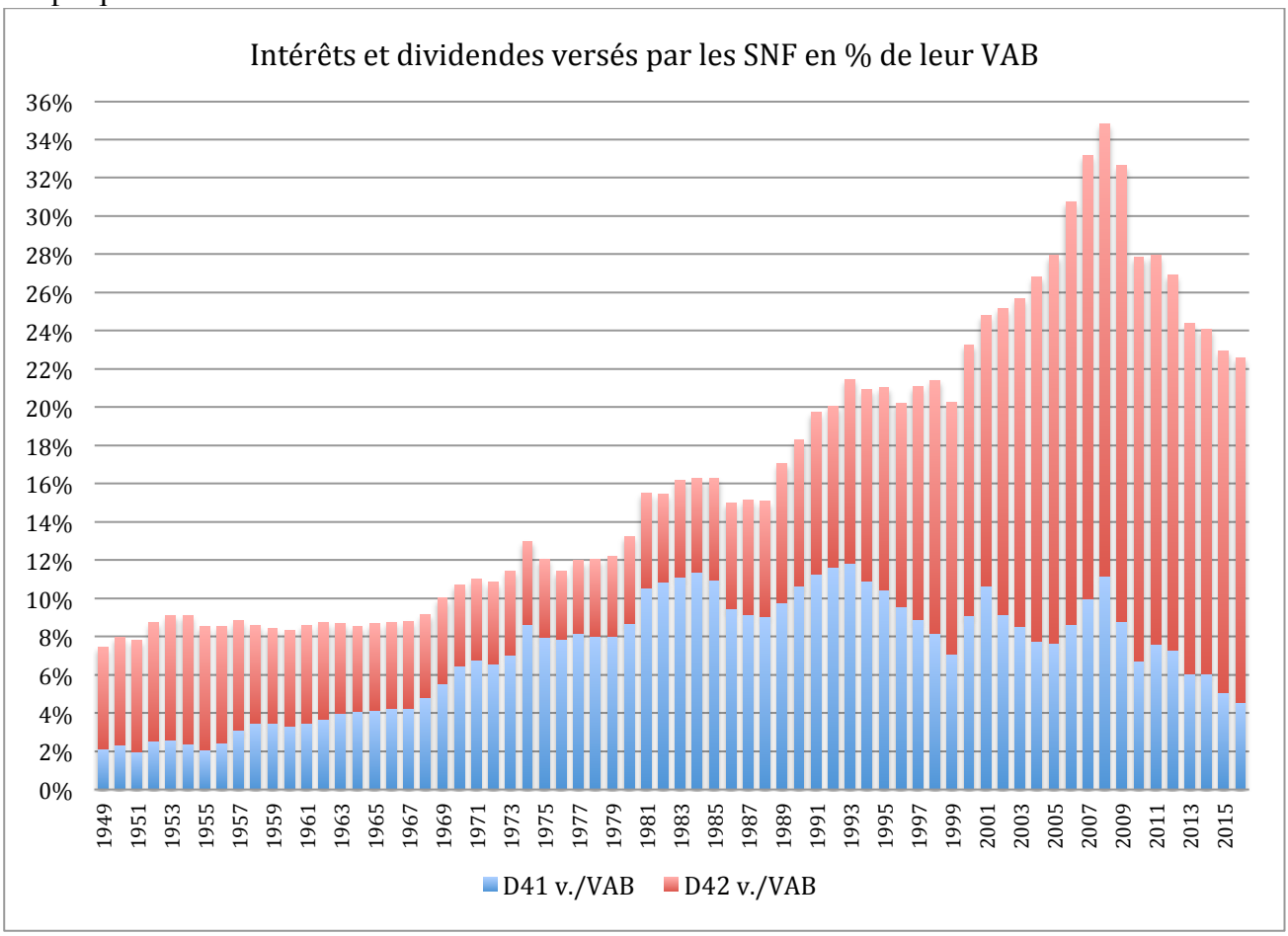
1/ Analyse des données

Les revenus de la propriété (D4) des SNF, comprennent les intérêts (D41) et les revenus distribués (D42) composé essentiellement de dividendes[8]. La part des revenus de la propriété (D4) dans la VAB des SNF est le produit de plusieurs évolutions comme le montre ce 4e graphique :

[7] Au sens des conventions fiscales internationales, comme au sens de l'Insee, les gains de stock-options sont, par exemple, considérés comme des salaires.

[8] Ce n'est qu'à partir de 1993 que l'Insee dans ses séries chronologiques distingue Dividendes (D421) et Prélèvement sur les revenus des quasi-sociétés (D422). Les dividendes représentent plus de 95% de l'ensemble, nous utiliseront le terme de dividende pour désigner l'ensemble D42.

Graphique 4

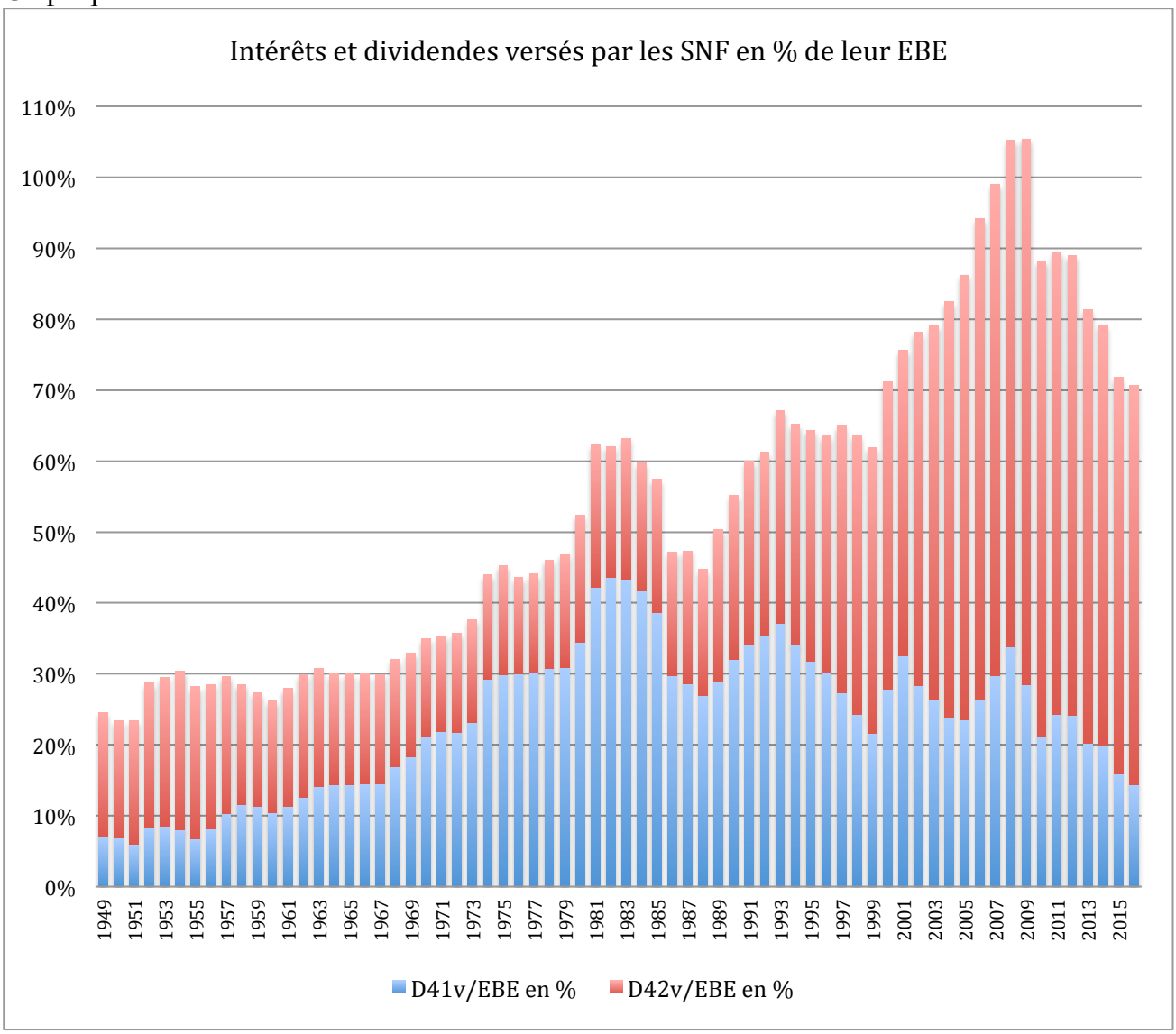


Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

- Dans les années 1950 et jusqu'en 1968, cette part tourne autour de 8% avec une augmentation assez régulière de la part des intérêts versés (D41) passant de 2,5% au début des années 1950 à 5% en 1968-69 et corrélativement une baisse de la part des dividendes versés (D42) passant de 6,5% à 4,5%.
- De 1968 à 1974, la part totale augmente et atteint 13% en 1974, essentiellement du fait de la part des intérêts qui passent de 4,8% à 8,6%, c'est l'époque de la bancarisation de la société française (années Pompidou), alors que la part des dividendes (D42) se maintient autour de 4,3%.
- La part globale tourne autour de 12% jusqu'en 1980 puis autour de 15,5% de 1981 à 1985, essentiellement du fait des intérêts dont la part atteint 11,3% en 1984.
- La part des intérêts baisse par la suite jusqu'en 1988, puis remonte, ainsi que les dividendes (D42) jusqu'en 1993 (11,8% pour D41 et 9,6% pour D42, soit 21,4% au total).
- À partir de 1988, la part des intérêts baisse tendanciellement à deux exceptions près, 1999-2001 (précédant la crise internet) et 2005-2008 (précédant la crise des *subprimes*), pour ne représenter que 4,6% en 2016 alors que la part des dividendes explose, atteignant 23,8% en 2010, ce qui fait grimper la part totale (D4) à plus de 34% de la VAB des SNF en 2009.
- Depuis 1988 on assiste à un gonflement sans précédant de la part de VAB distribuée aux propriétaires (D42). Cette part se maintien à peu près (entre 23% et 18%) à la suite de la crise de 2008 alors que la part des créanciers (D41) s'effondre du fait du désendettement et de la baisse des taux d'intérêt. Le graphique montre clairement la financiarisation de l'économie française depuis le milieu des années 1980. Actions et dividendes se substituent à l'emprunt et l'intérêt.

Si nous rapportons les intérêts versés (D41) et les dividendes versés (D42) à l'EBE des SNF, l'évolution parait encore plus contrastée comme le montre ce 3e graphique :

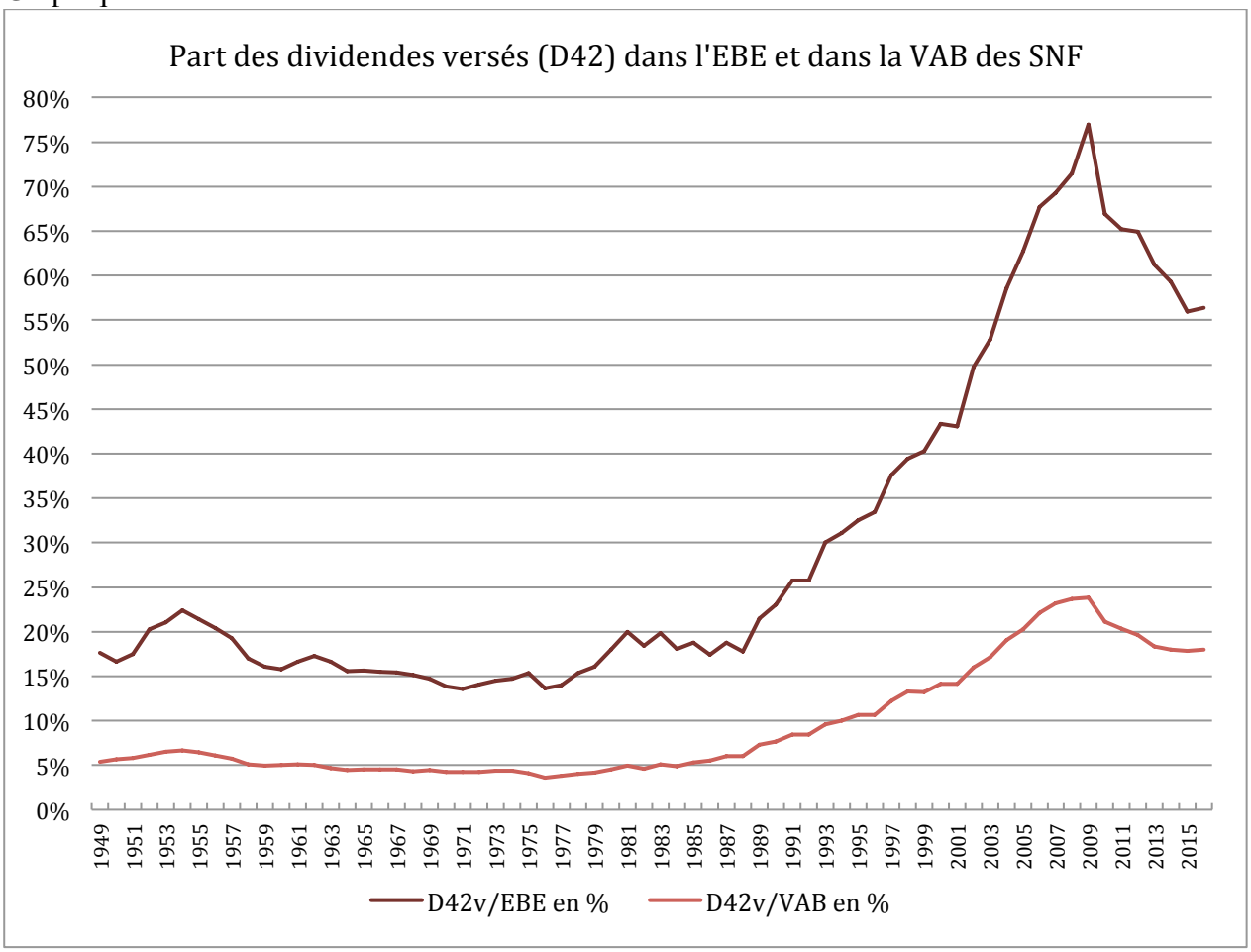
Graphique 5



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

À partir de 1993 surtout, la financiarisation de l'économie pousse à une à une réduction de la part des emprunts bancaires au profit des actions d'autant que la politique de désinflation compétitive et du franc fort des années 1990 (pour cause de convergence du franc avec le mark en vue de la monnaie unique) a fait grimper les taux d'intérêt. Biens que les intérêts versés restent important du fait de taux élevés, leur part dans l'EBE commence à décroître de 1983 à 1988, puis à partir de 1995, ce que soulignait déjà le *Rapport Cotis*, 2009. De 2000 à 2016, la part D4 versée aux créanciers (D41) et aux propriétaires (D42) dépasse toujours 70%, elle dépasse même 100% de l'EBE en 2008 et 2009. Cela peut sembler impossible, si on ignore que les SNF perçoivent également des intérêts et des dividendes. La part des dividendes (D42) n'a cessé de croître de 1988 à 2009 où elle atteint 76,98% de l'EBE et 23,82% de la VAB des SNF comme le montre le graphique 6.

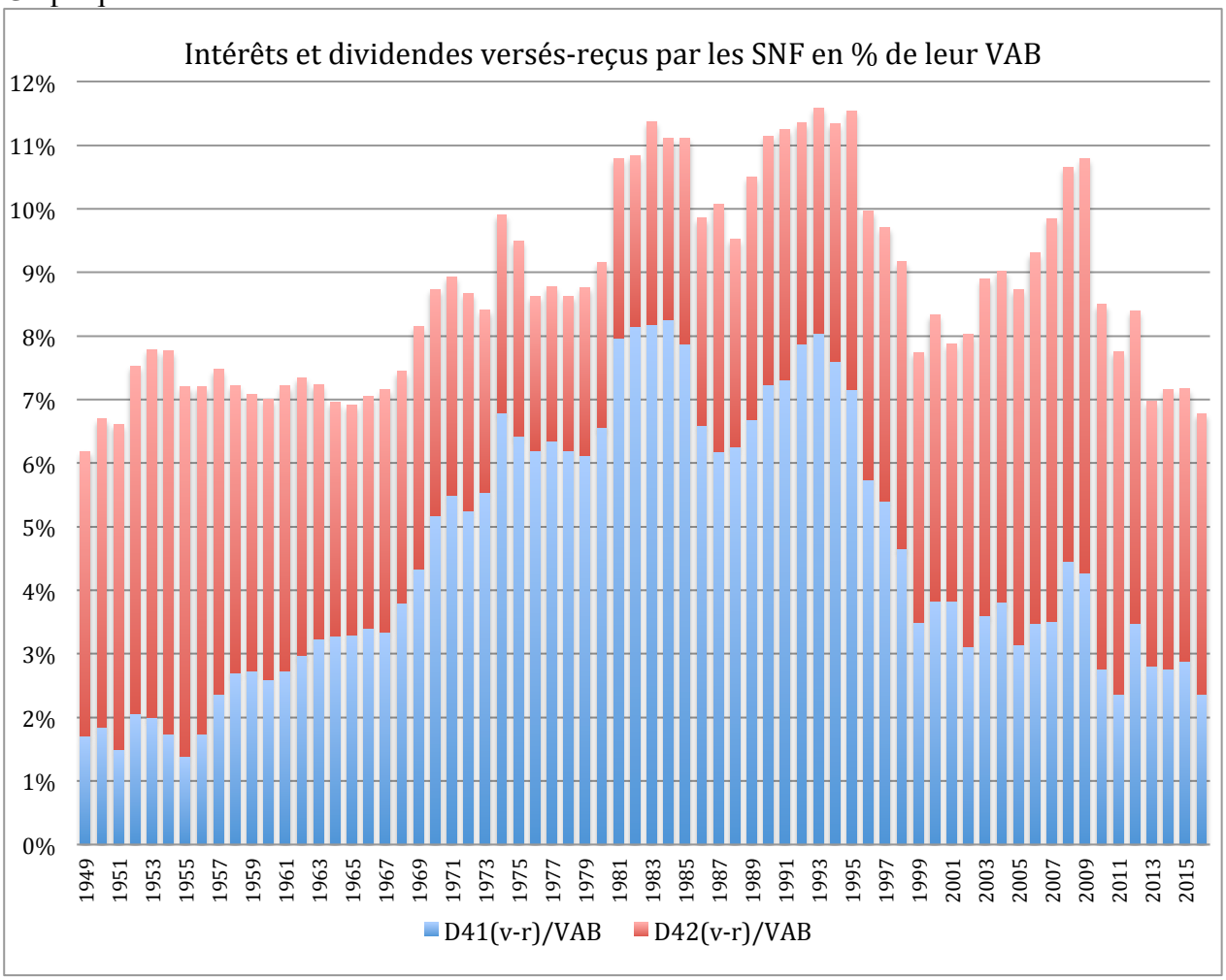
Graphique 6



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

Pour comprendre que les revenus de la propriété versés (D4) puissent dépasser 1'EBE, il nous faut revenir au compte d'*Affectation du revenu primaire* des SNF et calculer les *versements nets,* des intérêts (D41) et des dividendes (D42), car ils sont aussi bien une ressource qu'un emploi des SNF. Le graphique 7 suivant est alors bien différent mais illustre la financiarisation des SNF. Alors que le différentiel entre intérêt versé et reçus reste élevé, ce qui paraît logique pour des entreprises, la différence (versé - reçu) des dividendes (D42), s'amenuise. Cela signifie que les SNF détiennent de plus en plus de titres d'autres sociétés, d'organismes financiers, ou de leur propre société, qui leur versent des dividendes. Ainsi, même avec un EBE quasi nul, elles pourraient continuer à verser des intérêts et dividendes tant que les intérêts et dividendes qu'elles reçoivent permettent de conserver un *solde des revenus primaires* positif. L'augmentation simultanée des dividendes versés et reçus mesure assez précisément le degré de financiarisation (et d'imbrication) des sociétés.

Graphique 7



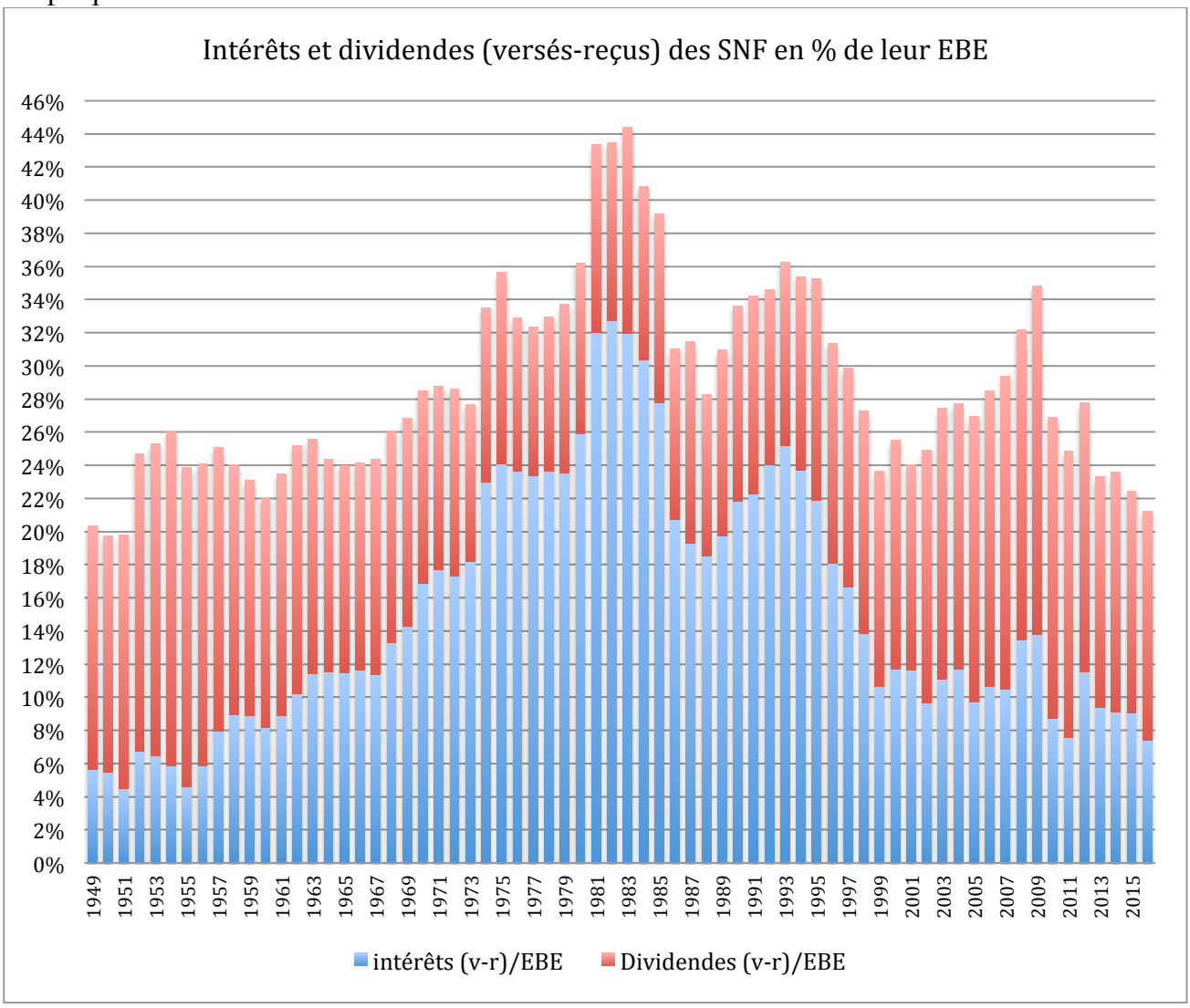
Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

Si l'écart paraît aussi important dans les années 1950-60 que dans les années 2000-2016, la signification en est toute différente. Dans les années 1950-60, les SNF ne reçoivent quasiment pas d'intérêt (D41) et de dividendes (D42). Ainsi, bien que les versements soient faibles (cf. graphique 4 et 5), l'écart apparaît (surtout pour les dividendes) aussi élevé que dans les années 2000-2015 où la plus grande part des dividendes versés sont couvert par ceux reçus. Lorsqu'une société a racheté ses propres actions, elle reçoit pour ces actions les dividendes qu'elle verse. Lorsque « l'entité » SNF1 achète des actions de la SNF2, c'est « l'entité » SNF1 qui en devient propriétaire, mais en dernière analyse à quelle « personne physique » appartiennent ces actions ? Si le capital financier est considéré de la même façon que le capital physique de la SNF1 (ce rachat est un « investissement » jugé comme un autre) il appartient aux actionnaires de la SNF1[9]. Le rachat par les SNF de leurs propres actions en fait monter le cours, c'est donc un surplus pour les actionnaires qui s'apparente à une distribution de dividendes, raison pour laquelle le rapport Oxfam l'ajoute aux dividendes proprement dits. Ceci peut être contesté. S'il est indéniable que ces actions rachetées

[9] On pourrait imaginer qu'il appartienne à l'entité elle-même, considéré comme un collectif de travail et de capital. Dans la même veine : À qui appartient le Louvre ? À l'État… Mais l'État c'est qui ? C'est une entité juridique qui incarne la Nation et met en œuvre les décisions prises par les représentants élus de la nation. Mais c'est qui ou quoi la Nation ?... C'est un collectif de personnes unis par des traditions, une histoire etc. par lesquelles ils on manifesté leur désir de vivre ensemble. C'est une entité abstraite et néanmoins nécessaire, un fait social qu'il convient de *traiter comme une chose* comme dirait Durkheim.

appartiennent bien en définitive à l'ensemble des propriétaires de la société, elles représentent du capital (stock) et non un revenu (flux), raison pour laquelle ils ne doivent pas figurer dans les dividendes (D42) dans la comptabilité nationale.

Graphique 8



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017.

On retrouve dans ce dernier graphique le même profil général avec une part des revenus nets de la propriété (D4) qui dépasse les 40% de l'EBE au début des années 80 ; qui atteint plus de 33% de 1990 à 1995, essentiellement du fait de la part des intérêts, boostée par le haut niveau des taux d'intérêt durant cette période. La part de l'ensemble diminue depuis 2009 (34,8% dont D41 13,8% et D42 21%) pour atteindre 21,4% (dont 7,4% et 13,8%) en 2016.

2/ Nos conclusions et celles du rapport Oxfam

Ces évolutions « nets » semblent contredire le rapport Oxfam tant au niveau de l'importance des dividendes distribués (ici *versés-reçus*, en % de *l'EBE* et pour *toutes les SNF*) que de leur évolution (ici leur part baisse sur la période 2009-2016, passant de 21% à 13,8% de l'EBE) alors que pour Oxfam, non seulement leur part est plus élevés (mais ce sont les dividendes *versés* et en % du *résultat net*, et des seules *sociétés du CAC 40*) mais elle augmente (elles passeraient, en % du

résultat net, de 1/3 à 2/3 selon Oxfam)[10]. Les différences de périmètre d'étude et d'indicateur statistique utilisé peuvent expliquer ces écarts. De plus, les entreprises du CAC 40 ne se distinguent pas uniquement par leur taille, mais aussi par leur caractère international et un type de management plus proche des entreprises anglo-saxonnes. Oxfam prend comme indicateur non pas tout l'EBE, mais le *Résultat net* (nommé « bénéfice » dans le rapport). Critiquant le rapport, M. Gattaz indique que : « *Les groupes du CAC 40 ont, selon le document, redistribué à leurs actionnaires les deux tiers de leurs bénéfices entre 2009 et 2016, soit deux fois plus que dans les années 2000* ». Cette phrase renvoi au passage suivant du rapport (p. 17) : « *Les entreprises du CAC 40 n'ont pas toujours été aussi généreuses avec leurs actionnaires : si elles leur ont distribué plus de 67 % de leurs bénéfices en 2016, ce taux ne dépassait pas les 30 % dans les années 2000 où les entreprises versaient presque deux fois moins de dividendes à leurs actionnaires par rapport à leur niveau de bénéfices*. » La part des dividendes dans l'EBE a, pour l'ensemble des SNF, légèrement augmentée entre le début des années 2000 (13% en 2000-2001), et aujourd'hui (13,6% en 2015-2016). On est loin des chiffres cités pour les entreprises du CAC 40, mais ces derniers sont en % du *Résultat net* et non de l'EBE. Pour notre part nous ne reconnaissons que l'EBE et le cadre de la comptabilité nationale, le seul qui soit suffisamment fiable et qui autorise des comparaisons au niveau européen (SEC) et international.

Les critiques adressées au rapport Oxfam sont toutes aussi dénuées de rigueur ! Quand M. Gattaz écrit : « *L'investissement et les salaires sont déjà dans le compte d'exploitation des entreprises* », il ne sait tout simplement pas ce qu'il y a dans un compte d'exploitation. S'il y a bien les salaires, l'investissement n'y figure pas, seule figure la dotation aux *amortissements* dans la comptabilité privée. Dans la comptabilité nationale, l'investissement brut (FBCF) figure en emploi du *compte de capital*, à la fin de la séquence des comptes, après non seulement le *compte d'Exploitation*, mais encore celui *d'Affectation des revenus primaires* et celui de *Distribution secondaire du revenu*. Que les entreprises aient besoin de capital, de fonds propres, pour grandir, cela ne fait pas de doute. Mais un des moyens d'augmenter leurs fonds propre est justement de baisser la part distribuée aux actionnaires pour faire davantage d'autofinancement. Des années 1950 au début des années 1980, cette part distribuée aux actionnaires était beaucoup plus faible, cela n'empêchait pas les entreprises des « 30 glorieuses » de trouver du capital. Si au niveau microéconomique des entreprises augmentent leur capital par des prises de participations les unes dans les autres, au niveau macroéconomique c'est un jeu à somme nul. De plus, en cette période de bas taux d'intérêt, nombre de sociétés peuvent préférer emprunter pour faire jouer l'effet de levier[11] ce qui leur permet d'augmenter la rentabilité financière de l'entreprise, seule chose qui compte désormais. Ne sachant que faire de leur surplus d'EBE, elles le distribuent aux actionnaires ou achètent leurs propres actions, ou encore celles d'autres entreprises, mais l'investissent réel (au sens économique = FBCE) reste faible. Il n'y a pas aujourd'hui de pénurie de capitaux, l'épargne et les liquidités sont élevés, mais il y a sans doute, dans la vieille Europe, un manque d'opportunité d'investissement (FBCF) suffisamment rentable au sens où la finance réclame des rendements (*Return On Equity*) de près de 15% ce qui est, pour l'ensemble des entreprises et même pour les seules SNF, rigoureusement impossible à long terme. En effet la rentabilité du capital (taux de profit EBE/K) s'écrit : EBE/K = (EBE/VAB)x(VAB/K), d'où il vient : EBE/VAB = (EBE/K)/(VAB/K). En claire, si le taux de

[10] « Entre 2009 et 2016, les entreprises du Cac40 ont distribué 67 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant plus que 27 % pour l'investissement et 5 % de primes pour les salariés. En 2014, dans un article publié dans la Harvard Business Review, William Lazonick faisait un constat similaire pour les entreprises du S&P 500, l'équivalent du CAC 40 aux États-Unis. Les entreprises américaines distribuaient alors 91 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant que 9 % pour l'investissement et les primes aux salariés. En cause, une stratégie des entreprises de plus en plus centrée sur la valeur actionnariale, telle que des profits plus importants ne bénéficient qu'à un petit nombre d'actionnaires et ne permettent pas une prospérité partagée dans la société »

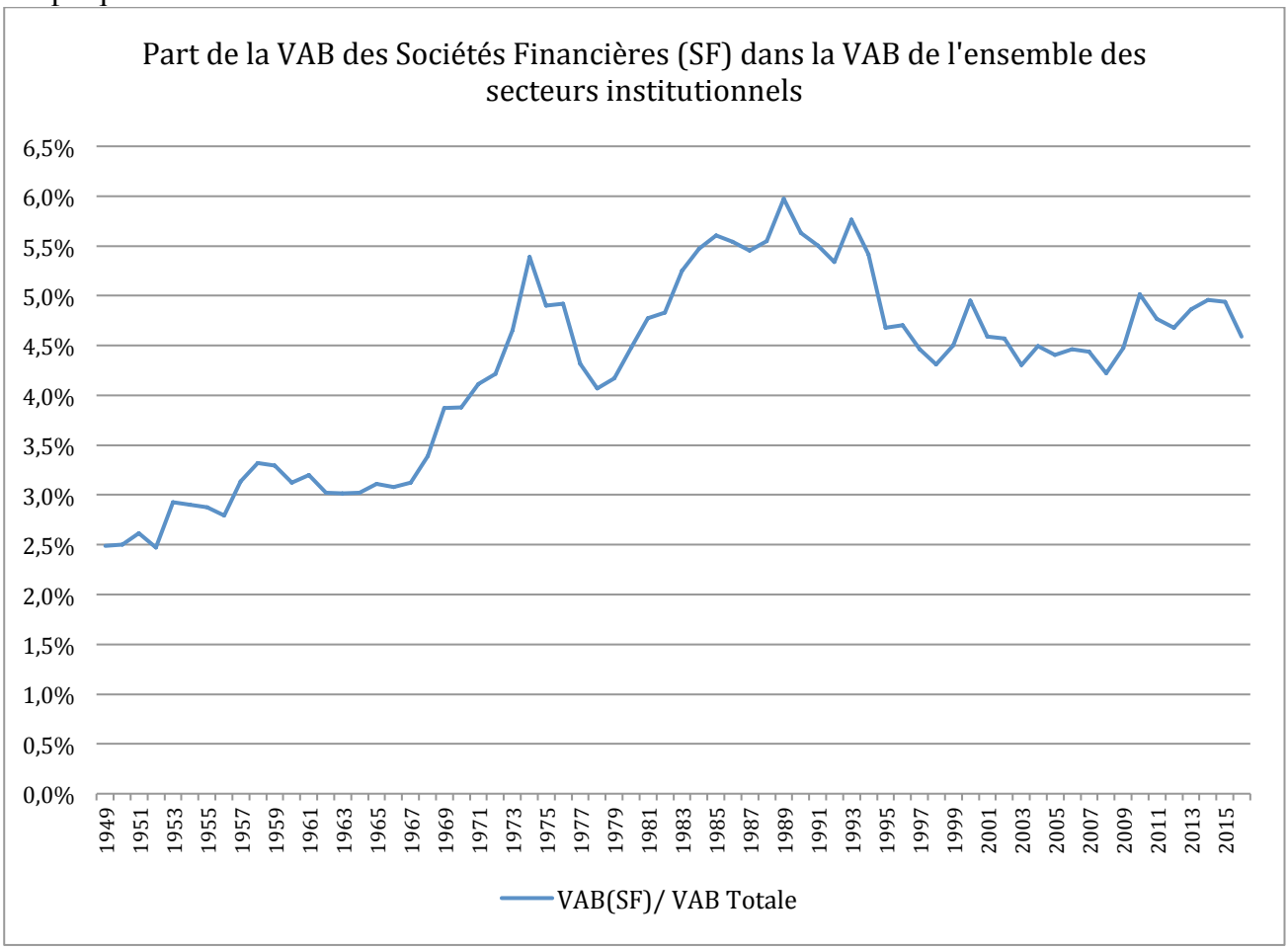
[11] Soit FP les fonds propre, D les dettes et i le taux d'intérêt. La rentabilité économique : RE = EBE/(FP+D) d'où EBE = RE(FP+D). La rentabilité financière : RF = (EBE-iD)/FP, d'où en remplaçant EBE par RE(FP+D), RF = RE+(RE-i)(D/FP). Le levier est d'autant plus fort que le rapport D/FP est élevé et que l'écart (RE-i)>0 est grand. Sitôt que (RE-i)<0, la RF s'effondre d'autant plus que D/FP est élevé. Les SNF cherchent toutes à se désendetter en même temps, d'où la crise financière qui s'en suit.

profit (EBE/K) croît de 15%, il faut que la productivité moyenne du capital (VAB/K) augmente aussi de 15% (avec un taux de marge EBE/VAB constant). La VAB doit croître au même taux que l'EBE soit 15%. À l'échelle du pays, la somme des VAB (PIB) devrait elle aussi croître de près de 15%... Aujourd'hui on est bien heureux lorsque le taux de croissance du PIB atteint 2%... Il est vrai que les financiers n'entendent pas grand chose à la macroéconomie, quoique… ils sont encore excusables, ils ne font que réagir au *Marché financier* qui, depuis le milieu des années 1980, s'est développé sans frein dans le monde, faisant du développement de l'activité financière *un but en soi*, un marché en soi, produisant des services, lançant de nouveaux produits plus ou moins sophistiqué comme on lance une nouvelle voiture ou lessive alors que la finance ne devrait être qu'une interface, la moins coûteuse possible, entre des agents ayant une *capacité de financement* et ceux ayant un *besoin de financement*.

3/ Les développements iatrogènes de l'intermédiation financière

Malgré toutes les « innovations » financières, et les progrès de l'informatique, les coûts *d'intermédiation financière* n'ont cessés d'augmenter. En effet, la part de la VAB des Sociétés Financières (SF) dans l'ensemble des secteurs institutionnels est passée de 3,05% (moyenne 1950-1970) à 4,57% (moyenne 1971-1982) et 4,94% (moyenne 1983-2016). Certains se félicitent de l'augmentation de l'activité de la sphère financière comme s'il s'agissait de la production d'un bien ou service *final* alors qu'il ne s'agit que d'un intermédiaire. C'est comme si on se félicitait de l'augmentation de la part d'énergie consommée par unité produite ! Alors que l'efficience énergétique du PIB a augmenté, l'efficience de la finance, interface nécessaire entre agents ayant des *capacités* et ceux ayant des *besoins* de financement, a baissé.

Graphique 9



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SF, base 2010, Insee 2017

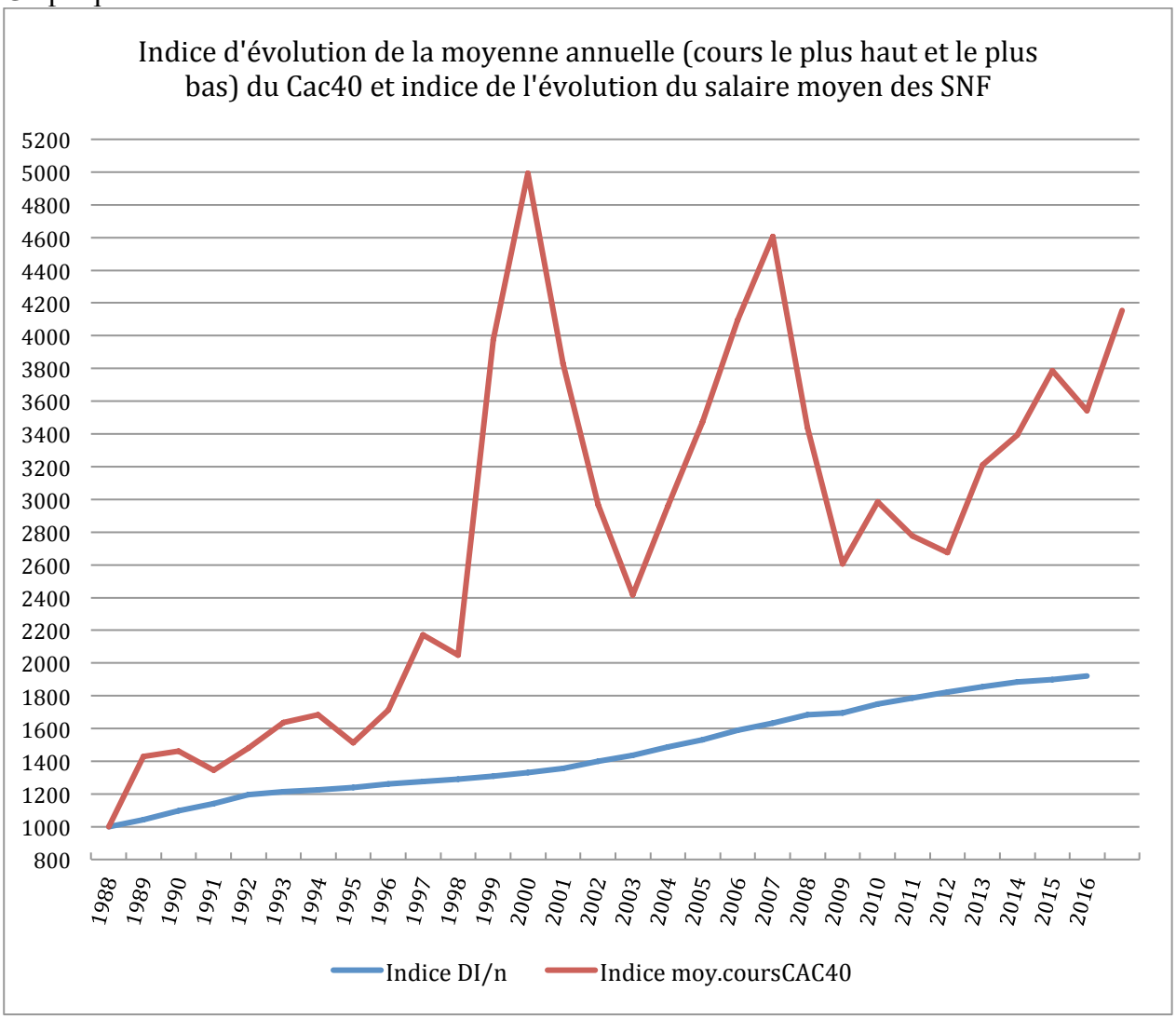
L'intermédiation bancaire des années 1950-60 était finalement moins coûteuse que l'intermédiation de marché financier depuis le big-bang financier des années 1980, surtout si on ajoute à cette dernière le coût économique des crises qui secouent régulièrement les marchés financiers, et par suite, l'économie réelle. L'interface financière se développe comme un cancer. Malgré tous les développements des technologies de l'information et de la communication, les SF absorbent encore 800 000 employés (2016) contre 651 000 en 1978 (5,17% de l'emploi des SNF contre 5,58% en 1975). En 2016, le coût salarial moyen (D1/n) y est de 66 677€ contre 48 478€ pour les SNF. Le développement de la sphère financière est iatrogène au sens où il impose finalement à l'ensemble de la société (entreprises, ménages, administrations publiques) un coût lié au développement de toute une *ingénierie financière* destinée à pallier les effets que ses propres innovations ont produits sur les marchés. À l'intermédiation bancaire qui transformait une épargne à court terme des ménages et entreprises en prêts à long terme aux entreprises et ménages et qui mutualisait les risques, s'est substitué une intermédiation bancaire et financière *de marché*, multipliant les produits financiers, notamment pour se couvrir des risques que ces mêmes marchés provoquent par ailleurs… La finance de marché, dite « directe » est devenue, de fait, encore plus indirecte que l'intermédiation purement bancaire, car en plus du marché, il y a toujours des organismes financiers et une panoplie de produit pour se couvrir des risques « individuels » (marché d'options) mais évidemment pas des risques « systémiques » qu'ils contribuent eux-mêmes à produire. Le cancer prolifère et cherche toujours de nouveaux marchés à conquérir… Bingo ! Il y a maintenant tout le marché des assurances complémentaires (santé, vieillesse) qui s'ouvre avec la loi ANI qui engage les entreprises à généraliser la complémentaire santé. À quand la liquidation de la Sécurité sociale pour « débloquer » le marché ? Gageons que les coûts d'intermédiation exploseront…On peut déjà observer que les « mutuelles » complémentaires, qui se livrent une bataille féroce à coup (et coût) de publicité sur l'ensemble des media, ont des coûts d'intermédiation beaucoup plus élevés que ceux de la Sécurité sociale… Vive le marché libre !...

4/ Croissance moyenne du capital des entreprises du CAC 40 et croissance des salaires des SNF

Nous avons vu que depuis 1988 surtout, la part des dividendes dans l'EBE (comme dans la VAB) avait fortement augmentée (graphique 4). Si les dividendes sont bien la rémunération (flux) des actionnaires, il faut également prendre en compte les variations de la valeur des actions (stock) pour tenir compte de leur enrichissement (croissance de leur capital) et mesurer une rentabilité du capital. Nous nous limitons ici aux entreprises du CAC 40. Sur le long terme (LT), le CAC 40 est passé de l'indice 1000 au 1er janvier 1988 (date de sa création) à 4273 au 1er janvier 2015. En 27 ans, et malgré deux grandes crises (2001 et 2008), il a été multiplié par 4,3. Durant cette même période, le coefficient d'inflation a été de 1,63. Hors inflation le CAC 40 a été multiplié par 2,6, ce qui correspond à un rendement moyen de 3,6%. Le CAC 40 *Net Return* (avec les dividendes et après imposition standard) était à 7976 au 1er janvier 2015, soit un rendement net, inflation déduite de 6,1%. Si au niveau microéconomique et à CT, la rémunération de l'actionnaire peut être justifiée comme étant la rémunération d'un risque, au niveau macroéconomique et à LT, force est de constater qu'il n'y a guère de risque. Un actionnaire qui achèterait un produit financier « indice CAC 40 » et qui de ce fait, ferait ni mieux, ni moins bien, que le marché, serait assuré d'une belle rentabilité en conservant son produit. Sans rien faire et pratiquement sans risque il gagnerait 6,1% par an en moyenne sur cette période en ajoutant chaque année ses dividendes. La croissance annuelle moyenne du PIB sur la même période est nettement inférieur, celle des salaires réels également. Si on généralisait ce résultat à l'ensemble du capital productif, cela signifie que le coefficient de capital K/PIB augmenterait. La part des revenus du capital dans la VAB augmenterait et avec elle l'inégalité entre salaires et revenus du capital. On retrouve ici la déformation du partage de la VAB au détriment salaire et au profit des revenus de la propriété.

Le 1er janvier 2018 a été le 30e anniversaire de l'indice CAC 40. Il est passé de 1000 à 5476. Cela fait une croissance annuelle moyenne de : $(5{,}476^{1/30}-1)=5{,}83\%$, inflation et impôts non déduit, mais sans compter les dividendes !
En 2016, le salaire annuel « super brut » moyen des SNF (D1/n) était de 48 475€ celui de 1988 de 25 240€. Il a été multiplié par 1,9205. Cela fait une croissance annuelle moyenne de : $(1{,}9205^{1/28}-1)$ = 2,36% inflation et impôts non déduits.
Comparons la croissance du patrimoine financier (sans compter les dividendes) d'une personne dont le portefeuille est représentatif des valeurs du CAC 40[12] avec la croissance du salaire moyen d'un salarié des SNF. On ne peut que constater que progression du capital est beaucoup plus rapide que celle du salaire moyen. Dans le graphique ci-dessous nous avons pris la moyenne, pour chaque année, du cours le plus haut et le plus bas du CAC 40. Nous avons ensuite transformé la série en indice base 1000 pour l'année 1988 (*idem* pour le salaire moyen des SNF).

Graphique 10



Calculs et graphique E. Blanc à partir des comptes d'affectation du revenu primaire des SNF, base 2010, Insee 2017 et des cours de bourse, données historiques CAC 40, investir.lesechos.fr.

L'écart de croissance est manifeste. Entre 1988 et 2016, le taux de croissance annuel moyen des salaires « super brut » des SNF a été de : $(1{,}92^{1/28}-1)$ = 2,35%. Celui du Cac 40 de : $(3{,}54^{1/28}-1)$ = 4,40%.

[12] Par définition, il ne fait ni mieux, ni moins bien que le marché, c'est un portefeuille moyen.

Conclusion

Si on peut reprocher au rapport Oxfam un choix pas toujours très pertinent des indicateurs utilisés, ses conclusions, concernant les sociétés du CAC 40, donnent une vue de l'évolution qui n'est pas très éloignée de notre analyse portant sur l'ensemble des SNF. Les critiques qui lui sont adressés (celles de P. Gattaz dans sa conférence de presse du 15 mai 2018, ou de Hervé Joly : « Les actionnaires, petits ou gros, sont-ils si bien traités ? » dans *Acteur de l'économie, la Tribune*) sont souvent indigentes, trahissant l'ignorance de leurs auteurs des bases de l'analyse macroéconomique. Leurs critiques sont encore plus « biaisées et politique » pour reprendre les mots du président du Medef. Reste que pour porter un jugement éclairé sur les évolutions de la part des dividendes des sociétés du CAC 40, il faudrait reprendre leurs données dans le cadre unifié et précis de la comptabilité nationale.

Emmanuel Blanc, le 4 juin 2018

Entre 2009 et 2016, les entreprises du Cac40 ont distribué 67 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant plus que 27 % pour l'investissement et 5 % de primes pour les salariés. En 2014, dans un article publié dans la Harvard Business Review, William Lazonick faisait un constat similaire pour les entreprises du S&P 500, l'équivalent du CAC 40 aux États-Unis. Les entreprises américaines distribuaient alors 91 % de leurs bénéfices aux actionnaires, ne laissant que 9 % pour l'investissement et les primes aux salariés. En cause, une stratégie des entreprises de plus en plus centrée sur la valeur actionnariale, telle que des profits plus importants ne bénéficient qu'à un petit nombre d'actionnaires et ne permettent pas une prospérité partagée dans la société.