

L'affectation de la richesse créée : un des facteurs explicatifs du différentiel de compétitivité entre entreprises françaises et entreprises allemandes cotées

The Allocation of Wealth: One Factor that Explains the Competitiveness Gap between French and German Listed Companies

Olivier Cretté, Éric Fimbel, Catherine Karyotis et Claude Ducouloux-Favard



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/rei/6162>

DOI : 10.4000/rei.6162

ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 30 septembre 2015

Pagination : 37-69

ISBN : 9782807301092

ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Olivier Cretté, Éric Fimbel, Catherine Karyotis et Claude Ducouloux-Favard, « L'affectation de la richesse créée : un des facteurs explicatifs du différentiel de compétitivité entre entreprises françaises et entreprises allemandes cotées », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 151 | 3e trimestre 2015, mis en ligne le 30 septembre 2017, consulté le 21 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6162> ; DOI : 10.4000/rei.6162


L'AFFECTATION DE LA RICHESSE CRÉÉE : UN DES FACTEURS EXPLICATIFS DU DIFFÉRENTIEL DE COMPÉTITIVITÉ ENTRE ENTREPRISES FRANÇAISES ET ENTREPRISES ALLEMANDES COTÉES

Olivier Cretté*, Ledouble, Paris

Éric Fimbel†, Neoma Business School, LIRSA (Cnam-Paris)

Catherine Karyotis‡, Neoma Business School, LIRSA (Cnam-Paris)

Claude Ducouloux-Favard († 2013)

 **Mots clés :** Compétitivité, dividende, banque, entreprises cotées, France et Allemagne.

 **Keywords:** Competitiveness, Dividend, Bank, Listed Companies, France and Germany.

INTRODUCTION

Dans quels contextes sociétal, idéologique et donc sémantique se déroule le débat sur cette compétitivité comparée entre entreprises françaises et entreprises allemandes ? Selon J.-L. Mucchielli, auteur avec E. Combe de

* E-mail : ocrette@ledouble.fr

† E-mail : eric.fimbel@neoma-bs.fr

‡ E-mail : catherine.karyotis@neoma-bs.fr

La compétitivité par la qualité (2011), « le terme “compétitivité”, dont l’origine latine (*competere*) évoque l’idée de “rechercher ensemble”, mais aussi celle de “se rencontrer en un même point”, désigne l’aptitude à affronter des situations de concurrence et à rivaliser avec autrui. Fréquemment employée par les économistes, la notion a été initialement définie et appréhendée au niveau de l’entreprise, puis transposée au plan macro-économique, au niveau d’un secteur d’activité ou d’un pays. Un tel glissement suscite néanmoins des controverses. » Le débat sur la compétitivité des agents que sont les entreprises sur des marchés n’est pas de même nature que celui de la compétitivité de chaque nation. Les débats récurrents autour de la force durable de l’économie allemande au sein de l’Union européenne, mais aussi dans la compétition mondiale, ont installé le glissement discutable suivant : si l’économie allemande va mieux que l’économie française, c’est que ce qui la structure et la dote (et dont la puissance publique est au moins en partie responsable) y est plus favorable : coût et flexibilité du travail, encouragement aux politiques d’innovation et de Recherche & Développement, dispositifs de formation, simplification administrative, fiscalité des entreprises, etc. Chacun de ces éléments a fait l’objet de très nombreux travaux de recherche, en sciences économiques comme en sciences politiques, à partir des comparaisons des facteurs de la « compétitivité-prix » versus « compétitivité-hors prix ». La seule approche par la comparaison des coûts salariaux directs n’est plus considérée comme l’unique parangon explicatif de cette problématique, y compris par des organismes proches des milieux dirigeants comme l’Institut COE-Rexecode (2011) qui explique le déficit de compétitivité des entreprises françaises par les mauvaises performances concernant « la qualité et le contenu en innovation technologique ». Ces analyses ont d’autant plus de puissance consensuelle qu’elles dédouanent conceptuellement les dirigeants des entreprises privées de leur part de responsabilité personnelle dans le différentiel. Elles désincarnent l’analyse autant qu’elles la désocialisent.

La crise de 2008 et les réactions sociétales provoquées ont rouvert le champ et permis l’expression d’analyses plus incisives en direction des praticiens, des dirigeants et de leurs responsabilités directes (Stiglitz, 2010). Issue de l’encastrement de l’économie réelle par la sphère financière au cours des trois dernières décennies (Fimbel et Karyotis, 2012), la dilution des intérêts de l’entreprise dans les intérêts de ses actionnaires

et de ses dirigeants selon le modèle anglo-saxon a soumis, *de facto*, les entreprises cotées à l'horizon temporel du prochain dividende et de la plus-value rentière rapide. La tension issue de cette pression avec la robustesse durable de l'entreprise cotée en tant qu'organisation « sociétalement » insérée autant qu'engagée dans des compétitions commerciales est alors forte. Les travaux sur les séparations des structures de gouvernance et des structures managériales ont étudié ces phénomènes, mais le lien entre les effets de ces tensions et le différentiel de compétitivité n'a été que très faiblement exploré.

La première partie de cet article portera sur l'identification argumentée des singularités structurantes et potentiellement explicatives du différentiel du rapport à la mise en réserve de tout ou partie de la richesse créée. Après avoir analysé le caractère polymorphe du capitalisme dans un contexte pourtant mondialisé, et en identifiant les caractéristiques évolutives du capitalisme rhénan, nous prendrons en considération les singularités juridico-réglementaires, mais aussi les singularités socioculturelles, en intégrant une mise en perspective historico-juridique comparée des modalités et dispositifs de création et de gestion des entreprises en France et en Allemagne. En tentant d'éviter le biais d'une posture ethno-centrée, nous analyserons les conditions respectives régissant la distribution de la richesse créée. Nous confronterons ensuite les pratiques respectives des sociétés cotées dans les deux pays en matière d'affectation et de distribution de la richesse avec leurs fondements socioculturels autant que juridiques. Ceci nous permettra de mettre en évidence certains effets cumulatifs sur le différentiel de compétitivité.

Notre seconde partie sera consacrée aux analyses empiriques qui permettront de concrétiser les singularités des entreprises cotées françaises et allemandes dans les écarts de mise en réserve. Cette analyse sera opérée à partir de traitements des données issues des bases de données mobilisées ainsi que des documents de référence et rapports annuels des sociétés cotées sur les indices boursiers SBF 120 en France et DAX 100 en Allemagne de 2003 à 2012. Les résultats obtenus par nos traitements statistiques nous permettront de tester notre double hypothèse :

- d'une part, les pratiques managériales et actionnariales en regard de l'alternative « distribution de dividendes » versus « épargne pour autofinancement » sont un facteur agissant durablement et

- significativement sur le différentiel de compétitivité entre entreprises françaises et allemandes cotées ;
- d'autre part, l'occultation de ce facteur conduit à des biais d'analyse dont les effets peuvent conduire à dédouaner certaines parties prenantes de leur responsabilité.

Notre article s'inscrit donc délibérément dans une contribution académique susceptible de nourrir qualitativement le débat sur les facteurs éclairant mieux ce différentiel de compétitivité.

1. CONTEXTE ET MISE EN PERSPECTIVE DU DIFFÉRENTIEL DE COMPÉTITIVITÉ

1.1. Le capitalisme rhénan : un modèle ?

Albert (1991) fut le premier auteur à parler de capitalisme rhénan par opposition au capitalisme anglo-saxon. Selon l'auteur, le capitalisme anglo-saxon est commandé par les profits à court terme et la réussite financière individuelle alors que le capitalisme rhénan se préoccupe du long terme et l'entreprise est perçue telle une communauté associant le capital au travail ; dans ce modèle rhénan, l'entreprise est davantage une « *community* » qu'une « *commodity* » (Albert, 1991, p. 119) ; il y a « prééminence de l'entreprise sur le client [...], prééminence du management sur l'actionnaire. [...] Le management est d'autant plus fort qu'il est collectif, animé par un directoire » (Albert, 1991, p. 105). Crozier (1980) ne dit pas autre chose lorsqu'il dénonce les deux problèmes posés par le marché : « celui du rapport entre le jeu des intérêts individuels et l'intérêt collectif, celui du rapport entre l'ajustement optimum à court terme et le développement à long terme », à l'instar de Useem (1984) et Rappaport (1990) qui opposent les capitalismes familial d'abord, managérial ensuite, institutionnel enfin, ce dernier donnant la primauté aux actionnaires, et, tout particulièrement parmi ceux-ci, aux fonds de pension. Marchesnay (2012) distingue, quant à lui, le capitalisme patrimonial ou patronal du XIX^e siècle du capitalisme managérial du XX^e siècle et parle de « doxa managériale » en se demandant quand « le manager sera-t-il, enfin, remplacé par l'entrepreneur ? » (Marchesnay, 2008).

D'autres auteurs ont également étudié les différentes formes de capitalisme en prenant l'exemple de l'Allemagne au titre d'une référence. Hall et Soskice (2001) distinguent les économies libres de marché des économies coordonnées de marché. Le modèle dit rhénan se rapproche alors de cette notion d'économies coordonnées de marché qui, selon nous, est plus proche de la réalité économique que la distinction entre économie de marché et économie d'endettement développée par Hicks (1974), ou la distinction entre économie réglementée et économie déréglementée (McKinnon, 1973 ; Shaw, 1973) ou encore la distinction entre finance directe et finance indirecte (Gurley et Shaw, 1960). Le modèle qualifié de coordonné repose sur des relations construites et entretenues hors du marché que les entreprises nouent avec leurs parties prenantes, le tout reposant sur un réseau d'acteurs particulièrement dense.

Amable (2005, 2009), quant à lui, va plus loin en dressant une typologie basée sur cinq modèles de capitalisme : le capitalisme néolibéral, le capitalisme méditerranéen, le capitalisme asiatique et, enfin, le capitalisme social-démocrate et le capitalisme européen continental que l'auteur considère comme étant les plus proches du capitalisme rhénan dont parlait Albert. Ces deux derniers modèles font notamment état d'une limitation de la régulation marchande pour le modèle social-démocrate et d'un système financier centralisé facilitant l'élaboration de stratégies à long terme pour les entreprises. Peyrelevade parle également d'économie sociale de marché pour décrire ce capitalisme dit rhénan : l'entreprise, pour répondre à son intérêt social, transcende les intérêts particuliers et le « pouvoir des actionnaires se dilue au nom d'un impératif plus noble » (Peyrelevade, 2005, p. 27).

Si une analyse exhaustive des variétés de capitalisme eût été intéressante (que nous aurions dès lors inscrite dans une grille de lecture régulationniste), les approches suscitées n'ont lieu d'être que pour contextualiser notre étude. Les auteurs susnommés qui abordent le capitalisme, quel que soit le qualificatif ajouté, rhénan, familial, social, etc., décrivent le modèle allemand comme assis sur la cogestion¹ et le partenariat banque industrie reposant sur la notion de *Hausbank* ou banque maison.

1 Le terme de « codétermination » est linguistiquement certainement le plus proche du vocable allemand « *Mitbestimmung* », comme en atteste la dénomination de la loi allemande sur la participation des salariés (*Mitbestimmungsgesetz*). Conscients de cette

1.2. La banque, partenaire de l'entreprise et non instrument de la financiarisation

La banque dite maison en Allemagne est actionnaire, en même temps qu'elle apporte des capitaux d'emprunts, des conseils et des prestations à l'entreprise. Ces relations multiples entre les deux partenaires permettent alors une allocation efficace du financement bancaire et limitent l'asymétrie informationnelle (Karyotis et Nekhili, 2008). La *Hausbank* a souvent une zone géographique circonscrite, elle est donc ancrée sur le plan territorial ; mais plus encore, le chef d'entreprise a pour financeur et interlocuteur un banquier lui-même au profil d'entrepreneur. Une relation continue s'instaure *de facto* entre l'entreprise et sa banque principale, permettant à cette dernière de « cerner, de façon plus précise et à moindre coût, la situation financière réelle, mais également d'accéder aux garanties supplémentaires qui ne figurent pas au bilan » (Friederichs et al., 1999, p. 61), réduisant donc les asymétries d'informations.

Globalement, Fischer (1990) définit la *Hausbank* au travers de cinq éléments significatifs : la banque dispose d'un excellent niveau d'information sur l'entreprise cliente, elle détient une position très influente dans l'entreprise, les décideurs des deux parties entretiennent des liens entre espaces séparés par une frontière de plus en plus ténue, la relation s'entend telle une relation partenariale avec une bienveillance toute particulière de l'une envers l'autre, enfin la *Hausbank* exerce une responsabilité forte dans le soutien de l'entreprise, y compris en période de crise.

De cette relation entre les entreprises et les apporteurs de capitaux autres que les investisseurs sur les marchés financiers, naissent des interrelations constructives et stables, au contraire du court-termisme qui prévaut sur les marchés financiers avides de retour sur investissement rapide et considérable, conformément au fameux RoE (*Return on Equity*) de 15 % instauré tel un dogme dans le développement de la financiarisation à outrance des économies.

double proximité sémantique, avec le mot consacré en allemand, des termes « cogestion » et « codétermination », nous avons privilégié le premier, qui est le plus usité dans les traductions.

Crevoisier et Theurillat (2011) définissent la financiarisation tel « un processus de construction de la mobilité/liquidité du capital » doté d'acteurs et de processus dédiés à la création d'actifs financiers diffusés sur différents territoires.

Hors du phénomène de financiarisation à outrance, et au moins jusque dans les années 1990, il était possible de parler de stabilité du modèle allemand. En questionnant les raisons de la puissance de l'économie allemande – est-elle liée à l'organisation des relations entre les banques et l'industrie ? –, Dupuy et Morin (1991) notent qu'une des caractéristiques essentielles du système économique du pays relève de la gestion et du contrôle par les banques des droits de vote de leurs déposants. Dès lors, les mêmes banques avaient, au moins à l'époque, l'avantage d'une certaine forme d'autocontrôle, d'une part, et du contrôle qu'elles pouvaient exercer sur les grandes entreprises, d'autre part. Aussi les auteurs parlent-ils de « cœur financier » particulièrement stable : « stabilité de l'actionnariat et autocontrôle, continuité des équipes dirigeantes, relations stables entre banque et industrie » (Dupuy et Morin, 1991). Windolf (1999), comparant les réseaux d'entreprises en France et en Allemagne à ceux de Grande-Bretagne et des États-Unis, parle de régulation corporatiste outre-Rhin et dénonce les tenants d'un capitalisme institutionnel, qui selon nous s'assimile au capitalisme financiarisé : « La combinaison de la liquidité et du capital reconcentré (droits de propriété) permet aux investisseurs de choisir entre "exit" et "voice" », et l'auteur argue alors que « la stratégie "voice" devient opérante parce que l'"exit" est une menace crédible ».

Hormis quelques cas tels que la Deutsche Bank, les dérives de la financiarisation ne semblent pas, ou moins, avoir touché les banques régionales ou les *Hausbank* traditionnelles ; celles-ci restent les partenaires stables des entreprises allemandes. Coriat et Lantenois (2011) concluent à la montée inexorable des investisseurs institutionnels non résidents dans le capital des entreprises allemandes qui a conduit à une réorientation du portefeuille d'activité des entreprises en question. Autrefois modelées sur le principe général des conglomérats car diversifiées dans plusieurs métiers, pour répondre aux attentes d'amélioration des profits et du fameux RoE, elles se sont recentrées sur des métiers faisant état d'avantages compétitifs.

1.3. Un arsenal juridique structurant le différentiel de compétitivité

Dans une perspective historique, les facteurs socioculturels établissent le lien entre l'angle de vue économique que nous avons développé *supra* et les singularités juridiques et réglementaires qui nous permettent d'envisager la problématique du différentiel de compétitivité entre entreprises françaises et allemandes autrement que le prisme classique du coût du travail, considéré par les milieux dirigeants comme un facteur déterminant (Medef, 2013), même s'il est désormais reconnu que l'écart entre les coûts salariaux unitaires français et allemands, depuis 2001, tend à s'estomper (COE-Rexecode, 2013). Nous avons ainsi focalisé nos recherches théoriques et empiriques sur l'investigation de la relation particulière entre le droit et les capacités distributives des entreprises de part et d'autre du Rhin, dans le but d'y trouver des facteurs explicatifs du différentiel de compétitivité.

Le mode de fonctionnement dual² des entreprises en Allemagne, obligatoire pour les sociétés anonymes, contribue à la thésaurisation d'une fraction des résultats ; si, comme en France, 5 % du résultat annuel après impôt doit être affecté à la réserve légale jusqu'à ce que cette réserve atteigne le plafond de 10 % du capital, le binôme formé par le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) et le directoire (*Vorstand*), tous deux liés par la politique générale de l'entreprise élaborée par le premier et exécutée par le second, dispose, à la différence du conseil d'administration dans une structure moniste, de la faculté de placer en réserve libre, dès l'arrêté des comptes, la moitié du bénéfice net annuel. Les réserves libres constituées à partir des bénéfices imposés peuvent certes être distribuées si les actionnaires donnent leur approbation en assemblée générale (Ernst & Young, 2010), mais dans les faits elles ont vocation à être réinvesties, le solde du résultat non affecté par le conseil de surveillance et le directoire étant laissé à la disposition des actionnaires réunis en assemblée générale postérieurement à l'arrêté des comptes pour le service des dividendes.

2 Par opposition au système de gouvernance moniste à conseil d'administration plus courant en France (où le mode dualiste trouve davantage à s'appliquer aux entités de taille importante).

Cette autonomie entre l'actionnariat et la gouvernance, bien que relative dans des structures où l'organisation duale favorise la double transmission managériale et capitalistique entre les générations, transcende les exceptions et trouve son origine dans les fondements juridiques germaniques, qui ne considèrent pas la société de capitaux comme l'émanation d'un contrat entre individus (Ducouloux-Favard, 1992a). Ainsi, dès qu'elle a pris naissance, la société allemande échappe à ses créateurs qui lui ont donné une existence légale à travers l'élaboration des statuts³, en acquérant une existence indépendante en tant qu'institution reconnue pour représenter l'intérêt général (Batsch, 1995). La philosophie juridique allemande initiée par Gierke (Ducouloux-Favard, 1992b) fait donc de la société anonyme une « société institution » (Harti-Saintavit, 1996), i.e. un « acte collectif par lequel les partenaires sociaux adhèrent individuellement à un corps social s'organisant dans l'intérêt de tous » (Ducouloux-Favard, 1992a). Dans cette institution, les associés (généralement les fondateurs qui incluent les banques, mais qui peuvent parfois se réduire au seul fondateur restant⁴, d'où la légitimité de la société d'un seul) défendent leurs droits capitalistes au sein d'une assemblée nommant les membres du conseil de surveillance ; ces derniers n'étant pas des mandataires, mais des dirigeants installés dans leur fonction, gouvernent la société institution dans l'intérêt social. Cette notion d'intérêt social est un ensemble d'intérêts recouvrant la diversité des parties prenantes (notamment celui des actionnaires, du dynamisme économique de la gestion de la société, des salariés, de l'environnement...). La notion de société vue par Gierke, résumée par Maitland en 1900 et citée par Chassagnon (2012), précise que la firme s'assimile à un organisme vivant capable de vouloir et d'agir par lui-même, animé par une volonté de groupe : Chassagnon précise alors que « ce paradigme de l'entité réelle [...] permet de rompre avec la logique hégémonique du capitalisme financier incarné par le paradigme de la valeur actionnariale ».

Par opposition à cette vision « organiciste » de Gierke, la théorie française de la « société contrat » défendue par Rousseau, pose le contrat, à

3 Le contrat est le substrat de l'institution, qui ne prend vie qu'avec l'inscription au registre du commerce, après vérification des statuts ; de cette immatriculation naît alors la société institution dotée de sa personnalité juridique.

4 Les fondateurs sont responsables conjointement de la constitution de la société, jusqu'au rachat éventuel de leurs actions.

travers la signature des statuts, comme acte fondateur de la naissance de la société, faisant loi des parties, et dont l'objet reste en tout état de cause le partage des bénéfices. En conséquence, la société doit se gouverner et administrer le patrimoine social mis en commun par les parties au contrat social, dans l'intérêt des associés, en l'occurrence des actionnaires dans les sociétés anonymes (Ducouloux-Favard, 1992b). La sensibilité à l'intérêt social au sens germanique des dirigeants mandataires en France trouve *de facto* ses limites dans la nécessité de ménager des capacités distributives à la société dans une logique de gouvernance actionnariale, laquelle trouve un terreau favorable dans le concept de juste valeur consacré par les normes IAS⁵/IFRS⁶ (applicable aux comptes consolidés) vers lesquelles notre référentiel comptable national (réglementant l'établissement des comptes sociaux qui déterminent la capacité distributive) tend à converger ; à cet égard, la coexistence entre la juste valeur et le coût historique ou coût amorti semble susciter une plus forte tension en France qu'en Allemagne (Cretté, 2013). Par la juste valeur, la vision actionnariale et financière de l'entreprise s'ancre dans la comptabilité, comme l'analysent Bignon, Biondi et Ragot (2009, pp. 33-34) : « L'introduction de la juste valeur comme référence d'évaluation comptable, même secondaire, participe sans aucun doute de l'affirmation d'une vision actionnariale et financière de l'entreprise. »

L'entreprise est conçue en Allemagne comme une structure de capitalisation des profits et un lieu de socialisation illustrés par le système de cogestion mis en place dans les industries minières au début des années 1950 et qui a perduré (Fabre, 2012 ; Hildwein, 2010), la combinaison de ces deux facteurs assurant une résilience aux difficultés conjoncturelles⁷. La cogestion allemande contraste à cet égard avec la suprématie de l'actionariat en France (Angels, 2011 ; Gomez, 2001), à tel point que les récentes pistes de sortie de crise et de relance de la compétitivité prônées par les milieux patronaux français s'inspirent pour certaines d'entre elles du modèle allemand. À titre d'exemples, la loi allemande sur la participation

5 *International Accounting Standards.*

6 *International Financial Reporting Standards.*

7 La solidité financière des entreprises et le lien social qu'elles entretiennent avec leurs salariés, bien qu'ils aient été fragilisés par la crise financière de 2008-2009, ont permis à nos voisins allemands de surmonter cette crise dans des conditions plutôt favorables (Bourgeois 2010).

des salariés (*Mitbestimmungsgesetz*) prévoit, pour les sociétés anonymes, les sociétés en commandite par action, les sociétés à responsabilité limitée, les coopératives à but non lucratif et les sociétés ayant une autre forme juridique, mais plus de 2 000 salariés, que leur conseil de surveillance soit composé pour moitié par des représentants des salariés. En cas de partage des voix, le président du conseil de surveillance, élu par l'ensemble de ses membres, a voix prépondérante (le président peut être un représentant des salariés, notamment quand ceux-ci sont actionnaires) ; en outre, la « loi sur la participation du tiers » (*Drittelbeteiligungsgesetz*) stipule la présence des représentants des salariés dans les conseils de surveillance des entreprises allemandes employant entre 500 et 2 000 personnes, à hauteur du tiers de leurs membres ; enfin, la loi sur l'organisation des entreprises (*Betriebsverfassungsgesetz*) ouvre des droits à l'information aux représentants des salariés ainsi que des droits de participation aux décisions stratégiques (Angels 2011). Or, abstraction faite des seuils par définition conventionnels, c'est par des dispositifs analogues que le « pacte pour la compétitivité de l'industrie française » propose en particulier que les représentants du personnel aient une voix délibérative dans les conseils d'administration et les conseils de surveillance des entreprises de plus de 5 000 salariés, et suggère que la présidence des comités d'entreprise puisse être confiée à un représentant du personnel, afin de favoriser la prise de responsabilité de tous les acteurs de l'entreprise (Gallois 2012). Sur le même registre, Ferrand et Schweizer (2012) préconisent que, dans les sociétés cotées, des administrateurs puissent être élus par les salariés, afin d'aligner la stratégie de l'entreprise sur son intérêt de long terme et sur la défense de l'emploi ; en écho à ces propositions, les milieux syndicaux insistent sur la nécessité de donner de véritables droits aux salariés et à leurs représentants pour peser sur les stratégies des entreprises (Coutrot et al., 2012), étant par ailleurs souligné le risque de distorsion d'une philosophie contractuelle par l'influence de règles de droit allemand sans véritable assimilation des principes institutionnels qui les sous-tendent⁸.

8 Pour mémoire, le règlement européen du 8 novembre 2001 relatif au statut de société européenne a introduit le libre choix entre le système moniste et le système dualiste (Conseil de l'Union européenne. Règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne (SE), Journal officiel n° L 294 du 10 novembre 2001, article 38 et suiv.

C'est donc sur un terrain propice à la compétitivité dans une acception européenne⁹ tournée vers l'ensemble des parties prenantes, la concevant¹⁰ comme la « capacité d'une nation à améliorer durablement le niveau de vie de ses habitants et à leur procurer un haut niveau d'emploi et de cohésion sociale dans un environnement de qualité » comprenant le volet environnemental¹¹ (Kerviler, 2011) qu'opèrent les sociétés allemandes que nous avons examinées dans notre étude empirique, en comparaison d'entreprises françaises qui seraient plus contraintes à servir un rendement aux actionnaires. Notre champ d'observation porte sur des sociétés du DAX 100 de taille importante comparativement à celles du *Mittelstand*, avec lesquelles elles présentent cependant des caractéristiques structurelles communes fondées sur des bases juridiques et culturelles qui, en consolidant leur assise financière, leur assurent un potentiel de compétitivité plus sûr que celui des sociétés du SBF 120.

Si les entreprises opèrent dans un espace géographique qu'est le pays de leur activité, nous nous focalisons, dans l'étude empirique, sur la compétitivité des entreprises. Celle-ci s'inscrit dans un jeu à somme nulle, par opposition à la compétitivité entre nations qui, comme l'indique Krugman (1994), permet des gains de productivité en termes absolus conduisant à un accroissement du niveau de vie des populations. Mais ces notions de compétitivité ne sont pas transposables d'un niveau à l'autre. Notre contribution, certes recontextualisée sur un plan macroéconomique, se concentre sur les différences de compétitivité entre entreprises.

2. ÉTUDE EMPIRIQUE

Notre étude empirique vise à quantifier la différence entre les entreprises cotées de part et d'autre du Rhin en termes de structures et de pratiques

9 Conseil européen de Lisbonne (2000).

10 Cette conception de la compétitivité rejoint celle du Conseil d'Analyse Économique (CAE) qui la considère comme la capacité d'une nation à améliorer durablement le niveau de vie de ses habitants et à leur procurer un haut niveau d'emploi et de cohésion sociale (Debonneuil et Fontagné, 2003).

11 Conseil européen de Göteborg (2001).

de répartition de la richesse créée, dans le sens d'une gouvernance plus actionnariale en France qu'en Allemagne ; nous postulons en effet que la priorité est donnée en Allemagne à la thésaurisation des résultats, par opposition à la distribution de dividendes en France, en raison notamment de la forme duale des entreprises allemandes dotées d'un directeur (*Vorstand*) et d'un conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*)¹² (Ducouloux-Favard, 1992a, 1969), préservant le placement en réserve libre de la moitié du bénéfice annuel net (Ernst & Young, 2010).

2.1. L'échantillon

Notre terrain est celui des sociétés cotées correspondant aux valeurs les plus échangées en France et en Allemagne ; afin d'éviter le « biais sectoriel », nous avons ainsi élargi l'échantillon français du CAC 40¹³ au SBF 120¹⁴ et l'échantillon allemand du DAX 30¹⁵ au DAX 100¹⁶, en recherchant des instruments de mesure homogènes entre ces deux populations. Notre étude

12 Au sein duquel siègent les salariés dans le cadre du modèle de cogestion spécifique à l'Allemagne, disposition dont tente de s'inspirer le pacte de compétitivité de l'industrie française (Gallois, 2012) ; nous rappelons que dans les entreprises allemandes de plus de 2 000 personnes, la moitié du conseil de surveillance est composée de représentants des salariés, contre un tiers dans les entreprises employant plus de 500 salariés (Kerviler, 2011). La forme duale n'est du reste pas réservée qu'aux sociétés anonymes en Allemagne, pour lesquelles elle s'applique de plein droit ; à titre d'exemple, les sociétés à responsabilité limitée peuvent être également dotées d'un conseil de surveillance (Ducouloux-Favard, 1992a, 1992b, 1969) et, à titre de comparaison, la forme duale n'est adoptée que par un quart seulement des entreprises françaises hors PME (Gomez et Guedri, 2012).

13 Le CAC 40, principal indice boursier de la place de Paris, est déterminé à partir des cours de 40 actions cotées en continu parmi les 100 sociétés dont les échanges sont les plus importants sur Euronext Paris, au sein de NYSE Euronext.

14 Le SBF 120 est un indice de référence français regroupant les 120 entreprises françaises comptant parmi les principales capitalisations boursières et affichant les liquidités les plus élevées.

15 Le DAX 30, indice phare de la bourse allemande, regroupe les 30 capitalisations allemandes les plus importantes, sélectionnées en fonction de leur liquidité ainsi que de leur chiffre d'affaires.

16 Le DAX 100 fédère les sociétés du DAX 30 et des sociétés du MDAX (lequel est composé des valeurs suivant immédiatement celles du DAX 30 en termes de liquidité et de capitalisation).

quantitative, qui revêt la forme d'analyse de ratios et de régressions bivariées, a été menée sur la dernière décennie (2003 à 2012)¹⁷, à partir des données des bases financières Infinancials¹⁸, Thomson One et Bloomberg, que nous avons recoupées et vérifiées avec les documents de référence et rapports annuels disponibles sur les sites Internet des groupes concernés et sur requête sur le site Internet de l'Autorité des Marchés Financiers¹⁹ pour les entreprises françaises.

Nous avons retenu un échantillonnage dit « par choix raisonné » (Royer et Zarlowski, 2007) sur les principales valeurs échangées en France et en Allemagne ; en ont été exclues les activités purement financières (banques ou établissements exerçant des activités assimilées et assurances²⁰) répondant à des standards de présentation de comptes spécifiques. Le panel est circonscrit aux entreprises présentes sur le SBF 120 et le DAX 100 en continu depuis dix ans ; il compte en définitive 181 sociétés, dont 104 françaises et 77 allemandes, opérant dans la plupart des secteurs d'activité, avec cependant une dominante « services » / « immobilier » / « santé et soins à la personne » en France et « industrie » / « chimie » / « métallurgie » en Allemagne :

17 Les données financières des sociétés clôturant leurs comptes en exercice décalé par rapport à l'année civile ont été intégrées dans nos travaux au titre du dernier exercice clos (2011/2012).

18 Source : WVB Fundamentals (par opposition à la source Reuters, également disponible dans la base de données, mais n'incluant pas les retraitements d'harmonisation nécessaires à une comparaison pertinente entre les sociétés soumises au référentiel comptable international IFRS et celles, en nombre limité, ayant opté pour le référentiel comptable international US GAAP (ST Microelectronics en France ; Fresenius et Infineon Technologies en Allemagne)).

19 <http://www.amf-france.org/Recherche-avancee.html?formId=BDIF>

20 En France sur l'échantillon SBF 120 : Axa, BNP Paribas, CNP Assurances, Crédit Agricole, Euler Hermes, Natixis, Scor, Société Générale (8 sociétés) ; en Allemagne sur l'échantillon DAX 100 : Aareal Bank, Allianz, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Postbank, Hannover Rückversicherung, Münchener Rückversicherung (7 sociétés).

Tableau 1. Répartition des sociétés de l'échantillon par secteurs d'activité²¹

	France	Allemagne	Total
Industrie lourde et ingénierie	3	7	10
Services informatiques et internet	8	4	12
Immobilier	7	4	11
Chimie	3	7	10
Santé et soins à la personne	5	5	10
Metallurgie	3	6	9
Electronique	4	4	8
Electricité, gaz, eau	4	3	7
Equipement électrique	3	3	6
Pharmacie	2	4	6
Media	5	1	6
Transport aérien et ferroviaire	3	3	6
Automobile et pièces automobile	5	3	8
Construction	3	2	5
Mode et sport	1	4	5
Publicité	5	0	5
Téléphonie	2	3	5
Aérospatial et défense	3	1	4
Matériel de construction	3	1	4
Boissons	3	0	3
Equipement et services énergétiques	2	1	3
Grande distribution	2	1	3
Pétrole et gaz	3	0	3
Production alimentaire	2	1	3
Services d'ingénierie	2	1	3
Biens de grande consommation	1	1	2
Cosmétique	1	1	2
Edition	1	1	2
Equipement lourd et ingenierie	1	1	2
Equipement en communication	2	0	2
Loisirs et divertissements	1	1	2
Manufacture	1	1	2
Ménager	2	0	2
Pneus	1	1	2
Restaurants et hôtels	2	0	2
Agriculture et pêche	1	0	1
Compagnie d'investissement	1	0	1
Services financiers	1	0	1
Autres services	2	1	3
Total	104	77	181

21 Le tableau 1 de cette partie empirique a été réalisé par les auteurs à partir des données collectées dans les bases de données précitées.

À titre indicatif, les sociétés de ce panel emploient au total plus de dix millions de personnes à l'échelle mondiale ; le montant des dividendes qu'elles ont versés au cours des dix dernières années avoisine 510 milliards d'euros.

Nonobstant les limitations inhérentes à sa composition, l'échantillon ainsi constitué peut être considéré comme significatif sur le critère de la liquidité et de la réputation boursière ; nous résumons ci-après l'étude empirique qu'il nous a permis de réaliser, successivement sur l'analyse des ratios médians et moyens et l'analyse des régressions²².

2.2. Médianes et moyennes

Nous présentons ci-après, le cas échéant sous forme graphique, la synthèse des résultats observés sur les ratios que nous avons calculés, dont le suivi pluriannuel, principalement en médianes²³, nous conduit à des constats corroborant la revue de littérature :

- À fin 2012, la part du flottant²⁴, appréciée en moyenne, dans le capital des sociétés du SBF 120 (67 %), est sensiblement supérieure à celle observée dans le capital des sociétés du DAX 100 (63 %).

22 Pour mémoire, les résultats nets et capitaux propres présentés ci-après s'entendent hors intérêts minoritaires (« part du groupe »).

23 Dans notre recherche de tendances plus que de valeurs absolues, le recours aux médianes plutôt qu'aux moyennes permet de modérer les valeurs extrêmes, en particulier en ce qui concerne les versements de dividendes obligatoires dans le cas des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC en France ; sont présentes sur le SBF 120 : Foncière des Régions, Gecina, Icade, Klepierre, Mercialis, Unibail-Rodamco) et des sociétés de placement immobilier ou *Real Estate Investment Trusts* européennes (G-REITs en Allemagne ; sont présentes sur le DAX 100 : Deutsche Euroshop, Deutsche Wohnen, IVG Immobilien), exonérées de taxation sur les bénéfices en contrepartie de cette obligation de rendement envers les actionnaires ; corrélativement ces derniers, percevant les dividendes, sont taxés au titre de l'impôt sur les sociétés (personnes morales), de l'impôt sur le revenu (particuliers) ou de la retenue à la source (personnes physiques ou étrangères). Ce modèle repose sur le principe du fonds mutuel : une entité transparente fiscalement, à condition d'être investie en immobilier, de tirer principalement ses revenus de loyers, et de distribuer aux actionnaires l'essentiel des bénéfices : 85 % des résultats courants et 50 % des plus-values de cession en France ; 90 % du profit net en Allemagne, en ce comprises les plus-values de cession pouvant toutefois être dotées pour moitié dans une réserve (FSIF, 2011).

24 Fraction des titres susceptibles d'être échangés en bourse.

Ce constat tend à illustrer le recours plus important au marché boursier en France comparativement à l'Allemagne, qui bénéficierait de l'appui financier des actionnaires de référence dont, parmi les investisseurs institutionnels, les établissements bancaires disséminés dans un réseau local et diversifié (Bourgeois et Lasserre, 2010 ; Stoffaës, 2008) ; il concorde avec celui déjà formulé pour les valeurs les plus échangées du CAC 40 et du DAX 30, dont la structure du capital a été étudiée de façon détaillée par Coriat et Lantenois (2011) ; nous avons prolongé cette analyse jusqu'en 2013, en distinguant, selon la typologie issue de notre base de données commune avec celle de ces deux auteurs²⁵, les investisseurs stratégiques et les gestionnaires d'actifs, pour observer en définitive le poids relatif plus important outre-Rhin des institutionnels (banques et assurances) parmi les investisseurs stratégiques²⁶, ainsi que la réduction de l'actionnariat familial/dirigeants en France²⁷.

- Les niveaux de résultats opérationnels (excédent brut d'exploitation²⁸ et résultat d'exploitation²⁹ rapportés au chiffre d'affaires) des sociétés françaises comparativement aux entreprises allemandes contrastent avec le retrait des ratios de profitabilité (rentabilité des capitaux propres³⁰ et rentabilité des capitaux investis³¹).

La dépression boursière de 2008 a profondément creusé les taux de profitabilité sur les deux indices boursiers, et en dépit de niveaux de résultats opérationnels encore supérieurs sur le SBF 120 par rapport au DAX 100, a

25 Thomson One.

26 Cette place des institutionnels au capital des entreprises allemandes tend toutefois à s'amenuiser (DAX 30 : 1,7 % versus 7,0 % en 1999 ; CAC 40 : pour mémoire en 2013 versus 1,3 % en 1999) sous l'effet des dispositions fiscales en vigueur depuis le début des années 2000, ayant instauré l'exonération fiscale des cessions de participations (Bertrand et al., 2001 ; Coriat et Lantenois, 2011).

27 De 14,3 % en 1999 à 9,0 % en 2007, l'actionnariat familial/dirigeants dans la catégorie des actionnaires stratégiques des sociétés du CAC 40 ne représente plus que 3,1 % en 2013, alors qu'il apparaît relativement stable dans cette même catégorie au sein du DAX 30 à 7,8 % en 2013 versus 8,4 % en 1999 à 7,3 % en 2007.

28 EBE ou EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*).

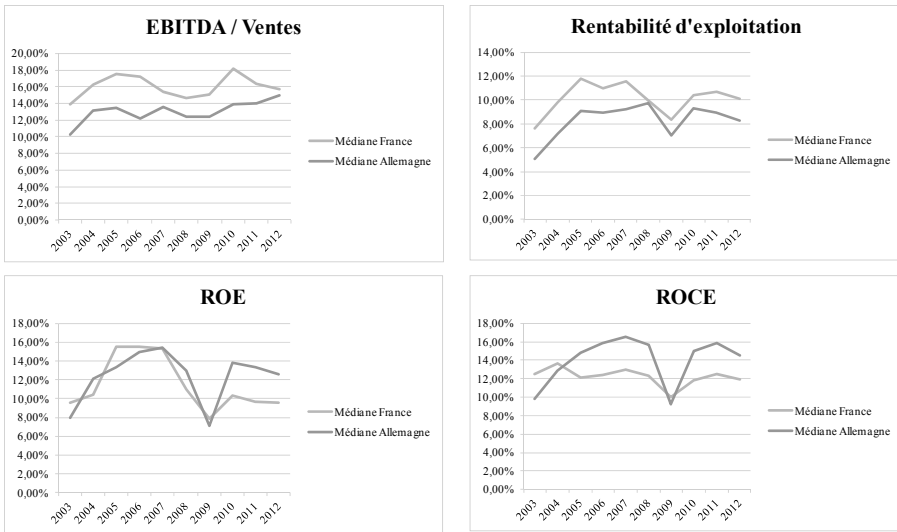
29 EBIT (*Earnings before Interest & Taxes*).

30 ROE (*Return on Equity*) = Résultat net/Capitaux propres

31 ROCE (*Return on Capital Employed*) = EBIT / [Immobilisations incorporelles et corporelles + Besoin en Fonds de Roulement (BFR)].

confirmé depuis lors un écart sensible à l'avantage des entreprises allemandes, qui à cet égard affichent une plus forte résilience à la crise que leurs homologues françaises (Lallement, 2010), avec un taux de RoE tendant vers les niveaux de 15 % antérieurs à 2008 comme le montrent les éléments de la figure 1 ; l'écart de rentabilité, en apparence à l'avantage de la France sur la période d'observation, doit en outre être relativisé par des structures de coûts différentes entre les deux pays, résultant de la propension outre-Rhin, par réflexe prudentiel, à l'enregistrement spontané des opérations courantes en charges, quelle qu'en soit la portée temporelle.

Figure 1. Taux de rentabilité *versus* Ratios de profitabilité³²



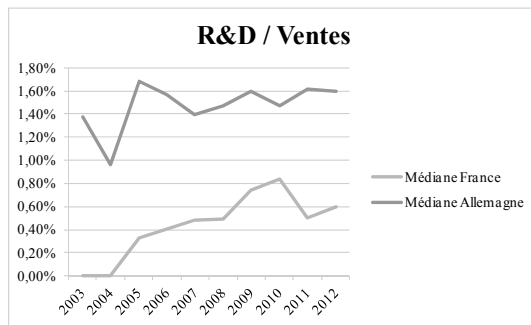
- La recherche représente outre-Rhin une part plus importante du chiffre d'affaires

Le référentiel comptable international IAS/IFRS instauré en 2005 distingue les dépenses de recherche comptabilisées en charges et les dépenses de développement activées au bilan (IAS 38 : « Immobilisations incorporelles »). Le rapport entre les charges de Recherche & Développement (R&D) identifiées au compte de résultat (qui dès lors correspondent à des

³² Les figures numérotées 1 à 8 de cette partie empirique ont été réalisées par les auteurs à partir des données collectées dans les bases de données précitées et dans les documents de référence et rapports annuels des sociétés concernées.

dépenses de recherche hors développement) et les ventes en regard met en exergue la persistance d'un écart significatif au sein du panel entre les entreprises allemandes et françaises, tendant à dénoter de la part de ces dernières un retard dans l'effort de recherche de base, en contraste avec l'Allemagne, ainsi que le soulignent de nombreux observateurs (Coutrot et al., 2012 ; Kerviler, 2011 ; Angels, 2011) et que le met en évidence la figure 2 ; nonobstant le respect des normes IAS/IFRS, ce constat peut également révéler des différences d'appréciation quant aux critères normatifs de départage entre les dépenses de recherche et les dépenses de développement, qui conditionnent le passage en charge des premières et l'activation bilancielle des secondes, et plus largement une réticence culturelle des Allemands, comparativement aux Français, à faire usage de méthodes d'évaluation et de comptabilisation conduisant à extérioriser des actifs incorporels³³.

Figure 2. Charges de R&D rapportées aux Ventes



- La rentabilité nette³⁴ des groupes français et allemands de l'échantillon est désormais équivalente

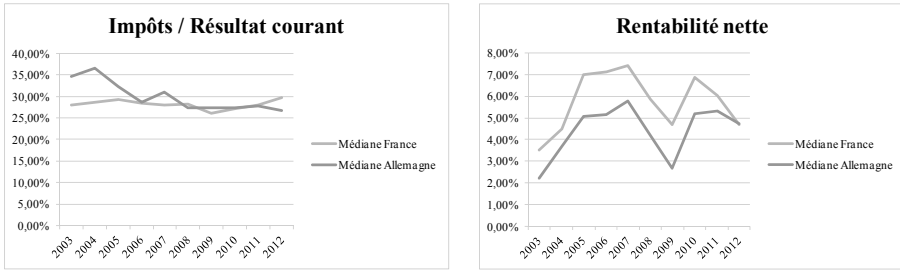
Le taux effectif d'imposition sur les sociétés est à considérer au regard du périmètre mondial des activités des groupes formant notre panel. Dans le sillage d'une baisse tendancielle depuis 2003 de ce taux au sein du DAX 100, l'écart entre les entités allemandes et françaises est à présent de l'ordre de 5 % en faveur des premières, ce qui, d'une part, contribue à aplanir le différentiel

33 Le traumatisme inflationniste des années 1920, relayé par les difficultés de la reconstruction après-guerre puis le coût de la réunification, expliquerait historiquement l'aversion des Allemands à l'égard de tout dispositif encourageant les réévaluations et la présence prolongée au bilan de valeurs d'actifs incorporels (Cretté, 2013).

34 Résultat net / Chiffre d'affaires.

de rentabilité nette observé historiquement à l'avantage des secondes et ressortant graphiquement dans la figure 1 et, d'autre part, tasse mécaniquement leur capacité distributive comme le montrent les éléments de la figure 3.

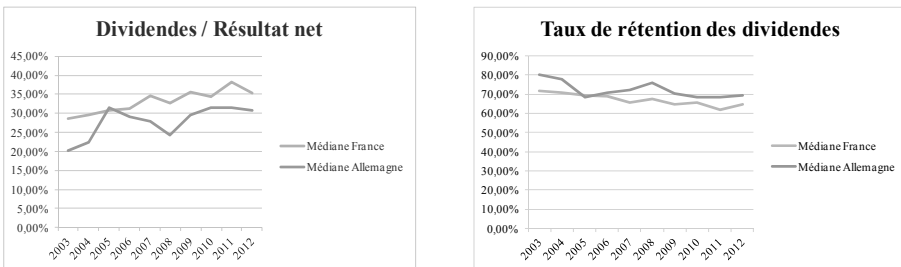
Figure 3. Taux effectif d'imposition sur les sociétés *versus* Rentabilité nette



- Le taux de rétention des dividendes est historiquement plus marqué outre-Rhin

Si la comparaison entre les dividendes distribués et le résultat net part du groupe (*pay-out*) oppose les comptes statutaires des sociétés prises isolément et les comptes consolidés du groupe qu'elles composent, elle éclaire cependant sur l'évolution du taux de rétention des dividendes³⁵, lequel est historiquement et tendanciellement plus marqué outre-Rhin, avec une amplitude toutefois variable selon les années de la période d'observation, ce qui ressort des éléments de la figure 4 ; nous postulons que le résultat net part du groupe est indicatif de la capacité de distribution des dividendes au niveau consolidé, par le truchement de la société faitière (société mère).

Figure 4. Taux de distribution et taux de rétention des dividendes



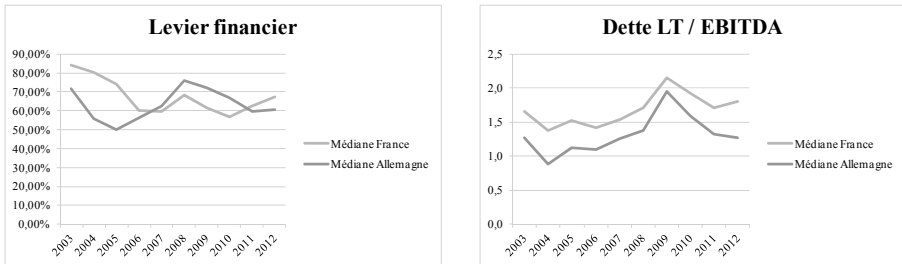
³⁵ (Résultat net – Dividendes) / Résultat net.

Plus généralement, la France fait figure de pays où les dividendes sont plus élevés que la moyenne européenne (Kerviler, 2011 ; Cotis, 2009).

- La structure bilancielle reflète le degré de dépendance à l'endettement des entreprises françaises et la surface financière des entreprises allemandes au travers de leurs capitaux permanents.

Le rapport entre les dettes financières à long terme (LT)³⁶ et l'excédent brut d'exploitation³⁷, ainsi qu'entre les dettes financières à long terme et les capitaux propres³⁸, fait ressortir le poids respectif de l'endettement des entreprises françaises, qui si elles bénéficient à présent d'un effet de levier plus important que les entreprises allemandes, affichent néanmoins de longue date une moindre capacité de remboursement des emprunts, ce qu'illustrent les éléments de la figure 5.

Figure 5. Levier financier versus Capacité de remboursement des emprunts



Les capitaux permanents, cumulant les capitaux propres et les provisions non courantes, sont impactés par le niveau de ces dernières, qui incluent en Allemagne les provisions pour rentes, par opposition aux simples indemnités de départ en retraite³⁹ dans leur acception française ; le poids des provisions pour rentes traduit la particularité allemande des retraites par capitalisation gérées en interne, assimilables à des quasi-fonds propres,

36 Hors compensation avec la trésorerie affectée, au moins partiellement, aux actifs de couverture des provisions pour retraite (provisions non courantes).

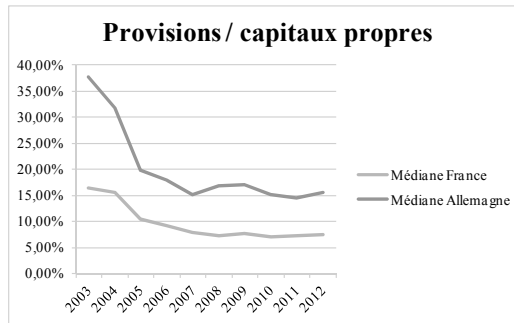
37 Multiple représentatif de la capacité annuelle de remboursement des emprunts (usuellement intégré dans les covenants).

38 Ratio communément intitulé *gearing*.

39 IDR (Indemnités de Départ en Retraite) ou IFC (Indemnités de fin de carrière).

qui représentent une part significative des capitaux permanents. La « casure » du niveau de provisions, liée à l'imposition incontournable en 2005 des IAS/IFRS⁴⁰ par voie de règlement européen⁴¹, ayant eu pour effet d'en limiter considérablement la constitution en Allemagne⁴² est patente en figure 6 ; sous l'effet de IAS 37 : « Provisions, passifs éventuels et actifs éventuels », les provisions « dynamiques », qui ne relevaient pas de l'inventaire des risques sous-tendant la constitution des provisions « statiques » à la date de clôture, mais d'une anticipation des risques subséquents (Queré, 1998 ; Rousset, 1998) ont ainsi été annihilées dans les bilans des sociétés allemandes contraintes par les dispositions du référentiel IAS/IFRS. Pour autant, le niveau et la maturité⁴³ des provisions restent comparativement beaucoup plus élevés en Allemagne, et contribuent à renforcer l'assise financière des entreprises :

Figure 6. Provisions rapportées aux capitaux propres



2.3. Analyses de régression

Afin de cerner les liens de cause à effet entre les ratios que nous avons calculés et l'incidence de la nationalité, nous avons envisagé, par la technique

40 Pour l'établissement des comptes consolidés.

41 Règlement européen 1606/2002/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales.

42 IAS 37 conditionne en effet l'enregistrement d'une provision pour risques et charges à trois conditions : l'existence d'une obligation actuelle et résultant d'un événement passé ; la probabilité qu'une sortie de ressources représentatives d'avantages économiques sera nécessaire pour régler l'obligation ; la possibilité d'estimer le montant de l'obligation de façon fiable.

43 Par référence aux provisions pour rentes décaissables à long terme.

de régression, d'exploiter les données sous-tendant ces ratios sous forme de variables explicatives et expliquées, en introduisant le critère de nationalité sous la forme d'une variable explicative « muette » ; afin de neutraliser l'effet de césure de la clôture des exercices, en particulier en ce qui concerne la distribution de dividendes susceptible d'excéder le résultat net dégagé annuellement par le prélèvement de réserves, la mise en œuvre de la régression porte sur le cumul des flux de la décennie 2003 – 2012 et le cas échéant les soldes bilantiels au titre du dernier exercice clos (2011/2012). Nous avons ainsi eu recours à une technique comparable aux méthodes déjà utilisées par des chercheurs pour mesurer l'influence des normes comptables sur les pratiques d'évaluation et de publication des entreprises (Bessieux Ollier, 2004).

Les unités de valeur sont exprimées ci-après en milliers d'euros (K€), en millions d'euros (M€) ou en milliards d'euros (Md€) ; par convention, bien que les données exploitées soient exprimées en K€, nous avons libellé les variables expliquées en M€.

Parmi les analyses de régression envisagées, nous retenons les quatre suivantes, combinant une variable expliquée et deux variables explicatives :

- Corrélation entre le cumul des résultats nets et des dividendes
- Variable expliquée : DIV = dividendes ;
- Variables explicatives : NET = résultat net et PAY (0 : France, 1 : Allemagne).

Les résultats de cette analyse confirment, avec un coefficient R² attestant une qualité statistique moyenne (68,434 %) ⁴⁴, la corrélation sur une période longue de dix ans, entre le cumul des dividendes et du résultat net :

$\text{DIV} = 876,0 \text{ M€} + [0,4063 * \text{NET}] - [505,8 \text{ M€} * \text{PAY}]$	$R^2 = 68,434 \%$
---	-------------------

Il en résulte une corrélation relative entre, d'une part, la variable expliquée (DIV = dividendes) et, d'autre part, les variables explicatives explicite

⁴⁴ En termes statistiques, le coefficient R², compris entre 0 et 1, explique dans quelle mesure la ou les variable(s) explicative(s) justifie(nt) la dispersion de la variable expliquée et permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

(NET = résultat net) et muette (critère de nationalité) ; toutes choses égales par ailleurs, le fait d'être une entreprise allemande diminue sensiblement les dividendes. Dès lors, il est permis d'avancer que les variables NET et PAY sont déterminantes dans l'explication de DIV ; sur la dernière décennie, le fait d'être une entreprise allemande entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une réduction des dividendes.

- Corrélation entre le cumul des investissements et la rétention des dividendes
- Variable expliquée : CAP = Capex⁴⁵ ;
- Variables explicatives : RET = Rétention des dividendes⁴⁶ et PAY (0 : France, 1 : Allemagne).

Les résultats de cette analyse confirment, avec un coefficient R2 attestant une qualité statistique moyenne (57,196 %), la corrélation sur une période longue de dix ans, entre le cumul des investissements et des résultats nets minorés des dividendes :

$\text{CAP} = 1\,037,8 \text{ M€} + [0,9111 * \text{RET}] + [2\,280,2 \text{ M€} * \text{PAY}]$	$R^2 = 57,196 \%$
---	-------------------

Il en résulte une corrélation relative entre, d'une part, la variable expliquée (CAP = capex) et, d'autre part, les variables explicatives explicite (RET = rétention des dividendes) et muette (critère de nationalité) ; toutes choses égales par ailleurs, le fait d'être une entreprise allemande augmente sensiblement le volume des investissements. Dès lors, il est permis d'avancer que les variables RET et PAY sont déterminantes dans l'explication de CAP ; sur la dernière décennie, le fait d'être une entreprise allemande entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation des investissements.

- Corrélation entre les capitaux propres à la dernière clôture des comptes et la rétention des dividendes au cours de la décennie 2003 à 2012
- Variable expliquée : EQU = Capitaux propres à la dernière clôture des comptes⁴⁷ ;

45 Capex : *Capital expenditures* (investissements corporels ou incorporels, à l'exclusion des investissements financiers).

46 Résultat net – Dividendes.

47 En règle générale à fin 2012.

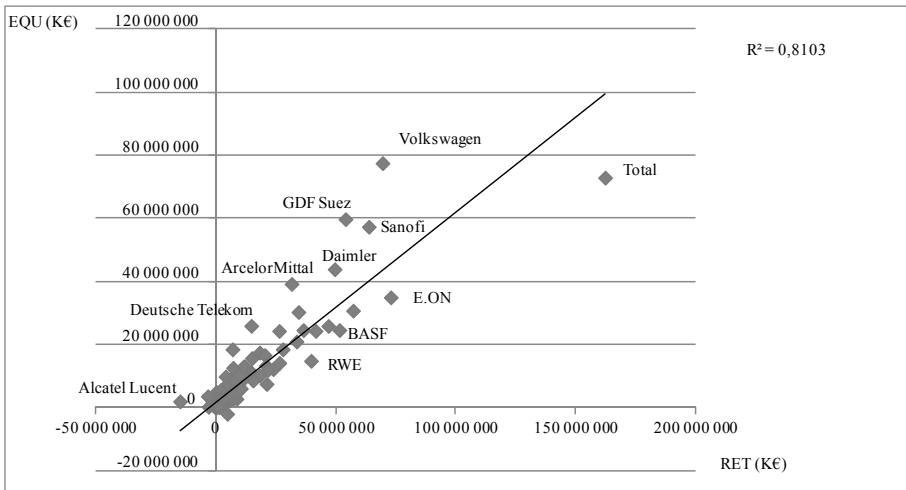
- Variables explicatives : RET = Rétention des dividendes⁴⁸ et PAY (o : France, 1 : Allemagne).

Les résultats de cette analyse confirment, avec un coefficient R² attestant une bonne qualité statistique (81,031 %), la corrélation sur une période longue de dix ans, entre le cumul des résultats nets minorés des dividendes et les capitaux propres à la fin de cette période :

$$\text{EQU} = 1\,675,8 \text{ M€} + [0,6014 * \text{RET}] - [175,0 \text{ M€} * \text{PAY}] \quad R^2 = 81,031 \%$$

La qualité statistique de la corrélation transparaît en l'espèce dans la représentation graphique de la droite de régression en figure 7 ; nous avons nommé les groupes les plus à l'écart de la droite de régression, en observant au passage une concentration sur et autour de cette droite de régression des groupes affichant un niveau de capitaux propres à la dernière clôture des comptes (EQU) inférieur à 40 Md€ et un montant cumulé de bénéfices non distribués au cours de la dernière décennie (RET) inférieur à 50 Md€.

Figure 7. Corrélation entre résultats nets minorés des dividendes entre 2003 et 2012 et capitaux propres en fin de période



⁴⁸ Résultat net – Dividendes.

Il en résulte donc une corrélation entre, d'une part, la variable expliquée (EQU = capitaux propres) et, d'autre part, les variables explicatives explicite (RET = rétention des dividendes) et muette (critère de nationalité) ; toutes choses égales par ailleurs, le fait d'être une entreprise allemande diminue légèrement les capitaux propres. Dès lors, il est permis d'affirmer que les variables RET et PAY sont déterminantes dans l'explication de EQU ; à l'issue de la dernière décennie, le fait d'être une entreprise allemande entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une diminution de la valeur patrimoniale en fin de période. Ce constat nous a conduits à l'analyse des capitaux permanents développée ci-dessous.

- Corrélation entre les capitaux permanents à la dernière clôture des comptes et la rétention des dividendes au cours de la décennie 2003 à 2012

Nous avons majoré les capitaux propres des provisions non courantes pour déterminer le volant de capitaux permanents :

- Variable expliquée : PER = Capitaux permanents à la dernière clôture des comptes⁴⁹ ;
- Variables explicatives : RET = Rétention des dividendes⁵⁰ et PAY (0 : France, 1 : Allemagne).

Les résultats de cette analyse confirment, avec un coefficient R2 attestant une assez bonne qualité statistique (76,283 %), la corrélation sur une période longue de dix ans, entre le cumul des résultats nets minorés des dividendes et les capitaux permanents à la fin de cette période :

$\text{PER} = 1\,690,3 \text{ M€} + [0,8207 * \text{RET}] + [541,1 \text{ M€} * \text{PAY}]$	$R2 = 76,283 \%$
--	------------------

À quelques exceptions près⁵¹, les groupes les plus à l'écart de la droite de régression entre les variables EQU et RET ci-avant sur la figure 8 se situent

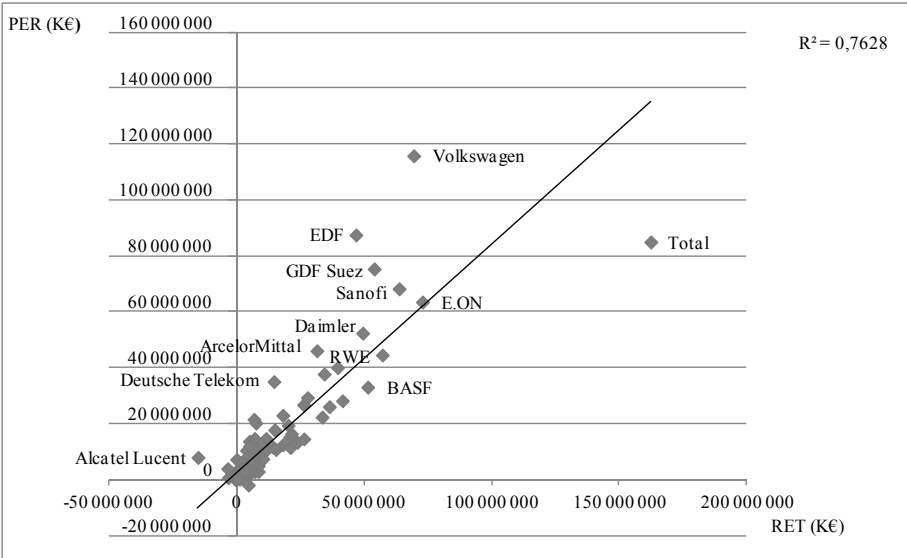
49 En règle générale à fin 2012.

50 Résultat net – Dividendes.

51 RWE et E.ON, en retrait de la droite de régression entre les variables EQU et RET en figure 7, rejoignent la droite de régression entre les variables PER et RET en figure 8 ; par ailleurs EDF, dont les caractéristiques sont atypiques au sein de l'échantillon et qui ne ressortait pas nommément en figure 7, se distingue en figure 8 par le montant

également en dehors de l'épure dans la représentation graphique de la droite de régression entre les variables PER et RET en figure 8.

Figure 8. Corrélation entre résultats nets minorés des dividendes entre 2003 et 2012 et capitaux permanents en fin de période



Il en résulte donc une corrélation entre, d'une part, la variable expliquée (PER = capitaux permanents) et, d'autre part, les variables explicites (RET = rétention des dividendes) et muette (critère de nationalité) ; toutes choses égales par ailleurs, le fait d'être une entreprise allemande tend à augmenter les capitaux permanents, sous l'effet notamment des provisions pour rentes⁵² qui présentent un caractère récurrent. Dès

élevé de ses capitaux permanents (plus de 80 Md€) imputable principalement à l'ensemble des provisions liées à la production nucléaire (provisions pour gestion du combustible usé, provisions pour gestion à long terme des déchets radioactifs, provisions pour déconstruction des centrales nucléaires, provisions pour derniers cœurs), et secondairement aux provisions pour avantages au personnel (englobant les provisions pour retraites, rentes et avantages en nature énergie).

⁵² Retraites internalisées en Allemagne, notamment pour les cadres. Même à l'échelle de groupes internationaux tels que ceux faisant l'objet de notre étude, qui enregistrent par ailleurs l'effet des retraites par capitalisation en relation avec les fonds de pension anglo-saxons, le différentiel de niveau de provisions au titre des retraites entre les groupes français et les groupes allemands est sensible, les régimes administrés directement par les employeurs en complément du régime public obligatoire

lors, il est permis d'affirmer que les variables RET et PAY sont déterminantes dans l'explication de PER ; à l'issue de la dernière décennie, le fait d'être une entreprise allemande entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation des capitaux permanents en fin de période, incluant la valeur patrimoniale et les provisions à long terme telles que les provisions pour retraite.

2.4. Transposition de taux de rétention des dividendes

En dernier lieu et à titre indicatif, sans investiguer les déterminants de la distribution des dividendes, nous avons estimé le volant de réserves complémentaires qui aurait été généré au cours des dix dernières années si le taux médian de rétention des dividendes⁵³ des sociétés allemandes du panel (62,5 %) avait présidé à la politique de distribution des dividendes de leurs homologues françaises, qui affichent sur cette même période un taux de rétention médian sensiblement inférieur (59 %).

L'écart de l'ordre de 3,5 points représenterait environ 83 Md€, soit près de 12 % du cumul des capitaux propres des entités françaises à la dernière clôture des comptes⁵⁴ ; la capacité d'investissement et les marges de manœuvre en termes de compétitivité de ces dernières s'en trouvent de *facto* réduites à due concurrence.

Nous avons réitéré ce calcul en faisant abstraction des 7 sociétés françaises et 4 sociétés allemandes de l'échantillon n'ayant distribué aucun dividende entre 2003 et 2012. Le taux médian de rétention des dividendes des sociétés allemandes ainsi ajusté ressort à 60,9 % *versus* 62,5 % *supra* ; nous l'avons appliqué aux seules sociétés françaises ayant distribué au-delà du

d'assurance retraite par répartition, étant plus courants en Allemagne qu'en France (Kremp *et al.*, 1999) ; la capitalisation s'opère ainsi en Allemagne par une gestion strictement interne des fonds dédiés à la retraite des membres du personnel. Ce mécanisme propre à l'Allemagne explique que ces provisions, par leur permanence, puissent s'assimiler comptablement à des quasi-fonds propres et constituent une fraction non négligeable des capitaux permanents (cumulant les capitaux propres et les provisions non courantes).

53 (Résultat net – Dividendes) / Résultat net.

54 En règle générale à fin 2012.

seuil « normatif » de dividendes induit par le taux de rétention précité de 60,9 % constaté sur les 73 sociétés allemandes considérées de l'échantillon⁵⁵ ; l'écart en termes de capacité d'investissement ainsi obérée par la distribution de dividendes additionnelle en comparaison des sociétés allemandes représenterait environ 89 Md€, soit près de 17 % du cumul des capitaux propres à la dernière clôture des comptes des 60 entités françaises visées dans le panel⁵⁶. Ce dernier chiffrage, éclairé par nos résultats empiriques, constitue un résultat assez net. L'impact du comportement « prudentiel » par rapport au comportement « distributeur », qui se traduit bien en un levier financier et économique durable à l'avantage de l'ensemble de référence allemand par rapport à l'ensemble de référence français, est avéré et massif.

CONCLUSION

En dépit de la transformation progressive du capitalisme rhénan et du profil des investisseurs institutionnels, notre étude empirique met en exergue la rémanence de ce modèle, souvent invoqué pour caractériser, sous l'angle culturel, les PME du *Mittelstand* (Bourgeois et Lasserre, 2010) à l'échelle des sociétés cotées, relativisant ainsi la dichotomie entre les marchés financiers court-termistes et la capacité d'épargne et d'autofinancement que les entreprises allemandes, quelle qu'en soit la taille, semblent toujours soucieuses de préserver.

Si notre approche appréhende la capacité distributive des groupes générée à l'échelle des comptes individuels des sociétés qui les composent, par le raccourci inévitable des comptes consolidés, eu égard aux données disponibles et à l'information publique, force est cependant de constater que nos travaux corroborent l'hypothèse d'une mise en réserve systématique facilitant les investissements en Allemagne, tandis que la compétitivité des entreprises françaises, en dépit de leurs performances financières,

55 77 sociétés allemandes du panel initial – 4 sociétés allemandes n'ayant versé aucun dividende entre 2003 et 2012.

56 104 sociétés françaises du panel initial – 7 sociétés françaises n'ayant versé aucun dividende entre 2003 et 2012 – 37 sociétés françaises affichant un taux médian de rétention des dividendes supérieur à 60,9 % en cumul de 2003 à 2012.

pâtit durablement d'une propension à la distribution des dividendes dans une logique de strict rendement actionnarial.

Notre propos visait à proposer un éclairage renouvelé d'un des éléments structurant le différentiel de compétitivité des entreprises des deux pays voisins que sont l'Allemagne et la France, en allant explorer les propensions et les pratiques associées à la question de la répartition de la richesse créée, et à la puissance de leur impact sur les compétitivités relatives étudiées. Par cette focalisation, nous n'entendons pas suggérer que cette explication soit, à elle seule, en mesure d'expliquer le différentiel. Nous pensons néanmoins que notre contextualisation, notamment à partir des éléments du droit, associée à nos travaux empiriques en éclaire utilement un aspect souvent sous-évalué, voire occulté, et met en exergue la responsabilité directe des dirigeants et des actionnaires dans le niveau de compétitivité des entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

- ALBERT M. (1991). *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Seuil.
- AMABLE B. (2005). *Les cinq capitalismes : diversité des systèmes économiques dans la mondialisation*, Paris, Seuil.
- AMABLE B. (2009). « Capitalisme et mondialisation : une convergence des modèles ? », *Cahiers français*, n° 349, pp. 57-62.
- ANGELS B. (2011). *Rapport d'information fait au nom de la délégation sénatoriale à la prospective sur la prospective du couple franco-allemand*, Paris, Sénat n° 663.
- BATSCH L. (1995). « La régie d'entreprise : une approche comparative », *Finéco*, vol. 5, n° 1-2, pp. 45-66.
- BERTRAND R., BOURDON P., VUCHOT D. (2001). « Gouvernement d'entreprise : l'Allemagne ou la dernière révolution du XX^e siècle », *Revue d'économie financière*, n° 63, pp. 13-24.
- BESSIEUX OLLIER C. (2004). *L'influence des normes comptables sur les pratiques d'évaluation et de publication des entreprises françaises, allemandes et suisses : le cas des éléments incorporés*, 25^e congrès AFC, Orléans, 12-14 mai.
- BIGNON V., BIONDI Y., RAGOT X. (2009). *Une analyse économique de la juste valeur. La comptabilité comme vecteur de crise*, Centre Cournot, août.
- BOURGEOIS I. (2010). *Entreprises familiales : « propriété oblige »*, in I. Bourgeois (dir.), *PME allemandes : les clés de la performance* (pp. 55-70), Cergy-Pontoise, CIRAC.
- BOURGEOIS I., LASSERRE R. (2010). *Les PME allemandes, une compétitivité à dimension sociale et humaine*, in OSEO, *Rapport PME 2010*, Paris, La Documentation française, pp. 181-197.

- CHASSAGNON V. (2012). « Une analyse historique de la nature juridique de la firme », *Revue de la régulation*, vol. 12, n° 2, pp. 2-16.
- COE-REXECODE (2011). *Mettre un terme à la divergence de compétitivité entre la France et l'Allemagne*. Étude réalisée pour le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Paris: Centre d'Observation économique et de Recherches pour l'Expansion de l'Économie et le Développement des Entreprises, janvier.
- COE-REXECODE (2013). *La compétitivité française en 2013*, Paris, Centre d'Observation économique et de Recherches pour l'Expansion de l'Économie et le Développement des Entreprises, octobre, Document de travail n° 44.
- COMBE E., MUCCHIELLI J.-L. (2011). *La compétitivité par la qualité*, Paris, Fondapol.
- CORIAT B., LANTENOIS C. (2011). « Investisseurs institutionnels non résidents, corporate governance et stratégies d'entreprises », *Revue d'économie industrielle*, n° 134, pp. 51-84.
- COTIS J.-P. (2009). *Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France*. Rapport au Président de la République, Paris, INSEE.
- COUTROT T., HARRIBEY J.-M., HOLCBLAT N., HUSSON M., KHALFA P., RIGAUDIAT J., TREILLET S. (2012). *En finir avec la compétitivité*, ATTAC, Fondation Copernic.
- CRETTE O. (2013). « L'influence des facteurs socioculturels sur l'application des normes comptables », *Échanges*, n° 306, pp. 21-23.
- CREVOISIER O., THEURILLAT T. (2011), « Les territoires de l'industrie financière. Quelles suites à la crise de 2008-2009 ? », *Revue d'économie industrielle*, n° 134, 2, pp. 133-158.
- CROZIER M. (1980). *Le mal américain*, Paris, Fayard.
- DEBONNEUIL M., FONTAGNÉ L. (2003). *Compétitivité*, Paris, La Documentation française.
- DUCOULOUX-FAVARD C. (1969). *Les sociétés anonymes en droit français, allemand et italien*. Tome 1. *Le contrôle judiciaire de la constitution des sociétés anonymes en droit allemand et en droit italien et la loi française du 24 juillet 1966*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.
- DUCOULOUX-FAVARD C. (1992a). *Société anonyme, Aktien Gesellschaft, Società per Azioni*, Paris, Vuibert.
- DUCOULOUX-FAVARD C. (1992b). « L'histoire des grandes sociétés en Allemagne, en France et en Italie », *Revue internationale de droit comparé*, vol. 44, n° 4, pp. 849-881.
- DUPUY C., MORIN F. (1991). « Le cœur financier allemand », *Revue d'économie financière*, n° 17, pp. 83-106.
- ERNST & YOUNG (2010). *La pratique des affaires en Allemagne à l'usage des entreprises françaises*.
- FABRE A. (2012). « Le choix de l'entreprise : comment la France peut s'inspirer de l'Allemagne Structure financière des entreprises et stratégie de croissance », *Les Notes de l'Institut [de l'entreprise]*, pp. 19-32.
- FERRAND O., SCHWEIZER L. (2012). *Investir dans l'avenir. Une politique globale de compétitivité pour la France*, Terra Nova.
- FIMBEL E., KARYOTIS C. (2012). « Titrisation et réflexo-genèse : une technique à visée initiale thérapeutique et préventive devient un producteur de toxines sociales », *Économies et Sociétés*, n° KF2 (3), pp. 527-551.
- FISCHER K. (1990). *Hausbankbeziehungen als Instrument der Bindung zwischen Banken und Unternehmen: Eine theoretische und empirische Analyse*. Thèse d'Université, Bonn.

- FRIEDERICHS H., PARANQUE B., SAUVÉ A. (1999). Structures de financement des entreprises en France et en Allemagne : influence des facteurs institutionnels. In *Mode de financement des entreprises allemandes et françaises*. Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, novembre.
- FSIF (2011). *Les sociétés d'investissement immobilier cotées : une réussite française*, Paris, Éditions L'Abécédaire des Institutions.
- GALLOIS L. (2012). *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, Paris, Commissariat Général à l'Investissement, 5 novembre.
- GOMEZ P.-Y. (2001). *La République des actionnaires. Le Gouvernement des entreprises entre démocratie et démagogie*, Paris, Syros.
- GOMEZ P.-Y., GUEDRI Z. (2012). *20 ans d'évolution des conseils d'administration en France 1992-2010*. Cahier « Preuves à l'appui », EM Lyon, Institut Français de Gouvernement des Entreprises, n° 3, octobre.
- GURLEY J., SHAW E. (1960), *Money in a theory of Finance*, Washington, The Brookings Institution.
- HALL P.A., SOSKICE D. (2001). *An Introduction to varieties of Capitalism*, New York, Oxford University Press.
- HARTI-SAINCTAVIT G. (1996). *Le gouvernement d'entreprise dans les grands groupes européens : étude comparée Allemagne, France, Grande-Bretagne*. V^e Conférence internationale de Management stratégique, Lille, 13-15 mai.
- HICKS J. (1974). *The crisis in Keynesian economics*, Oxford, Basil Blackwell.
- HILDWEIN F. (2010) *Les arguments des débats sur la cogestion allemande*, Cahier de recherche, Observatoire du Management alternatif, HEC Paris.
- KARYOTIS C., NEKHILI M. (2008). *Stratégies bancaires internationales*, Paris, Economica.
- KERVILER (DE) I. (2011). *La compétitivité : enjeu d'un nouveau modèle de développement*, Paris, Les Éditions des Journaux Officiels.
- KREMP E., SAUVÉ A., PARANQUE B. (1999). « Modes de financement des entreprises allemandes et françaises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 70, pp. 104-112.
- KRUGMAN P. (1994). « Competitiveness, A dangerous Obsession », *Foreign Affairs*, vol. 73, n° 2, pp. 28-44.
- LALLEMENT R. (2010). *L'économie allemande en sortie de crise. Une surprenante résilience*, Paris-Bruxelles, Institut français des Relations internationales et Comité d'Études des Relations Franco-Allemandes.
- MARCHESNAY M. (2012). « Innovations, territoires et capitalisme entrepreneurial », *Marché et Organisations*, n° 16, pp. 181-208.
- MARCHESNAY M. (2008). « La "doxa managériale" en crise », *Finance & Bien Commun*, n° 30, pp. 107-114.
- MCKINNON R.I. (1973). *Money and capital in economics development*, Washington, The Brookings Institution.
- MEDEF (2013). *Analyse de la compétitivité des entreprises françaises 2013*, MEDEF.
- PEYRELEVADE J. (2005). *Le capitalisme total*, Paris, Seuil.
- QUERÉ B. (1998). « L'information financière allemande entre sécurité et opacité : l'imprécision permissive de la notion de provision dynamique », *Revue française de comptabilité*, n° 298, pp. 30-41.
- RAPPAPORT A. (1990). « The Staying power of the public corporation », *Harvard Business Review*, n° 1, pp. 96-104.

- ROUSSET I. (1998). « Comprendre les états financiers allemands », *Revue française de comptabilité*, n° 298, pp. 19-23.
- ROYER I., ZARLOWSKI P. (2007). Échantillon(s), in R.-A. Thiétart (dir.), *Méthodes de recherche en management* (pp. 192-227), 3^e éd., Paris, Dunod.
- SHAW P. (1973). *Financial Deepening in economic development*, New York, Oxford University Press.
- STIGLITZ J. (2010). *Le triomphe de la cupidité*, Paris, Les Liens qui libèrent.
- STOFFAËS C. (2008). *Mittelstand : notre chaînon manquant*, Paris, Mission du Secrétaire d'État aux Entreprises et au Commerce extérieur.
- USEEM M. (1984), *The Inner Circle, Large corporations and the rise of business activity in the U.S. and U.K.*, New York, Oxford University Press.
- WINDOLF P. (1999). L'évolution du capitalisme moderne : la France dans une perspective comparative. *Revue française de sociologie*, vol. 40, n° 40-3, pp. 501-529.