

Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes

Laurent Bach, Antoine Bozio, Brice Fabre, Arthur Guillouzouic, Claire Leroy, Clément Malgouyres

▶ **To cite this version:**

Laurent Bach, Antoine Bozio, Brice Fabre, Arthur Guillouzouic, Claire Leroy, et al.. Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes. [Rapport de recherche] Rapport IPP n°25, Institut des politiques publiques (IPP). 2019, 203 p. halshs-02514741

HAL Id: halshs-02514741
https://shs.hal.science/halshs-02514741

Submitted on 22 Mar 2020

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.

Institut des Politiques Publiques

RAPPORT IPP Nº 25 – Octobre 2019

Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes

Laurent Bach
Antoine Bozio
Brice Fabre
Arthur Guillouzouic
Claire Leroy
Clément Malgouyres



Institut des
Politiques Publiques

L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par l'École d'économie de Paris (PSE) et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE et le Groupe des écoles nationales d'économie et statistique (GENES) avec le soutien de l'ANR au titre du programme Investissements d'avenir. L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

www.ipp.eu





Les auteurs du rapport

Laurent Bach est professeur assistant à l'ESSEC Business School et directeur du programme Entreprises à l'Institut des politiques publiques (IPP). Ses travaux de recherche sont consacrés à l'analyse quantitative des politiques publiques. Spécialiste de la finance d'entreprises, il a notamment travaillé sur les problématiques de gouvernance des entreprises, ainsi que sur l'élasticité de l'assiette de l'impôt sur les sociétés.
Page personnelle : https://sites.google.com/site/laurentbach

Antoine Bozio est maître de conférences à l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS), chercheur associé à l'École d'économie de Paris (PSE) et directeur de l'Institut des politiques publiques (IPP). Ses travaux de recherche concernent en particulier le système de retraite et la fiscalité.
Page personnelle : http://www.parisschoolofeconomics.com/bozio-antoine/fr/

Brice Fabre est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Diplômé de l'École normale supérieure de Cachan et titulaire d'un doctorat en Sciences économiques de l'EHESS, il a consacré ses recherches doctorales à l'étude des finances des communes françaises. Il rejoint l'IPP en octobre 2016, où il s'intéresse aux questions relatives à la fiscalité, aux prestations sociales et aux retraites.
Page personnelle : http://www.parisschoolofeconomics.eu/fr/fabre-brice/

Arthur Guillouzouic est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Ancien élève de l'École normale supérieure de Cachan et titulaire d'un doctorat en sciences économiques de Sciences Po, ses recherches portent sur les réseaux d'innovateurs, les choix de localisation des firmes innovantes, ainsi que sur les externalités locales générées par le service public.
Page personnelle : https://arthurguileco.wixsite.com/aguillouzouiclecorff

Claire Leroy est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Diplômée de Sciences Po Paris et de la Sorbonne, elle rejoint l'IPP en septembre 2017 afin de participer aux travaux portant sur la fiscalité et le système social ainsi qu'au développement du modèle de microsimulation TAXIPP.
Page personnelle : http://www.ipp.eu/annuaire/claire-leroy/

Clément Malgouyres est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP) et chercheur associé à l'École d'économie de Paris (PSE). Il s'intéresse à des questions empiriques en économie publique, économie internationale et économie du travail. Ses travaux récents portent sur la fiscalité des entreprises et l'évaluation quantitative des politiques publiques.
Page personnelle : https://sites.google.com/site/clementmalgouyres

REMERCIEMENTS

Nous remercions les services producteurs des données que nous avons exploitées dans ce rapport, notamment l'Institut nationale de la statistique économique (Insee) et la direction générale des Finances publiques (DGFiP). Les services du bureau GF-3C de la DGFiP ont réussi à construire et à diffuser aux chercheurs les données fiscales panélisées qui ont été déterminantes pour la réalisation de cette étude. Nos remerciements vont ainsi spécialement à M. Brice Lepetit, M. Denis Boisnault et M. Gérard Forgeot pour leur aide précieuse dans l'accès à ces données.

Nous remercions également les équipes du comité du secret statistique pour le traitement de nos demandes d'accès ainsi que les équipes du centre d'accès sécurisé aux données (CASD) pour avoir répondu à nos demandes de sorties de façon réactive.

Synthèse des résultats

Cette étude a été commanditée par la commission des finances du Sénat afin d'apporter un éclairage sur les impacts de la mise en place du prélèvement forfaitaire unique (PFU) en 2018. L'objectif de l'étude est de présenter les premiers résultats de l'impact du PFU – à l'aide des quelques sources de données déjà disponibles – et de présenter une évaluation plus complète de la réforme de 2013 ayant supprimé le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL). Une attention particulière est donnée à l'évaluation d'impact de la fiscalité sur les revenus du capital sur la distribution de dividendes, sur les possibles effets d'optimisation ou de déplacement des revenus, ainsi que sur les effets économiques réels sur l'investissement.

Données mobilisées

- Cette étude se distingue par la mobilisation de données exceptionnelles, accessibles pour la première fois aux chercheurs. Ainsi, nous exploitons les données du panel de déclarations d'impôt sur le revenu mis à la disposition des chercheurs depuis juillet 2019. Cet accès se fait au travers des procédures du comité du secret statistique et des moyens techniques du centre sécurisé d'accès aux données (CASD) garantissant le respect strict de la protection de ces données individuelles.
- Les données mobilisées sont d'autant plus riches qu'elles incluent à la fois l'exhaustivité des données fiscales ménages mais également les données exhaustives des liasses fiscales d'entreprises fournies par la direction générale

des Finances publiques (DGFiP). Conjointement avec les données de l'Insee sur les rémunérations des indépendants (base non salariés), les données des tribunaux de commerce sur les comptes des entreprises, les informations sur les liaisons financières et les données commerciales sur la composition de l'actionnariat des entreprises, cette étude mobilise des sources administratives d'une qualité remarquable permettant de réaliser des travaux inédits sur données françaises.

- Avec la mobilisation du modèle de microsimulation TAXIPP développé à l'Institut des politiques publiques (IPP), appliqué aux bases exhaustives d'impôt sur le revenu, nous parvenons à identifier avec précision l'impact sur les ménages français des différentes variations de fiscalité des revenus du capital, et des dividendes en particulier.
- Les données fiscales sur les comptes et la structure actionnariale des entreprises nous permettent également d'identifier formellement l'effet causal des réformes de 2013 et de 2018 sur la politique de distribution de dividendes des entreprises. Nous construisons une décomposition comptable du versement de dividendes permettant de retracer les conséquences de la réforme sur le comportement des entreprises affectées qui sont associées au changement dans la politique de distribution.

Revue de littérature : que sait-on de l'impact de la fiscalité des dividendes ?

- Nous avons passé en revue l'ensemble des travaux visant à mesurer les impacts de variation de la fiscalité des dividendes. De nombreux travaux récents sont aujourd'hui disponibles, reflétant à la fois le fait que plusieurs pays ont mis en place d'importantes réformes de la fiscalité du capital, et un accès accru à des bases de données fiscales de qualité.

- La littérature conclut de façon unanime à la très forte réaction de la politique de distribution des dividendes à la fiscalité de ceux-ci, mais de façon très majoritaire à travers la réaction d'entreprises contrôlées par des personnes physiques directement touchées par la modification de la fiscalité.
- Contrairement aux conclusions des modèles théoriques classiques, les choix d'investissement des entreprises semblent assez indépendants des variations de politique de distribution des profits. L'interprétation dominante est que les entreprises financent en majorité leur investissement marginal par autofinancement et ne réagissent donc pas directement à la modification de la fiscalité des dividendes.
- Les expériences des pays nordiques – Suède, Norvège, Finlande, Danemark – sur la mise en place d'une fiscalité préférentielle pour les revenus du capital (*dual income tax*) mettent en évidence de forts impacts sur la distribution de dividendes, ainsi que des effets de déplacement des revenus du travail vers les revenus du capital (*income shifting*), et ce malgré des dispositifs anti-abus mis en place dans ces pays.

La fiscalité française des dividendes : une décennie de réformes majeures et de sens contraires

- La période de 2010 à 2012 est caractérisée par une hausse de la fiscalité des dividendes, avec l'augmentation des prélèvements sociaux et la hausse du taux du prélèvement forfaitaire libératoire. Le taux marginal supérieur de taxation des dividendes bruts – incluant l'impôt sur les sociétés, les prélèvements sociaux et l'impôt sur le revenu – augmente de 4,2 points de pourcentage au cours de cette période, passant de 53,4 % à 57,6 %.
- La réforme de 2013 supprime le prélèvement forfaitaire libératoire de 21 % sur les dividendes. Elle rend obligatoire l'imposition des dividendes au ba-

rème progressif de l'impôt sur le revenu dont la tranche supérieure est à 45 %. Le taux marginal supérieur de taxation des dividendes augmente de 2,5 points de pourcentage entre 2012 et 2013, passant de 57,6 % à 60,1 %.

- L'imposition forfaitaire des dividendes est rétablie en 2018 avec la création du PFU à 12,8 %, qui s'ajoute aux prélèvements sociaux de 17,2 % pour obtenir un taux de 30 %. Cette réforme constitue la variation de fiscalité des dividendes la plus importante depuis 2010. Le taux marginal supérieur de taxation baisse de 6,8 points en 2018, passant de 60,1 % à 53,3 %.
- La réduction progressive du taux de l'impôt sur les sociétés qui doit s'étaler jusqu'en 2022 conduit à une baisse supplémentaire du taux de taxation des dividendes – impôt sur les sociétés inclus – qui devrait s'établir à 47,5 % en 2022, soit une baisse de 12,6 points par rapport à 2017.

Analyse descriptive des flux de dividendes

- Les données de la comptabilité nationale disponibles jusqu'au premier semestre 2019 mettent clairement en évidence une baisse massive du montant total de dividendes reçus par les ménages en 2013, première année de mise au barème de ces revenus (- 13,6 milliards d'euros par rapport à l'année précédente), et une forte hausse en 2018, première année affectée par l'instauration du PFU (+ 7,3 milliards d'euros).
- Les données fiscales individuelles d'impôt sur le revenu confirment ces évolutions agrégées jusqu'en 2017 (dernière année disponible à date) avec une baisse de 40,8 % des dividendes reçus entre 2012 et 2013.
- Les données fiscales des entreprises confirment ces évolutions agrégées avec une chute du montant agrégé de dividendes versés entre 2012 et 2013 de l'ordre de 6,1 milliards d'euros (de 17,6 à 11,5 milliards).

- La chute des dividendes versés par les entreprises est en réalité très hétérogène. Elle est pratiquement nulle pour les entreprises cotées, mais très forte pour les entreprises détenues par des personnes physiques, susceptibles d'être directement affectées par la modification de la fiscalité.

Analyse causale de l'impact de la réforme de 2013 avec les données fiscales des ménages

- À partir des données exhaustives de déclarations d'impôt sur le revenu, nous estimons l'impact de la mise au barème des revenus du capital sur les revenus déclarés, par une méthode de différence de différences. Nous utilisons comme groupe de traitement les ménages ayant opté avant la réforme pour le prélèvement forfaitaire libératoire et comme groupe de contrôle les ménages restés au barème. Nous considérons un échantillon de hauts revenus, percevant régulièrement des montants significatifs de dividendes avant la réforme afin d'obtenir des groupes de contribuables comparables.

- Nous obtenons un impact fortement négatif de la réforme de 2013 sur les dividendes, avec une baisse de 40 % des dividendes déclarés. En revanche, nous ne trouvons aucun impact sur les autres revenus du capital (plus-values, autres revenus des valeurs mobilières). De manière analogue, nous ne trouvons aucun effet significatif sur les salaires déclarés.

- Notre groupe de contrôle voit également ses dividendes reçus baisser, reflétant de possibles effets indirects de la réforme. Un foyer fiscal du groupe de contrôle peut en effet détenir des part dans des entreprises dont les actionnaires sont majoritairement affectés par la réforme. Cet aspect tend à sous-estimer les effets de la fiscalité sur les flux de dividendes.

Analyse causale de l'impact de la réforme de 2013 avec les données d'entreprises

- À partir des données fiscales d'entreprises, nous estimons l'impact de la mise au barème des revenus du capital sur les dividendes versés et les autres marges de décision des entreprises, à l'aide d'une méthode de différence de différences. Nous définissons comme groupe de traitement l'ensemble des sociétés possédées intégralement par des personnes physiques en 2011, et comme groupe de contrôle l'ensemble des entreprises dont aucun actionnaire personne morale ne possède plus de 95 % des parts, et dont les éventuels actionnaires physiques possèdent ensemble moins de 50 % du capital.
- Nous obtenons un impact négatif fort sur la probabilité de verser des dividendes et sur le montant des dividendes versés. La probabilité de verser des dividendes baisse de 7 points de pourcentage au sein du groupe de traitement, ce qui correspond à 17 % de la moyenne pré-réforme. Le montant des dividendes versés rapportés aux capitaux propres décline d'environ 1,6 centime (par euro de capitaux propres) au sein du groupe de traitement, ce qui correspond à 20,7 % de la moyenne pré-réforme. L'effet estimé sur les entreprises est plus bas que pour les ménages principalement parce que seule une partie des entreprises du groupe de traitement est affectée par la réforme.
- Nous n'obtenons aucun impact significatif sur l'investissement, ni sur les salaires versés. Nous obtenons en revanche un impact négatif sur le résultat net, suggérant des consommations intermédiaires accrues. Celles-ci peuvent résulter soit d'investissements intangibles, soit de dépenses personnelles supplémentaires. Par ailleurs, les actionnaires affectés par la réforme renforcent les fonds propres de leurs entreprises, qui voient simultanément leurs liquidités augmenter du même montant.

Analyse causale de l'impact de la réforme de 2018

- L'analyse d'impact de la mise en place du PFU est limitée par les données disponibles : nous ne disposons, en effet, des données fiscales que jusqu'en 2016. Nous exploitons donc les données issues des greffes des tribunaux de commerce pour les années 2017 et 2018. Par ailleurs, une seule année de recul *post*-réforme ne suffit pas à détecter certains effets potentiels de la réforme.
- Néanmoins, à partir des données disponibles pour 2018, nous obtenons un effet causal positif de la réforme sur la distribution de dividendes avec une hausse marquée à la fois de la part des entreprises versant des dividendes (+3,5 points de pourcentage) et du montant moyen versé (+6 centimes par euro de bilan). Les effets du PFU sont suffisamment marqués pour annuler l'écart entre groupe de traitement et de contrôle introduit par la réforme de 2013. La hausse des dividendes est associée à une diminution des actifs des entreprises, ce qui suggère que la réforme a effectivement stimulé la réallocation effective du capital dans l'économie, possiblement aux dépens de la trésorerie des entreprises affectées.

SOMMAIRE

Remerciements **1**

Synthèse des résultats **9**

Introduction **15**

1 Revue de la littérature **21**
1.1 Déterminants des flux de dividendes au niveau des entreprises . . . 21
1.1.1 La politique de distribution des profits 22
1.1.2 La fonction des politiques de distribution de dividendes . . . 24
1.1.3 Études empiriques sur les versements de dividendes 28
1.1.4 L'impact de la fiscalité des dividendes sur la politique de distribution et l'investissement 30
1.2 Les effets de la taxation des revenus capital sur les comportements des entreprises et des ménages 33
1.2.1 La taxation des revenus du capital et le comportement des entreprises 34
1.2.2 La taxation des revenus du capital sur les comportements des ménages 38

2 Expérience internationale sur les réformes de la taxation des revenus du capital **45**
2.1 Fiscalité et dividendes : analyse comparée pour les pays de l'OCDE . 46
2.2 Le cas de la Suède 55
2.2.1 La réforme structurelle de 1991. 55
2.2.2 Évaluation de la réforme de 1991 57
2.2.3 Évaluation de la réforme de 2006 60
2.3 Le cas de la Finlande 63
2.3.1 Les réformes finlandaises de 1993 et 2005 63
2.3.2 Évaluations des réformes finlandaises 66
2.4 Le cas des États-Unis 68

2.4.1 La réforme de 2003 68
2.4.2 Évaluations de la réforme de 2003 71

3 Réformes de la fiscalité des dividendes et autres distributions des bénéfices 75
3.1 Les réformes de la fiscalité affectant les dividendes entre 2008 et 2012 76
3.1.1 Réformes de la taxation forfaitaire des dividendes 76
3.1.2 Réformes de la taxation progressive des dividendes 77
3.1.3 Autres réformes de la fiscalité 77
3.2 La suppression du prélèvement forfaitaire libératoire 78
3.3 La réforme de la taxation des dividendes des gérants de SARL de 2013 82
3.4 La réforme de 2015 de la fiscalité des rachats d'actions 83
3.5 La création du prélèvement forfaitaire unique en 2018 84
3.5.1 Le prélèvement forfaitaire unique 84
3.5.2 Les possibilités d'« income shifting » en 2018 85

4 Analyse descriptive de l'évolution des versements de dividendes 89
4.1 Séries agrégées 89
4.2 Les dividendes reçus par les ménages 92
4.2.1 Évolution agrégée des revenus du capital des ménages de 2008 à 2017 93
4.2.2 Caractéristiques des redevables au prélèvement forfaitaire libératoire avant 2013 96
4.2.3 Évolution des dividendes déclarés suite à leur mise au barème en 2013 103
4.3 Les dividendes versés par les entreprises 106
4.3.1 Les dividendes versés par les entreprises détenues par des personnes physiques (2007–2018) 108
4.4 Le cas des entreprises cotées 117
4.4.1 Présentation des données 118
4.4.2 Définition de l'échantillon d'analyse 120
4.4.3 Statistiques descriptives sur la période 2006 à 2018 121
4.4.4 Comparaison entres groupes d'entreprises avant et après les réformes 126

5 Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes pour les ménages 133
5.1 Données et méthode d'évaluation 133
5.1.1 Les données fiscales 133
5.1.2 La méthode de différence de différences 134

5.1.3 Définition de l'échantillon d'estimation 137
5.2 Les évolutions fiscales dans notre échantillon d'analyse 140
5.3 Résultats 145
5.3.1 Évolution des revenus des groupes traité et contrôle 145
5.3.2 Résultats de la différence de différences 148

6 Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes pour les entreprises 155
6.1 Effets de la réforme de 2013 155
6.1.1 Méthodologie 155
6.1.2 Construction de l'échantillon d'estimation 157
6.1.3 Effets sur la politique de distribution. 160
6.1.4 Décomposition comptable des versements de dividendes . . . 165
6.1.5 Discussion des résultats 172
6.2 Effets de la réforme de 2018 177
6.2.1 Effets sur les entreprises exposées aux réformes de 2013 et 2018 177
6.2.2 Analyses des effets de la mise en place du PFU 179

Conclusion générale 185

Références 189

Liste des tableaux 199

Liste des figures 201

INTRODUCTION

Contexte de l'étude

La fiscalité des dividendes a fait l'objet de plusieurs réformes depuis 2012. La loi de finances pour 2013 a notamment supprimé le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) de 21 % auquel les dividendes pouvaient être soumis, et a inclus de manière obligatoire cette source de revenu au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cinq ans après, la loi de finances pour 2018 est revenue sur cette réforme en instaurant le prélèvement forfaitaire unique (PFU). Ce prélèvement consiste à imposer les revenus des valeurs mobilières, dont les dividendes, à un prélèvement forfaitaire de 12,8 % au titre de l'impôt sur le revenu, et fait passer le taux de prélèvements sociaux sur ces revenus de 15,5 % à 17,2 %, amenant le niveau de prélèvements obligatoires à un taux fixe de 30 %.

Plusieurs motivations sous-jacentes à cette étude peuvent être énoncées : Tout d'abord, ces modifications de la fiscalité des dividendes ont fait l'objet de chiffrages budgétaires sur la base d'une absence de réactions comportementales, alors même qu'il devenait évident au simple constat des séries agrégées de dividendes que les modifications de la fiscalité entraînaient des réactions possiblement importantes. Conduire des évaluations *ex post* sur données microéconomiques est alors une des conditions pour pouvoir ensuite évaluer les modifications de la fiscalité en incorporant les possibles effets de comportements.

En second lieu, la discussion au Parlement de ces textes a conduit à mettre

en lumière les incertitudes sur ces comportements et sur les mesures fiscales à prendre pour limiter les effets d'optimisation. Ainsi, le Sénat avait proposé en 2017 un amendement visant à introduire une mesure anti-abus pour limiter les risques de déplacement de revenus du capital vers les revenus du travail. L'amendement a été supprimé par l'Assemblée nationale au motif que ces réactions d'optimisation n'étaient pas établies. Évaluer dans quelle mesure ces effets de déplacement des revenus ont eu lieu est donc crucial pour établir un jugement sur le bien fondé de ces dispositifs législatifs.

Enfin, les réactions comportementales à la fiscalité du capital sont susceptibles de modifier le jugement sur leurs effets redistributifs réels et sur leurs impacts économiques attendus, sur l'investissement et à plus long terme sur la croissance. Au vu de l'importance de ces arguments dans le débat public, donner des éléments fondés sur l'évaluation des réformes déjà mises en œuvre est donc essentiel.

Objectifs de l'étude

Ce rapport a deux objectifs principaux. Il vise tout d'abord à présenter l'état des lieux des connaissances sur les politiques de distribution de dividendes et sur les réactions à la fiscalité des revenus du capital. Pour ce faire, la littérature en finances d'entreprise et en économie publique est mobilisée, tout comme les évaluations réalisées sur les réformes de la fiscalité du capital à l'étranger, notamment aux États-Unis et dans les pays nordiques.

Le second objectif est de réaliser des évaluations *ex post* originales des réformes mises en place dans le cas français. En mobilisant conjointement les données fiscales des ménages et des entreprises, le rapport présente les résultats d'une évaluation d'impact de la suppression du PFL en 2013 et, avec des données plus limitées, une première évaluation de l'instauration du PFU en 2018.

Plan du rapport

Chapitre 1 : Revue de la littérature

Ce chapitre recense les principales contributions universitaires relatives aux flux de dividendes. Il aborde dans un premier temps une revue d'ensemble des déterminants de la politique de versement de dividendes des entreprises, pour se centrer dans un second temps sur l'état de la connaissance relative à l'impact de la fiscalité sur les dividendes distribués.

Chapitre 2 : Expériences internationales

Ce chapitre décrit trois expériences de réforme de la fiscalité des dividendes à l'étranger. La Suède a réformé en profondeur son système fiscal à la fin des années 1990, avec la mise en place d'un système dual d'imposition sur les revenus du capital. La Finlande a également expérimenté un tel système d'imposition. Les États-Unis ont quand à eux expérimenté une baisse importante de la fiscalité des dividendes au début des années 2000. Ce chapitre détaille le contenu de ces trois expériences, les différentes études qui ont analysé ces réformes et les enseignements qui peuvent en être tirés. Il s'accompagne d'une partie explorant le lien apparent entre le taux de taxation des dividendes et les montants de dividendes versés aux ménages dans les pays de l'OCDE.

Chapitre 3 : Évolution de la législation fiscale sur les dividendes

Ce chapitre décrit l'ensemble des évolutions de la fiscalité sur les dividendes au cours de la période d'analyse. La suppression du PFL en 2013 et la création du PFU en 2018 constituent les réformes principales de l'étude présentée dans ce rapport.

Chapitre 4 : Description de l'évolution des flux de dividendes

Ce chapitre présente des statistiques descriptives relatives aux versement des dividendes en France sur la période 2006-2018. La première section de ce chapitre présente les dernières données issues de la comptabilité nationale. La seconde partie mobilise les fichiers administratifs de l'impôt sur le revenu afin de produire des statistiques relatives aux dividendes perçus par les ménages. Enfin, la dernière partie mobilise les liasses fiscales des entreprises afin de caractériser l'évolution des dividendes versés par les sociétés, et son éventuelle répercussion sur la structure des comptes des entreprises.

Chapitre 5 : Évaluation d'impact sur les dividendes reçus par les ménages

Ce chapitre présente une évaluation *ex post* de l'impact de la suppression du PFU de 2013 sur les dividendes perçus par les ménages. Cette analyse utilise les fichiers administratifs exhaustifs de l'impôt sur le revenu. À partir de méthodes de différence de différences, les résultats de cette partie montrent une baisse des dividendes perçus par les foyers fiscaux optant pour le PFL avant la réforme, relativement aux autres foyers fiscaux. Les résultats ne suggèrent en revanche pas de répercussions sur d'autres catégories de revenus, notamment les salaires.

Chapitre 6 : Évaluation d'impact sur les dividendes versés par les entreprises

Ce chapitre est consacré à l'évaluation d'impact *ex post* de la suppression du PFL et de l'introduction du PFU sur le comportement des entreprises, à partir des liasses fiscales des sociétés domiciliées en France. L'analyse présentée dans cette partie estime les effets de ces réformes en exploitant la structure actionnariale des en-

treprises. Sont notamment considérées comme les plus exposées aux réformes de l'imposition des dividendes les sociétés détenues entièrement par des personnes physiques, puisque ces actionnaires sont directement redevables de l'impôt sur le revenu. À l'inverse, les sociétés dont le capital est partagé entre plusieurs détenteurs dont au moins une personne morale sont utilisées pour constituer un groupe de contrôle.

Chapitre 1

Revue de la littérature

La littérature consacrée à l'évaluation de la fiscalité des dividendes recouvre deux champs disciplinaires distincts. Le premier, en finance d'entreprise, s'intéresse aux déterminants, fiscaux et non-fiscaux, de la politique de distribution des profits par les entreprises (*payout policy*). Nous en présentons les éléments essentiels dans la partie 1.1. Le second, en économie publique, aborde directement la question de l'impact de la fiscalité des dividendes sur les choix de distribution des profits, les comportements d'investissement des entreprises et l'épargne des ménages (partie 1.2).

1.1 Déterminants des flux de dividendes au niveau des entreprises

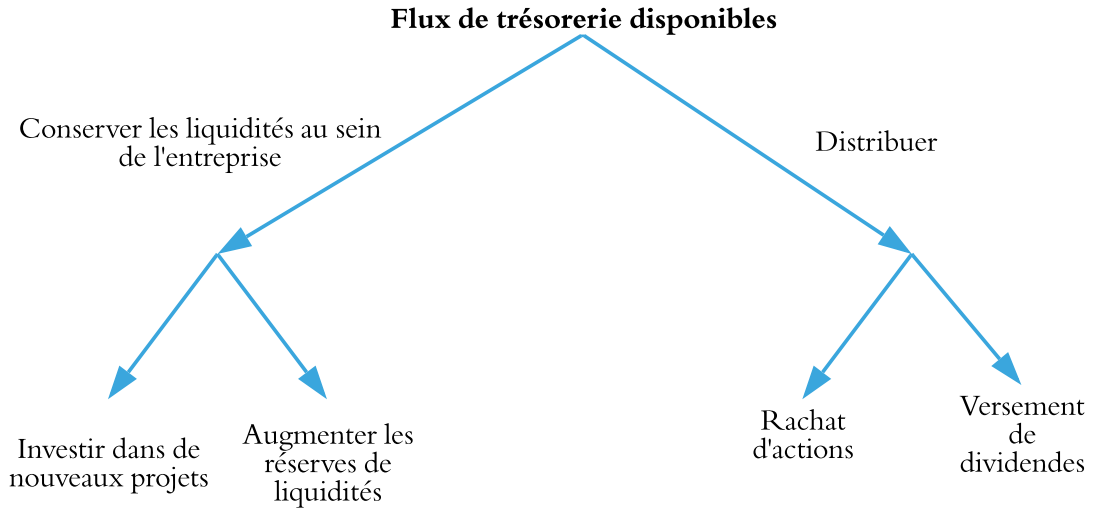
Plusieurs revues de littérature sont disponibles en langue anglaise, Farre-Mensa et al. (2014) couvrant les travaux les plus récents, et Allen and Michaely (2003) les articles des années 1990. Nous reprenons ici l'ensemble de la littérature en insistant sur les travaux majeurs qui ont contribué à éclairer la question des déterminants, économiques ou financiers, de la politique de distribution des profits.

1.1.1 La politique de distribution des profits

Lorsque les investissements d'une entreprise génèrent des flux de trésorerie disponibles, l'entreprise doit décider comment utiliser ces fonds. Si l'entreprise fait face à des opportunités d'investissements dont la valeur présente nette est positive, elle peut réinvestir les liquidités et augmenter la valeur de l'entreprise. On parle alors d'autofinancement. De nombreuses jeunes entreprises à croissance rapide réinvestissent 100 % de leurs flux de trésorerie dans de nouvelles activités de cette façon. Par contraste, les entreprises matures et rentables constatent souvent qu'elles génèrent plus de profits qu'il n'en faut pour financer l'ensemble de leurs opportunités d'investissement. Elles chercheront alors à distributer les profits aux actionnaires, soit via le versement de dividendes soit via le rachat d'actions aux propriétaires actuels. Cette séquence composée de deux choix, en premier lieu conserver ou bien redistribuer les liquidités disponibles, et en second lieu, les distribuer sous forme de dividendes ou bien de rachat d'actions constituent **la politique de distribution** de l'entreprise. Cette séquence de choix est représentée dans le graphique 1.1.

Les **dividendes** sont distribués à partir du bénéfice après impôts sur les sociétés. Les sociétés riches en liquidités versent des dividendes pour conserver l'intérêt des actionnaires dans leurs actions et il s'agit d'une méthode courante de distribution des profits aux investisseurs. Ce type de rémunération peut être important pour les investisseurs qui recherchent des flux de trésorerie réguliers. Un **rachat d'actions** est un processus par lequel la société achète ses propres actions à ses actionnaires et réduit ainsi le nombre total d'actions en circulation. Les rachats d'actions sont généralement concentrés parmi les entreprises cotées et sont plus courants aux États-Unis qu'en Europe (Von Eije and Megginson, 2008). On constate néanmoins une hausse de l'importance relative des rachats d'actions par rapport aux dividendes à la fois aux États-Unis et dans l'Union européenne (Farre-Mensa

GRAPHIQUE 1.1 – Utilisation des flux de trésorerie disponibles



NOTE : Une entreprise peut conserver ses flux de trésorerie disponibles, soit en les investissant ou en les accumulant, soit en versant ses flux de trésorerie disponibles sous forme de dividendes ou de rachat d'actions. Le choix entre ces options est déterminé par la politique de distribution de l'entreprise.

et al., 2014; Von Eije and Megginson, 2008). Le prix de rachat offert aux actionnaires est généralement supérieur au prix du marché, ce qui les incite à participer au processus.

Une entreprise qui décide de ne pas distribuer un flux de trésorerie disponible va **conserver les liquidités au sein de l'entreprise**. Cela permettra soit d'**investir dans de nouveaux projets** (autofinancement) soit d'**augmenter les liquidités de l'entreprise** (encapsulage). Cette dernière option permet par exemple de couvrir les éventuels déficits de trésorerie futurs. Par exemple, s'il existe une probabilité raisonnable que les bénéfices futurs ne suffiront pas à financer les occasions d'investissement positives futures, une entreprise peut commencer à accumuler des liquidités pour combler la différence. Cette motivation est particulièrement per-

tinente pour les entreprises qui peuvent avoir besoin de financer des projets de recherche et développement à grande échelle ou des acquisitions importantes. Les entreprises dont les bénéfices sont très volatils peuvent également constituer des réserves de liquidités pour leur permettre de faire face à des périodes temporaires de pertes d'exploitation.

1.1.2 La fonction des politiques de distribution de dividendes

La proposition de Miller and Modigliani (1961). L'importance de la politique de distribution des entreprises dépend directement des hypothèses adoptées sur le fonctionnement des marchés de capitaux et sur la gouvernance des entreprises. Miller and Modigliani (1961) montrent que sur des marchés financiers parfaits et complets [1], la politique de distribution d'une entreprise n'affecte pas sa valeur. Si l'entreprise verse une grande partie de ses bénéfices, ses actions vaudront moins, mais ses actionnaires recevront plus de liquidités. Si elle en distribue moins, ses actions vaudront plus (à condition qu'elle réinvestisse dans des projets suffisamment rentables) et ses actionnaires recevront moins de liquidités – mais l'actionnaire, s'il le souhaite, peut combler la différence en vendant certaines de ses actions. Dans un univers de marchés en équilibre, le versement de dividendes plus ou moins élevés n'aura donc aucun effet sur la richesse des actionnaires. Les sociétés ne devraient donc pas se préoccuper de la politique de dividende et devraient traiter les dividendes comme un ajustement des flux de trésorerie. Cela renvoie à l'approche Modigliani-Miller (Modigliani and Miller, 1958) de la politique financière : il n'est pas possible de créer de la valeur durable avec une simple décision de financement.

Ce résultat n'est pas à prendre comme une description de la réalité mais comme un point de référence pour illustrer les raisons possibles de l'importance de la po-

1. Des marchés financiers parfaits et complets obéissent aux hypothèses suivantes : (1) Pas de taxes (2) Information symétrique (3) Possibilités de contrats complètes (4) Pas de coûts de transaction (5) Marchés complets.

litique de distribution des profits. Cet article a ainsi suscité de nombreux travaux visant à relâcher certaines des hypothèse de Miller et Modigliani (MM) afin d'expliquer l'importance attachée en pratique par les directions d'entreprises à leur politique de distribution – qui a été documentée, dans les cas des entreprises cotées en bourse dès les années 1950 (Lintner, 1956).

La fiscalité des dividendes et des plus-values. Une première extension du cadre de MM est de considérer la fiscalité tout en retenant le reste des hypothèses. Les actionnaires doivent généralement payer des impôts sur les dividendes qu'ils reçoivent. Ils doivent également payer l'impôt sur les plus-values lorsqu'ils vendent leurs actions. En pratique, les plus-values sont généralement moins taxées que les dividendes [2].

L'impôt est susceptible d'influer sur les préférences des investisseurs en matière de dividendes par rapport aux rachats d'actions. Lorsqu'une entreprise verse un dividende, les actionnaires sont imposés selon le taux d'imposition des dividendes. Si l'entreprise rachète plutôt des actions, le montant versé aux actionnaires sera généralement imposé selon le taux d'imposition plus-values. Si les dividendes sont imposés à un taux plus élevé que les plus-values, les actionnaires préféreront les rachats d'actions aux dividendes. Même dans l'hypothèse où les deux taux d'imposition sont similaires, il existe toujours un avantage fiscal pour les investisseurs à long terme à voir leur actions rachetées plutôt qu'à toucher des dividendes, puisque l'impôt sur les plus-values est reporté jusqu'à la vente du bien.

Le fait que les entreprises continuent d'émettre des dividendes malgré leur désavantage fiscal est souvent appelé « l'énigme des dividendes » (*dividend puzzle*). Si la fiscalité plus lourde des dividendes est la déviation du modèle standard de Miller and Modigliani (1961), la politique optimale en matière de dividendes

2. C'est par exemple le cas en France à la suite de la décision du Conseil Constitutionnel applicable depuis le 1er janvier 2015. Avant cette date, les rachats d'action étaient en grande partie considérés comme des dividendes déguisés par la jurisprudence fiscale française.

consiste pour les entreprises à ne verser aucun dividende. Les entreprises devraient utiliser les rachats d'actions pour tous les paiements. Cette prédiction est clairement contredite par les données. Dès lors, il est nécessaire d'envisager d'autres déviations du cadre de MM afin d'expliquer les décisions de versement de dividendes par les entreprises.

Conflit d'intérêt entre direction et actionnaires. Dans le cadre de base de MM, il n'y a pas de distinction entre gestionnaire et propriétaire des entreprises, et la politique d'investissement et de distribution est déterminée dans le but de maximiser la valeur de l'entreprise du point de vue de l'actionnaire. En pratique, les grandes entreprises modernes sont généralement gérées par une équipe de direction distincte des propriétaires ce qui peut mener à des conflits d'intérêts. En finance d'entreprise, le problème de l'agence fait généralement référence à un conflit d'intérêts entre la direction d'une entreprise et les actionnaires de l'entreprise (Jensen and Meckling, 1976). La direction, agissant à titre d'agent des actionnaires ou de mandants, est censée prendre des décisions qui maximiseront la richesse des actionnaires. Néanmoins, il est possible que le meilleur intérêt du gestionnaire soit de maximiser sa propre rémunération, ou que ses intérêts définis de façon plus large soient non-alignés avec ceux des actionnaires.

En particulier, lorsque les entreprises ont des liquidités excessives, les gestionnaires peuvent utiliser les fonds de façon inefficace en continuant de perdre de l'argent dans des projets de prédilection, en payant des avantages sociaux excessifs aux dirigeants ou en surpayant certaines acquisitions (Jensen, 1986). De plus, les syndicats, le gouvernement ou d'autres entités peuvent tirer profit des largesses de l'entreprise. Ainsi, le versement de dividendes ou le rachat d'actions peuvent être vues comme un moyen de réduire les liquidités excédentaires d'une entreprise et d'éviter une utilisation non efficace des profits en l'absence d'opportunité d'investissement. Dans un tel cadre, la distribution des profits peut augmenter la

valeur de l'entreprise en réduisant le gaspillage ou le transfert des ressources de l'entreprise vers des parties prenantes autres que les actionnaires.

Comme mentionné plus haut, certaines entreprises peuvent juger préférable de conserver des liquidités afin de préserver leurs marges de manœuvre financières en vue d'occasions de croissance futures et pour éviter les coûts de détresse financière. Ces besoins doivent être mis en balance avec les « coûts d'agence » décrits ci-dessus.

Signal et politique de dividendes. Outre les conflits d'intérêts entre actionnaires et direction en présence de monitoring imparfait, une imperfection du marché possible est l'asymétrie de l'information entre gestionnaires et investisseurs quant au potentiel de croissance et de profitabilité de l'entreprise. Lorsque les gestionnaires disposent d'une meilleure information que les investisseurs sur les perspectives d'avenir de l'entreprise, leurs décisions en matière de dividendes permettent de « signaler » cette information aux investisseurs potentiels. Empiriquement, les entreprises ajustent les dividendes relativement peu fréquemment, et les dividendes sont beaucoup moins volatiles que les bénéfices. Cette pratique consistant à maintenir des dividendes relativement constants s'appelle le lissage des dividendes.

Une raison possible pour laquelle les dividendes sont lissés serait que les directions s'en servent afin de communiquer leurs anticipations quand à la profitabilité de la firme à long-terme. Si les entreprises lissent les dividendes, le choix de dividende de l'entreprise contiendra des renseignements sur les attentes de la direction quant aux bénéfices futurs. Lorsqu'une entreprise augmente son dividende, elle envoie un signal positif aux investisseurs que la direction s'attend à être en mesure d'offrir un dividende plus élevé dans un avenir prévisible. Inversement, lorsque les gestionnaires réduisent le dividende, ils peuvent signaler qu'ils ont abandonné l'espoir d'une reprise des gains à court terme et qu'ils doivent donc réduire le dividende pour économiser de l'argent. L'idée que l'évolution du divi-

dende reflète le point de vue des gérants sur les perspectives de bénéfices futurs d'une entreprise s'appelle l'hypothèse de « la fonction signal du dividende ».

Bernheim and Wantz (1995) utilisent des variations dans les taxes sur les dividendes afin tester la théorie du signal. Selon la théorie du signal, l'effet marginal d'une hausse des dividendes sur le cours des actions est d'autant plus fort que les taxes sur les dividendes sont élevées. En effet, lorsque les dividendes sont fortement taxés, une forte distribution de dividendes implique que l'entreprise est prête à payer le coût de distribution de dividendes aux actionnaires signalant ainsi qu'elle s'estime très profitable. Cette théorie est confirmée par Bernheim and Wantz (1995) qui trouvent effectivement que la réaction des cours aux hausses de dividendes est d'autant plus forte que la fiscalité sur les dividendes est élevée. Il est important de noter que la théorie du signal et ses tests empiriques s'appliquent principalement aux entreprises cotées en bourse.

1.1.3 Études empiriques sur les versements de dividendes

De nombreux travaux empiriques ont étudié les déterminants et caractéristiques des politiques de distribution des entreprises. La littérature s'est concentrée – principalement pour des questions de disponibilité de données – sur les entreprises cotées en bourse. Plus récemment, la littérature a mis en évidence les différences systématiques entre entreprises non-cotées (en anglais *private company*) et entreprises cotées *public company*).

Lissage des dividendes par les entreprises cotées. Dans son article précurseur, Lintner (1956) interroge les gestionnaires sur leur attitude à l'égard de la politique de dividende et conclut que les gestionnaires visent un ratio de distribution (dividendes sur bénéfices) à long terme. Il constate également que les dividendes sont rigides, liés aux bénéfices durables à long terme, versés par des sociétés matures et lissés d'une année à l'autre. Ces résultats ont depuis été confirmés par des études

plus récentes, notamment par l'enquête menées auprès de directeurs financiers par Brav et al. (2005). Brav et al. (2005) montrent de plus que le conservatisme de la politique de dividendes découle principalement de la réaction asymétrique du marché à la hausse et à la baisse des dividendes.

Entreprise cotées et non-cotées. Sur la base de données pour le Royaume-Uni, Michaely and Roberts (2011) montrent que les politiques de distribution des dividendes des entreprises non cotées sont nettement plus sensibles aux chocs transitoires sur les bénéfices que celles des entreprises cotées en bourse. Cela suggère que les entreprises non-cotées risquent d'être plus réactives aux changements de fiscalité (notamment s'ils sont perçus comme transitoires) que les entreprises cotées qui se soucient plus de la réaction des marchés mentionnée ci-dessus. La réponse des marchés étant asymétrique et plus marquée à la baisse qu'à la hausse, les entreprises cotées sont susceptibles d'être d'autant moins réactives à des hausses de la fiscalité des dividendes.

Dispersion de l'actionnariat. De plus, Michaely and Roberts (2011) trouvent que parmi les entreprises non cotées, celles dont l'actionnariat est concentré sont plus réactives que celle dont l'actionnariat est dispersé. De façon générale, les résultats montrent que les entreprises où les frictions liées aux désaccords entre actionnaires ou bien aux problèmes d'information entre managers et actionnaires sont plus importantes tendent à lisser leur politique de dividendes dans une plus grande mesure. Ces résultats soutiennent indirectement le rôle des coûts d'agence et de l'asymétrie d'information dans la détermination des dividendes, même si le rôle de signal joué par les dividendes demeure empiriquement controversé (Benartzi et al., 1997; Brav et al., 2005).

1.1.4 L'impact de la fiscalité des dividendes sur la politique de distribution et l'investissement

Les différentes analyses théoriques et empiriques sur les politiques de distribution ont des conséquences sur les effets possibles d'une réforme de la fiscalité des dividendes à la fois sur la politique de dividendes en soi mais également sur les effets réels de telles réformes. Les deux théories standards les plus connues sur la manière dont l'imposition des dividendes influe sur la distribution des dividendes et le comportement d'investissement sont ce qu'on appelle la vision traditionnelle (*old view*) et la nouvelle approche (*new view*). Ces visions diffèrent sur la source marginale des fonds utilisés afin de financer l'investissement.

Les travaux empiriques récents suggèrent qu'aucune de ces deux approches n'est totalement convaincante pour expliquer les réactions observées aux réformes récentes de la fiscalité des dividendes. De ce fait, des chercheurs ont proposé des explications alternatives que nous présentons par la suite.

Le financement de l'investissement marginal par l'émission d'action (*old view*). Selon l'approche traditionnelle, ou *old view* [3], les entreprises choisissent de financer de nouveaux investissements en émettant de nouvelles actions. Les investisseurs ont donc le choix entre investir dans des obligations (avec des intérêts comme rendement) ou investir en action (avec des dividendes comme rendement). Si le rendement des actions est le profit net de l'impôt sur les bénéfices et de l'imposition personnelle des dividendes, le rendement des obligations est seulement imposé à l'impôt sur le revenu personnel. Cette « double taxation des dividendes » était alors considérée comme néfaste à l'investissement, puisque le coût du capital se trouve augmenté à la marge par l'imposition des dividendes, et l'investissement

3. Les travaux représentant cette approche datent essentiellement des années 1960, notamment Harberger (1962, 1966) et McLure (1979). Pour une présentation plus récente, voir Sinn (1991) et Auerbach (2002).

diminué.

L'article de référence cité en faveur de cette approche traditionnelle est Poterba and Summers (1985). Les auteurs utilisent des données du Royaume-Uni de l'après-guerre (1950-1983) pour estimer la sensibilité de l'investissement à des variations de taxation des dividendes. Pendant cette période, le traitement fiscal des dividendes au Royaume-Uni a changé plusieurs fois permettant aux auteurs de tenter d'identifier l'impact des changements fiscaux sur les politiques de distribution des dividendes. Les résultats mettent en évidence un lien très net de réaction des versements de dividendes aux variations de la fiscalité, et une corrélation des séries temporelles d'investissement à ces variations. L'article a néanmoins fait l'objet de plusieurs critiques, soulignant le caractère très bruité de l'information utilisée par les auteurs – l'utilisation de séries agrégées sur la base de 16 entreprises cotées, et des variations de taux moyen d'imposition – reflétant l'aspect très daté de ce type d'analyse.

Le financement de l'investissement marginal par l'auto-financement (*new view*). La nouvelle approche (ou *new view*) suppose qu'à la marge, l'investissement est financé par une réduction (ou un report) des distributions de dividendes [4]. Dans ce contexte, un impôt constant sur les dividendes réduit à la fois le coût de l'investissement et le rendement futur dans la même proportion et n'a donc aucun effet sur le coût du capital ou la distribution de dividendes de l'entreprise. Ces deux vues ne sont pas en soit contradictoires dans la mesure où elles peuvent s'appliquer à des entreprises à différents stades de leur cycle de vie : les jeunes entreprises en forte croissance correspondent plutôt à la vision traditionnelle, alors que les entreprises matures sont plus susceptibles de disposer de liquidités suffisantes pour procéder à l'autofinancement de leurs investissements (Sinn, 1991).

Les efforts empiriques pour départager ces deux vues ne sont pas concluants.

4. Les travaux à l'appui de cette approche sont notamment King (1977), Auerbach (1979) et Bradford 1981.

Chetty and Saez (2010) soutiennent par exemple qu'aucun de ces points de vue n'est facilement réconcilable avec les résultats empiriques de la réforme fiscale américaine de 2003. En particulier, Chetty and Saez (2005) montrent que la réforme de 2003 a augmenté les distributions de dividendes, ce qui est compatible avec la old view, sans que ne soient estimés d'effets significatifs sur l'investissement (Yagan, 2015).

Théorie agent-principal et fiscalité des dividendes. Chetty and Saez (2005) trouvent que la réponse des versement de dividendes à la fiscalité de ces derniers est concentrée parmi les entreprises où la direction possède une large part des actions de l'entreprises. Dans ces entreprises, les incitations financières entre gestionnaires et actionnaires sont alignées. Ce constat est, en partie, à la base de l'analyse de l'imposition des dividendes du point de vue de l'agence, où l'asymétrie d'information entre les propriétaires et les dirigeants de l'entreprise joue un rôle clé (Chetty and Saez, 2010).

Statut fiscal des actionnaires. Un facteur influençant la distribution de dividendes est la dispersion des taux marginaux d'imposition auxquels font face les actionnaires. Une forte dispersion sera à l'origine de désaccords entre actionnaires fortement taxés qui préféreront retarder le versement des dividendes (dans l'espoir de réaliser des plus-values ou bien de toucher des dividendes à un moment où leur taux marginal d'imposition est plus faible) et actionnaires faiblement taxés qui favoriseront la distribution de dividendes immédiates. Jacob and Michaely (2017) montrent dans le cas de la Suède que ce type de désaccords affaiblit largement la réponse des entreprises à la baisse de la fiscalité des dividendes.

Arbitrage intertemporel. Korinek and Stiglitz (2009) proposent une théorie intertemporelle potentiellement pertinente pour le cas français entre 2010 et 2018. Dans leur modèle, si les gestionnaires considèrent l'augmentation d'impôt comme

temporaire, ils réduisent le versement de dividendes, accumulent des liquidités et attendent que la hausse de la taxe sur les dividendes sur dividendes soit inversée avant de reverser les liquidités accumulées aux actionnaires sous la forme de dividendes. La mise au barème des dividendes a causé une hausse du taux marginal d'imposition moyen des dividendes à partir de 2013 et a été suivie de la mise en place du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) en 2018 qui a fortement diminué fortement ce taux marginal d'imposition. Dès lors, si la théorie de Korinek and Stiglitz (2009) s'applique, on s'attend à ce que la hausse des versements de dividendes entre 2017 et 2018 soit concentrée parmi les entreprises qui ont accumulé des liquidités entre 2013 et 2017. Tester cette théorie est important dans la mesure où cela permettra de déterminer si la hausse des dividendes agrégés observée en 2018 correspond à un nouvel équilibre stable ou bien à un phénomène transitoire.

1.2 Les effets de la taxation des revenus capital sur les comportements des entreprises et des ménages

Effectuer une revue de la littérature complète sur un sujet aussi vaste que la taxation du capital dépasse très clairement l'ambition de cette partie. La taxation du capital inclut aussi bien l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IS), les impôts sur les revenus du capital, l'impôt sur les plus-values réalisées, les impôts sur la propriété immobilière et les impôts sur le patrimoine ou son transfert (donations, héritage). Nous nous concentrons ici sur les impôts sur les revenus du capital perçus par les ménages, par exemple dans le cas français l'impôt sur le revenu (IR), les prélèvements sociaux et les dispositifs de prélèvement libératoire ou prélèvement forfaitaire unique (PFU). Notons néanmoins que l'analyse des effets de la taxation des revenus du capital dépend intrinsèquement de la taxation des bénéfices des

entreprises, et de l'interaction ou non entre les dispositifs de taxation des revenus distribués et des profits avant distribution (par exemple avoir fiscal).

Les revues de la littérature disponibles actuellement datent toutes du début des années 2000 (Auerbach, 2002; Bernheim, 2002; Hassett and Hubbard, 2002; Poterba, 2002) et ne couvrent donc pas les articles les plus récents. Dans cette partie nous nous concentrons donc sur les articles publiés récemment, en particulier ceux qui utilisent des données administratives de grande qualité qui ont permis de faire le plus de progrès dans la connaissance des effets de la taxation des revenus du capital.

1.2.1 La taxation des revenus du capital et le comportement des entreprises

Chetty et Saez (2005). L'article de Raj Chetty et Emmanuel Saez publié en 2005 dans *The Quarterly Journal of Economics* exploite la réforme de 2003 sur la fiscalité des dividendes aux États-Unis. Cette réforme réduit fortement le taux d'imposition des dividendes auparavant inclus au barème de l'impôt fédéral sur le revenu : les quatre tranches supérieures du barème (dont les taux marginaux étaient respectivement de 27 %, 30 %, 35 % et 38,6 %) sont remplacées par un taux de 15 %, tandis que les deux premières tranches de l'impôt progressif (de 10 % et 15 %) sont remplacées par un taux de 5 %. Les auteurs de l'étude comparent la politique de distribution des dividendes avant et après la réforme, avec des données de versement de dividendes à haute fréquence. Ils comparent également les entreprises possédées par des actionnaires affectés directement par la réforme aux entreprises qui ont un actionnariat non affecté par la réforme (par exemple, des actionnaires institutionnels, des organisations à but non lucratifs). Les résultats de l'étude indiquent que la baisse de la fiscalité des dividendes a entraîné une hausse de 20 % du versement de dividendes, cet effet venant à la fois de la proportion

d'entreprises cotées versant des dividendes, et d'une hausse du dividende pour les entreprises versant régulièrement un dividende. L'élasticité estimée par les auteurs du paiement de dividendes réguliers au taux marginal d'imposition est de -0.5. Les auteurs documentent par ailleurs une forte hétérogénéité dans la réponse des entreprises à la réforme. L'effet est particulièrement fort pour les entreprises dont les dirigeants sont directement affectés par la baisse de fiscalité (par exemple avec un PDG possédant une part importante des actions, ou au contraire peu de stock-options à réaliser). Enfin les auteurs excluent un effet de substitution entre versement de dividendes et rachats d'action, ces derniers ayant continué de progresser après la réforme.

Cette étude conduit à renforcer l'importance de la théorie de l'agent-principal pour la détermination de la politique de distribution des dividendes. Si la réaction positive des distributions de dividendes à la baisse de la fiscalité est cohérente avec la vision traditionnelle (*old view*), la rapidité de la réaction l'est beaucoup moins. En effet, dans la vision traditionnelle la baisse de la fiscalité entraîne une hausse de l'investissement et donc des profits à long terme qui permettent *in fine* d'augmenter le versement de dividendes. La réaction immédiate à la réforme de 2003 suggère au contraire des choix des dirigeants directement affectés par la modification de la fiscalité.

Yagan (2015). L'article de Danny Yagan publié en 2015 dans l'*American Economic Review* est l'article le plus complet sur l'impact économique réel de la baisse de la taxation des dividendes en 2003 aux États-Unis. L'auteur utilise des données administratives exhaustives d'origine fiscale sur l'ensemble des sociétés américaines (données de l'impôt sur les sociétés) de 1996 à 2008. Il exploite la différence de traitement de la réforme entre les sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés (*C-corporations*) dont les actionnaires directement touchés par la baisse de la fiscalité sur les dividendes et les sociétés dont les bénéfices sont imposés à l'impôt sur le re-

venu pour chacun des actionnaires individuels (*S-corporations*). L'hypothèse identifiante de l'article est que ces deux groupes d'entreprises ont connu une évolution (avant réforme) similaire de leurs comportements d'investissement.

Le résultat majeur de l'article de Yagan (2015) est une estimation d'un impact nul de la baisse de la fiscalité des dividendes sur l'investissement des entreprises. L'estimation est par ailleurs très précise : l'élasticité de l'investissement au taux marginal supérieur de l'imposition des dividendes est de 0.00 avec un intervalle de confiance de 95 % entre -0,08 et 0,08. L'auteur teste des différences selon la taille de l'entreprise et ne trouve aucune différence, l'effet nul sur l'investissement étant avéré pour toutes les entreprises.

Les implications de ce travail sont profondes pour l'analyse de l'impact de la fiscalité sur les dividendes. L'analyse économique traditionnelle suggérait qu'une baisse de la fiscalité des dividendes devrait réduire le coût d'usage du capital et donc stimuler l'investissement (Harberger, 1962; Hall and Jorgenson, 1967; Poterba and Summers, 1985). L'estimation d'une élasticité de l'investissement aux dividendes nets de 0.00 est en effet à comparer aux estimations traditionnelles de l'élasticité de l'investissement au coût d'usage du capital de l'ordre de 0,2 à 0,4 (Hassett and Hubbard, 2002), soit des estimations de l'ordre de 2,5 fois la borne supérieure estimée par Yagan (2015). Les résultats de cette étude à partir de la réforme de 2003 conduisent plutôt à privilégier la nouvelle vision de la politique de distribution des dividendes (*new view*), c'est-à-dire que les entreprises américaines auraient plus tendance à financer leurs investissements par de l'auto-financement (à partir des profits non distribués).

Une autre explication avancée serait que les résultats de la réforme 2003 ne seraient pas généralisables car obtenus avec une réforme qui était mise en place de façon temporaire (la législation américaine prévoyait une date d'expiration en 2009, si le Congrès ne votait pas sa reconduction).

Boissel et Matray (2019). Le récent document de travail de Charles Boissel et Adrien Matray analyse la réforme française concernant les prélèvements sociaux sur les dividendes des SARL à actionnaire majoritaire. Cette réforme est intervenue en 2013, la même année que la mise au barème. L'imposition des dividendes en France est composée de deux éléments. Tout d'abord, une contribution sociale versée sur les dividendes s'applique au montant des dividendes versés par l'entreprise. Les dividendes intègrent le revenu de l'actionnaire et sont imposés en conséquence au niveau du ménage. En 2012, l'année précédant la réforme, le taux des cotisations sociales était de 15,5 %. Ce taux introduit un écart de traitement entre revenu du capital et le revenu du travail avant 2013. En effet, les cotisations sociales sur les revenus du travail perçus par les entrepreneurs sont fixées à un taux d'environ 46 %. L'actionnaire majoritaire d'une SARL bénéficie d'une grande liberté dans la répartition de sa paie entre revenus du travail et dividendes, puisqu'il n'est pas salarié et n'a donc pas à se verser de rémunération pour son travail. Avant 2013, il existe une forte incitation pour un propriétaire-gérant de SARL à se rémunérer principalement en dividendes. En 2013, il est mis fin à cette possibilité d'arbitrage fiscal et l'ensemble des dividendes versés à l'actionnaire majoritaire est soumis aux mêmes cotisations sociales à environ 46 %, soit un triplement du taux appliqué aux dividendes [5]. Boissel and Matray (2019) appliquent une stratégie proche de celle de Yagan (2015). Ils comparent l'évolution des SARL à actionnaire majoritaire en matière de versement de dividendes et d'investissement par rapport à des entreprises dont le statut juridique est différent (SAS, autre SARL, etc.) avant et après la réforme de 2012. Les effets de la mise au barème sont « neutralisés » sous l'hypothèse qu'ils affectent les entreprises du groupe de traitement et contrôle dans la même mesure.

5. Cette cotisation plus élevée ne s'appliquait que pour les versements de dividendes qui excèdent 10 % du capital propre par le gérant et sa famille. En dessous de ce seuil, la cotisation sociale demeure à 15,5 %.

Boissel and Matray (2019) trouvent des résultats proches de ceux de Chetty and Saez (2005) et Yagan (2015) dans le cas américain : une forte élasticité des dividendes à leur taux marginal – avec une élasticité de -0,6 –, et une absence de réaction de l'investissement [6]. Compte tenu du type de firme étudié – SARL avec propriétaire-gérant –, la théorie de l'agence proposée par Chetty et Saez semble peu à même d'expliquer ces résultats : les entreprises étudiées sont équivalentes à ce que Jensen and Meckling (1976) appellent des entreprises propriétaires-gestionnaires (*owner-manager firms*) dans lesquelles il n'y a peu ou pas de séparation entre propriété et contrôle – source des coûts d'agence.

1.2.2 La taxation des revenus du capital sur les comportements des ménages

Dans la littérature classique sur la théorie de la taxation du capital (Atkinson and Stiglitz, 1976; Judd, 1985; Chamley, 1986), le résultat majeur est la taxation optimale à zéro des revenus du capital. Dans ces modèles – qui ont fait l'objet d'une abondante discussion depuis, non reprise ici – les entreprises sont absentes, l'accumulation du capital ne peut se faire uniquement que par l'épargne des ménages et l'investissement est directement déterminé par le montant d'épargne. D'une façon simpliste, dans un tel monde toute réaction du niveau d'épargne à la fiscalité des revenus du capital entraîne une réduction de l'investissement et de la croissance qui rend totalement inefficace la taxation des revenus du capital.

Au-delà de la critique des hypothèses très fortes sur lesquelles reposent ces modèles, les travaux empiriques récents ont plutôt cherché à quantifier la modification des comportements d'épargne ou de déclaration des revenus du capital suite à des variations de la fiscalité. On distingue deux grandes veines de la littérature : l'une visant à mesurer les variations du revenu imposable déclaré (en anglais, *elas-*

6. Ce résultat correspond au document de travail d'avril 2019 ; dans la version de juillet 2019, le résumé indique un effet positif sur l'investissement et l'emploi.

ticity of taxable income, ETI), l'autre visant à mesurer précisément des réactions de comportements d'épargne dans le cadre de la fiscalité préférentielle pour l'épargne retraite. Nous détaillons ici un résumé rapide de la littérature existante avant de nous concentrer sur les quelques travaux récents les plus convaincants en termes de robustesse de leurs résultats.

Les travaux sur l'élasticité du revenu imposable. Les travaux pionniers de Martin Feldstein (Feldstein, 1995, 1999) ont mis en avant qu'au lieu de mesurer la variation des heures travaillées à des modifications de la fiscalité, comme dans l'analyse classique de l'offre de travail, il était possible de mesurer le revenu imposable, mesure qui pourrait prendre en compte toutes les réactions comportementales (évasion, optimisation, migration, etc.). Plusieurs travaux ont exploité les données fiscales américaines pour mesurer l'effet de réformes sur le revenu imposable. La première de ces études (Feldstein, 1995) a exploité la réforme aux États-Unis du Tax Reform Act (TRA) de 1985 qui a consisté en une forte baisse des taux marginaux supérieurs de l'impôt fédéral sur le revenu. Cette réforme a entraîné une forte hausse des revenus déclarés par les ménages les plus hauts revenus, interprétée à l'origine par M. Feldstein comme la preuve de fortes réactions comportementales, justifiant des baisses d'imposition. Les travaux subséquents (Goolsbee, 2000; Giertz, 2010) ont montré que les estimations initiales étaient largement surestimées, et que, par ailleurs, les autres réformes fiscales américaines ont donné lieu à des effets nettement plus faibles.

Les études qui ont suivi ont ainsi insisté sur le fait qu'une partie importante des réponses comportementales observées dans la réforme du TRA 1985 a été des comportements d'optimisation entre les formes légales d'entreprises. On observe ainsi une hausse considérable des revenus imposables passant par des *S-corporations*, qui explique en grande partie la hausse des revenus déclarés à l'impôt sur le revenu américain suite à la réforme. Dans une revue de l'ensemble de la littéra-

ture sur l'élasticité du revenu imposable, Saez et al. (2012) concluent que si la mesure des réponses comportementales avec le revenu imposable permet de mieux prendre en compte différentes formes de réactions à la fiscalité, ces réponses sont aussi endogènes aux possibilités ouvertes par le système fiscal d'optimisation et d'évasion : plus un système fiscal offre de possibilités d'optimisation (en convertissant certains revenus imposables en des revenus plus faiblement imposés), plus les mesures d'élasticité seront fortes.

Kleven et Schultz (2014). L'article de Henrik Kleven et Esben Schultz publié en 2014 dans la revue *American Economic Journal : Economic Policy* exploite des réformes fiscales au Danemark et profite de la très grande qualité des données administratives danoises – données exhaustives de la population danoises depuis les années 1980 – pour présenter des résultats très robustes en termes d'élasticité du revenu imposable. Ils exploitent également des réformes ayant touché uniquement la fiscalité des revenus du travail et d'autres ayant touché uniquement la fiscalité des revenus du capital. Leurs résultats mettent en évidence des réponses comportementales significatives, avec des élasticités moyennes de l'ordre de 0,2 à 0,3. Ces niveaux d'élasticité sont considérés comme faibles (mais supérieurs à zéro), notamment par rapport à des revues de littérature qui donnaient des ordres de grandeur autour de 0,5. Ces élasticités moyennes cachent néanmoins de fortes hétérogénéités, avec des estimations sensiblement plus fortes pour les non-salariés (de l'ordre de 0,10) et nettement plus faibles pour les revenus salariaux (de l'ordre de 0,05). Pour les revenus du capital les estimations sont aussi nettement plus fortes que pour les revenus du travail, avec des élasticités de 0,10 pour les revenus du capital contre 0,3 pour les revenus du travail. De façon intéressante, les auteurs parviennent à tester des élasticités croisées, c'est-à-dire l'impact sur les revenus du travail d'une hausse de la fiscalité sur le capital (et inversement) et ils obtiennent des élasticités croisées positives qu'ils interprètent comme une preuve

de phénomènes de substitution de revenus (*income shifting*).

La fiscalité préférentielle pour l'épargne retraite. Une littérature relativement importante sur l'impact de la fiscalité sur l'épargne retraite a donné les éléments les plus précis sur la réaction des ménages à des variations de fiscalité des revenus du capital (Bernheim, 2002). En effet, de nombreux dispositifs fiscaux préférentiels sur les revenus du capital ont été mis en place dans les années 1990 aux États-Unis et dans de nombreux pays dans le cadre de politiques d'incitation à l'épargne retraite. Dans le cas américain, on peut ainsi citer les comptes 401(k), ou les *Individual Retirement Accounts* (IRA), qui représentent des dispositifs similaires aux PERCO et PERP dans le cas français. Les travaux des années 1990 ont cherché à exploiter les barèmes de ces dispositifs (plafond, condition d'éligibilité, etc.) pour estimer l'impact de la réduction fiscale sur le montant d'épargne. Ces études s'accordent généralement sur le fait que l'incitation fiscale entraîne une hausse de l'épargne dans les dispositifs préférentiels, mais aucun consensus n'a été obtenu sur le fait de savoir si ces dispositifs ont conduit à des montants d'épargne nets supplémentaires ou ont simplement déplacé l'épargne de dispositifs fiscalisés vers ces comptes défiscalisés. Deux revues de littérature de ces travaux ont ainsi été publiées dans la revue *Journal of Economic Perspectives* qui tirent des conclusions pour le moins contrastées. Ainsi, Poterba et al. (1996) considèrent que les études pointent plutôt vers une hausse totale de l'épargne avec des effets de substitution limités. A l'inverse Engen et al. (1996) mettent en avant des effets de substitution importants, et au final peu ou pas d'augmentation nette de l'épargne des ménages.

Chetty, Friedman, Leth-Petersen, Nielsen et Olsen (2014). L'article de Raj Chetty, John Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Nielsen et Tore Olsen publié en Chetty et al. (2014) dans la revue *The Quarterly Journal of Economics* exploite des données administratives danoises d'une qualité jusqu'alors inégalée : les auteurs ont eu ac-

cès aux comptes d'épargne de l'ensemble de la population danoise de 1995 à 2009, soit plus de 41 millions d'observations. Les données sont complètes non seulement sur les comptes d'épargne retraite mais aussi sur les autres dispositifs d'épargne, permettant de mesurer des effets précis sur l'accumulation patrimoniale des Danois suite à des variations fiscales. Les auteurs exploitent plusieurs réformes ou dispositifs mis en place pendant cette période au Danemark : des incitations à l'épargne retraite avec des taux réduits de taxation des revenus du capital et des mesures d'épargne par défaut mis en place par les employeurs. La réaction comportementale à l'épargne par défaut est très faible, et conduit donc à une augmentation très importante des taux d'épargne retraite par ce mécanisme, avec un coût fiscal très faible. A l'inverse, une modification de la fiscalité des revenus du capital – une réforme en 1999 conduit à une baisse de la subvention à l'épargne retraite de 14 points de pourcentage – conduit à une forte réaction de baisse de l'épargne de ce dispositif, mais qui est entièrement reporté sur d'autres dispositifs d'épargne. L'estimation des auteurs, très précise, est que pour chaque couronne danoise de réduction de la fiscalité sur l'épargne retraite, l'augmentation de l'épargne totale est de un centime, un effet particulièrement limité.

Cette étude a eu des répercussions très importante dans l'ensemble des pays qui reposent beaucoup sur les incitations fiscales à l'épargne, en suggérant que ces incitations étaient très coûteuses pour les finances publiques pour des résultats très limités. A l'inverse, les mécanismes d'enregistrement par défaut dans des dispositifs d'épargne ont des effets très importants, avec un coût fiscal faible.

Synthèse de la revue de littérature

Il est difficile de proposer une synthèse complète qui rendrait compte de l'ensemble des expériences et des études qui ont été évoquées, mais il est possible de mettre en évidence trois résultats principaux de la littérature récente :

1. Les données administratives récentes ont apporté des éléments nouveaux dans notre compréhension des effets de la taxation des revenus du capital, qui, à plusieurs égards, ont bousculé des connaissances qui semblaient acquises.
2. La réaction des entreprises à la fiscalité des profits distribués semble relativement forte, en particulier parmi les entreprises directement contrôlées par des actionnaires touchés par ces modifications de fiscalité. Mais les explications traditionnelles de la réaction de l'accumulation du capital à la fiscalité ne semblent pas confortées par les études récentes. Ainsi, contrairement à ce qui était impliqué par les modèles classiques, l'investissement ne semble pas réagir aux variations de politique de distribution des profits.
3. La réaction des ménages à la taxation des revenus du capital est dominée par des réactions passives, au mieux visant à l'optimisation des différents dispositifs d'épargne, mais avec peu d'effets sur les comportements totaux d'épargne.

Chapitre 2

Expérience internationale sur les réformes de la taxation des revenus du capital

Les principales expériences internationales se rapprochant de la mise en place du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) se trouvent dans les pays nordiques qui ont mis en place dans les années 1990 des systèmes dit d'impôt sur le revenu dual (*dual income tax*), distinguant le traitement fiscal des revenus du travail (soumis au barème progressif) et celui des revenus du capital (soumis à un taux d'imposition constant).

La première réforme conduisant à proposer un taux plus faible pour les revenus du capital a eu lieu au Danemark en 1987, suivi de la réforme suédoise de 1991, d'une réforme similaire en Norvège en 1992, en Finlande en 1993 et une nouvelle réforme en 1994 au Danemark (Sørensen, 1994, 2005). Ces réformes ont fait l'objet de plusieurs études qui ont documenté les impacts sur les politiques de distribution des bénéfices des entreprises, sur les comportements d'optimisation entre différents revenus, ainsi que les effets économiques réels sur l'investissement et l'emploi. Plus récemment, les États-Unis ont également mis en place une im-

portante réforme de la fiscalité des dividendes en 2003 qui a conduit à plusieurs travaux d'évaluation.

Dans ce chapitre, nous commençons par présenter une analyse comparée des évolutions de la fiscalité et des dividendes reçus par les ménages à partir des sources agrégées de la comptabilité nationale pour les pays de l'OCDE. Nous étudions ensuite le cas de trois pays, la Suède, la Finlande et les États-Unis, pour lesquels il est possible de dresser un bilan complet de l'impact de ces réformes.

2.1 Fiscalité et dividendes : analyse comparée pour les pays de l'OCDE

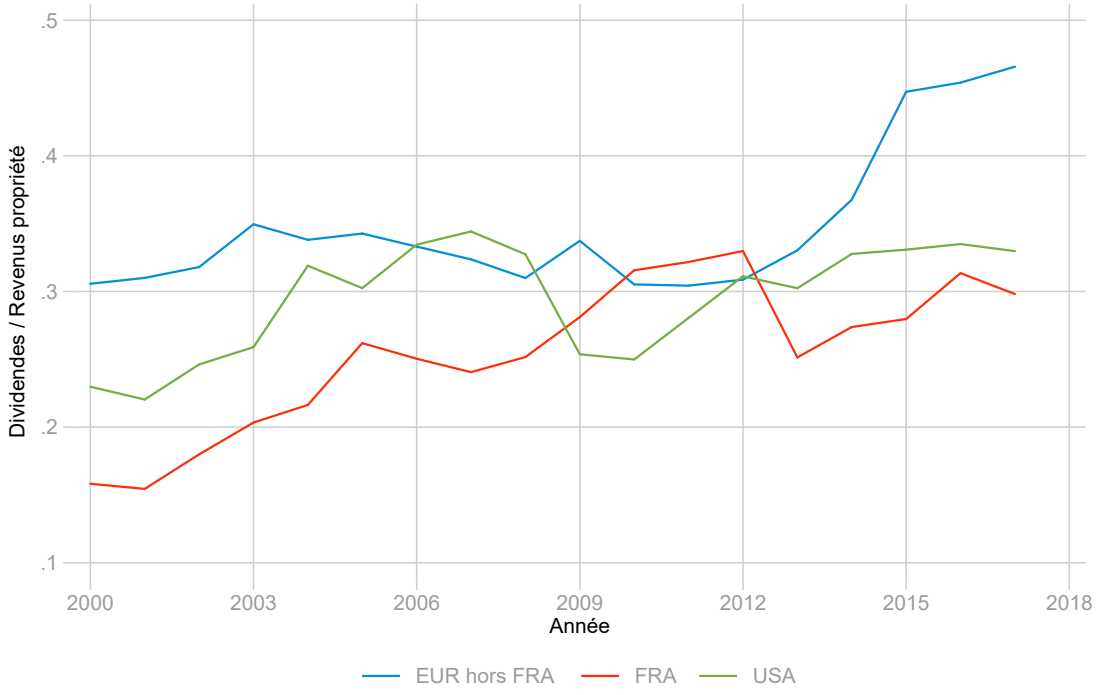
La comptabilité nationale permet de dresser une première analyse de l'évolution des flux de dividendes depuis le début des années 2000. Cette partie retrace cette évolution sur les principaux pays européens et les États-Unis à partir des données des comptes nationaux sur les transactions du secteur non-financier [1].

L'analyse se penche sur les dividendes reçus par les ménages à partir de ces comptes nationaux (en particulier le compte D.421 contenant les dividendes), qu'elle croise ensuite avec les taux de taxation dans les pays concernés sur la même période, obtenus à partir des données de l'OCDE [2]. Pour des questions de lisibilité, la plupart des analyses descriptives sont réalisées soit en distinguant la France, les États-Unis, et une moyenne de pays européens [3], soit sur un sous-échantillon des pays les plus importants économiquement et produisant des statistiques les rendant comparables avec la France.

1. La source pour l'ensemble des pays européens est Eurostat, en particulier le compte sur les transactions non-financières à destination des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages, code de compte `nasa_10_nf_tr`, et pour les États-Unis les comptes correspondants dans le site de la *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
2. Base de données fiscales de l'OCDE, tableau II.4, disponible sur `stats.oecd.org`
3. Cette moyenne est calculée de manière non-pondérée sur les données de l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, la Lettonie, la Norvège, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Slovaquie, la Suisse, la Suède et la Tchéquie.

Évolution des flux de dividendes. Un premier point consiste à qualifier l'évolution de la place des dividendes au sein des revenus du capital sur la période.

GRAPHIQUE 2.1 – Évolution de la part des dividendes dans les revenus du capital



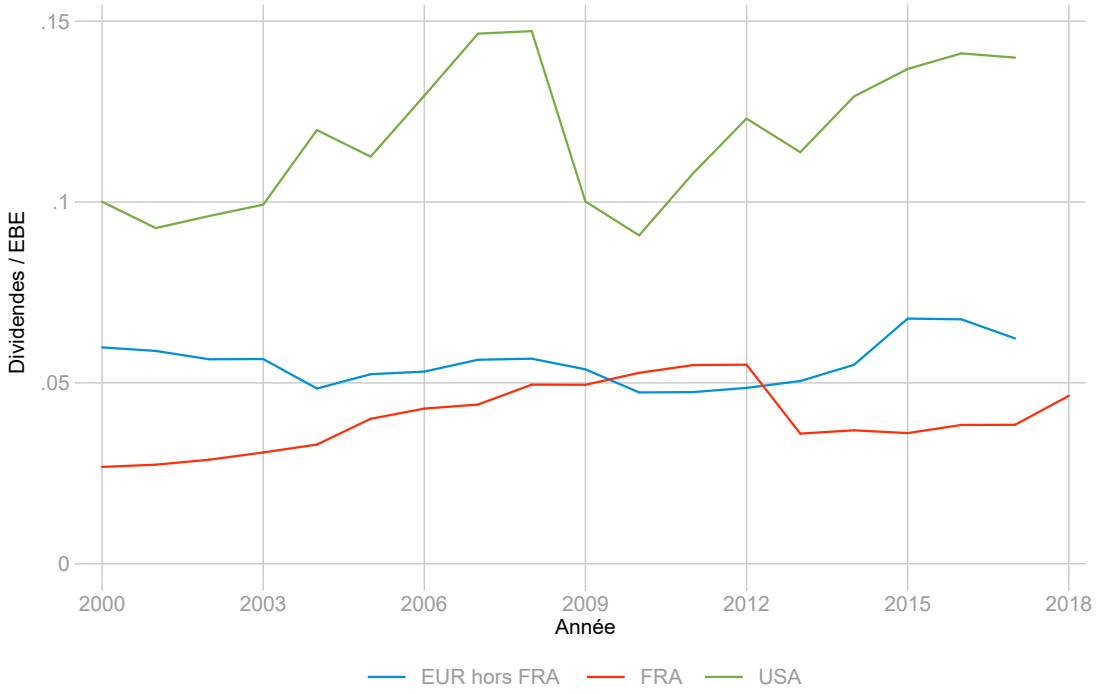
NOTES : 'EUR hors FRA' = moyenne sur les données d'Autriche, Belgique, Tchéquie, Danemark, Finlande, Grèce, Irlande, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni.
SOURCES : Eurostat, comptes nationaux (comptes D421/D4) ; Federal Reserve Bank of St. Louis (comptes "Personal dividend income"/"Personal income receipts on assets").

Le graphique 2.1 montre l'évolution de la part des dividendes dans les revenus du capital des ménages pour la période 2000-2017, en séparant la France de la moyenne d'un ensemble de pays Européens [4] et des États-Unis. Ces tendances montrent une augmentation de cette part pour chaque ensemble géographique sur la période, qui passe en France d'environ 15 % en 2000 à 30 % en 2017, et en moyenne en Europe de 30 % à plus de 45 %.

Le graphique 2.2 montre l'évolution du ratio des dividendes sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entreprises du même ensemble de pays chaque année,

4. Autriche, Belgique, Tchéquie, Danemark, Finlande, Grèce, Irlande, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni.

GRAPHIQUE 2.2 – Évolution des dividendes par unité d'excédent brut d'exploitation



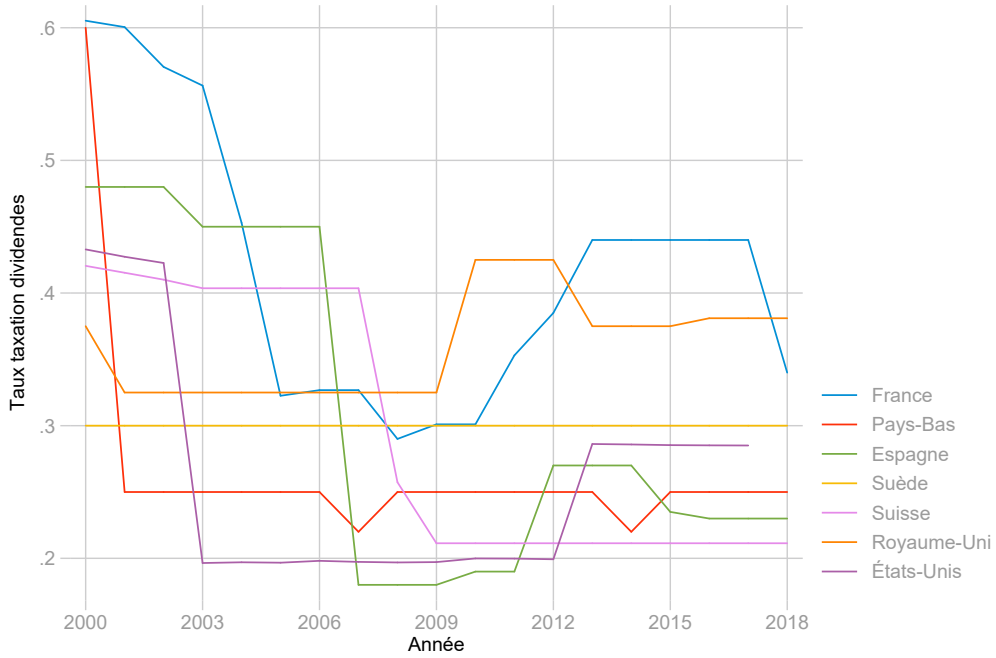
NOTES : Séries établies à partir des données des comptes nationaux eurostat (comptes D421/D4) et de la St Louis Fed (comptes "Personal dividend income"/"Personal income receipts on assets"). 'EUR hors FRA' = moyenne sur les données d'Autriche, Belgique, Tchéquie, Danemark, Finlande, Grèce, Irlande, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni.

donnant ainsi une image de la part des dividendes dans le montant qui pourrait être versé sous cette forme. Ce graphique montre à la fois une différence en niveau entre Europe et États-Unis dans la part de l'EBE versé sous forme de dividendes, puisque cette part est près de deux fois plus élevée aux États-Unis. Il témoigne également d'une forte volatilité des versements de dividendes ramenés à l'EBE (donc corrigeant largement les effets du cycle économique), avec des variations du ratio jusqu'à 40 % d'une année sur l'autre.

Évolution des taux effectifs d'imposition des dividendes. Ces évolutions semblent également corréler fortement avec les variations de taux d'imposition des dividendes. Le graphique 2.3 montre ainsi l'évolution des taux effectifs de taxation

des dividendes reçus tels qu'établis par la base de l'OCDE. Ce graphique montre, malgré une dispersion importante, une baisse tendancielle du taux de taxation des dividendes sur la période, ainsi qu'un certain resserrement des taux d'imposition.

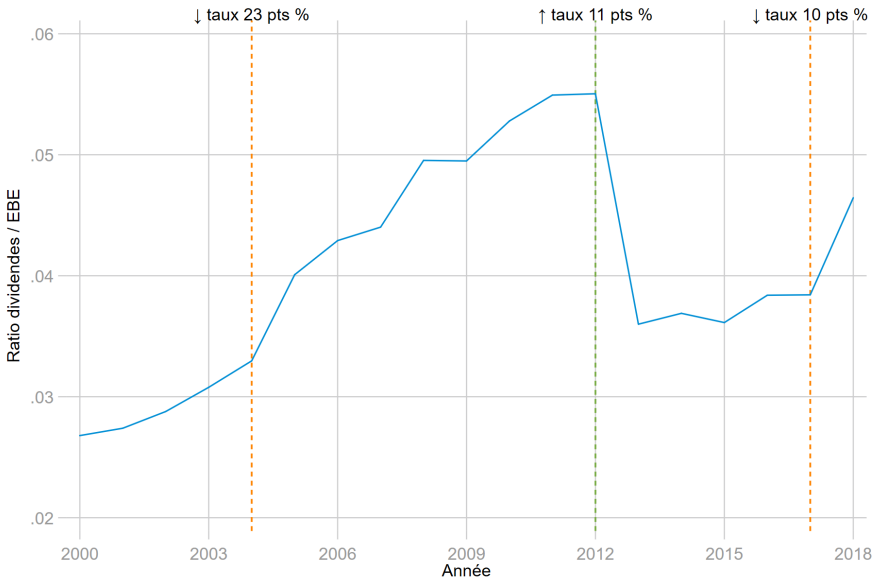
GRAPHIQUE 2.3 – Évolution des taux effectifs de taxation des dividendes



NOTES : Séries établies à partir de la tax database d'oecd.stats.

Les graphiques 2.4 et 2.5 montrent la corrélation de ces taux avec les flux de dividendes respectivement à partir de l'exemple français et de trois pays ayant subi des variations importantes de taux de taxation des dividendes reçus : le Royaume-Uni, les États-Unis, et l'Espagne. Les principales variations de taux sont marquées par une ligne en pointillés oranges dans le cas de baisses de taux, et en pointillés verts dans les cas de hausses. La France, présentée dans le graphique 2.4, semble témoigner d'une forte réactivité aux variations de taux d'imposition des dividendes, puisqu'une forte hausse du ratio de dividendes sur l'EBE succède à l'importante baisse de taux décidée en 2004, tandis qu'une forte baisse suit le passage des dividendes au barème de l'IR en 2012. On observe par ailleurs une hausse importante des dividendes versés en 2018, concomitamment à l'introduction du

GRAPHIQUE 2.4 – Évolution des dividendes versés en France et réformes fiscales majeures (2000-2018)



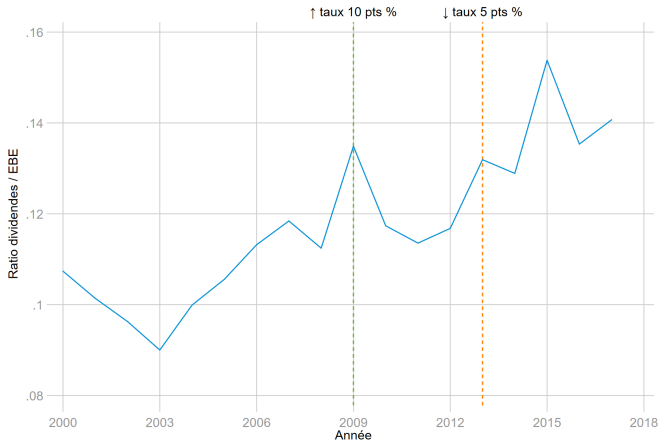
NOTES : Séries établies à partir des données des comptes nationaux eurostat (compte D421), de la St Louis Fed (compte "Personal dividend income"), et des taux de taxation des dividendes reçus fournis par oecd.stats.

prélèvement forfaitaire unique. De manière analogue, le Royaume-Uni (Fig. 2.5.a) voit ainsi les dividendes versés par unité d'EBE baisser d'environ un quart de leur montant l'année suivant une hausse de leur taux d'imposition de 10 points, et une importante remontée correspondant à un allégement de 5 points du taux. De manière similaire, les États-Unis (Fig. 2.5.b) voient le niveau des dividendes versés rapportés à l'EBE bondir de 10 à 14 % dans les années consécutives au *Job Growth and Taxpayer Relief Reconciliation Act* de 2003 baissant le taux s'appliquant aux dividendes de 22 points de pourcentage. L'Espagne (Fig. 2.5.c) ne montre en revanche qu'un accroissement assez modéré des dividendes suite à l'abaissement massif du taux en 2004, et aucune baisse consécutive à la hausse du taux en 2012.

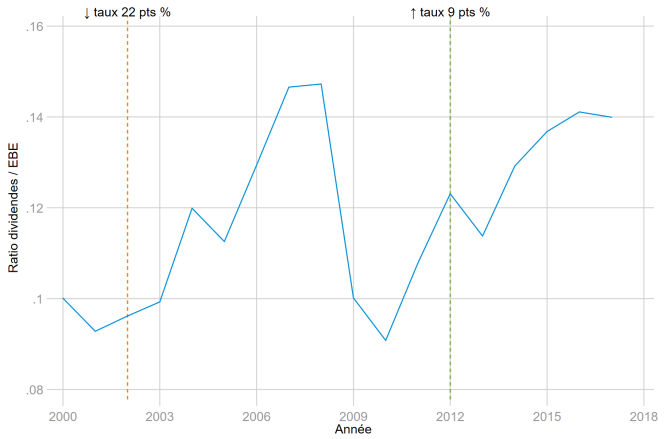
Au-delà des exemples présentés dans le graphique 2.5, il est possible de présenter des corrélations entre le niveau de taxation des revenus des ménages tirés des dividendes et le montant de ces dividendes. On peut ainsi poser deux questions : les dividendes sont-ils plus élevés lorsque leur taxation est plus faible et

GRAPHIQUE 2.5 – Illustrations de l'évolution des dividendes par unité d'EBE et réformes fiscales majeures s'appliquant aux dividendes

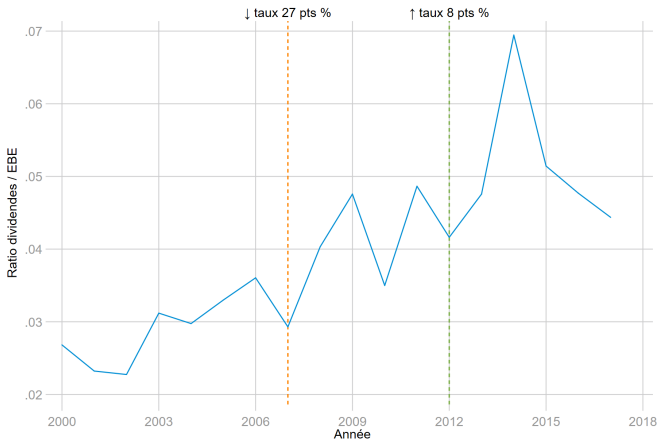
(a) Royaume-Uni



(b) États-Unis



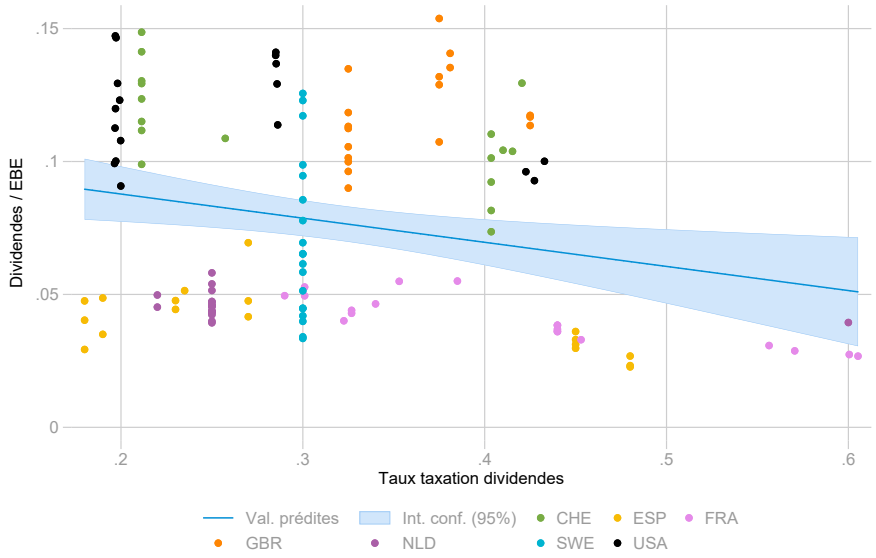
(c) Espagne



SOURCES : Séries établies à partir des données des comptes nationaux Eurostat (compte D421), de la St Louis Fed (compte "Personal dividend income"), et des taux de taxation des dividendes reçus fournis par `oecd.stats`.

réciproquement (analyse en niveau), et les dividendes augmentent-ils lorsque leur taxation baisse et réciproquement (analyse en première différence) ? Les résultats suivants incluent donc la liste complète de pays sur lesquels nous disposons de données de comptabilité nationale et de taux de taxation effectif sur les dividendes.

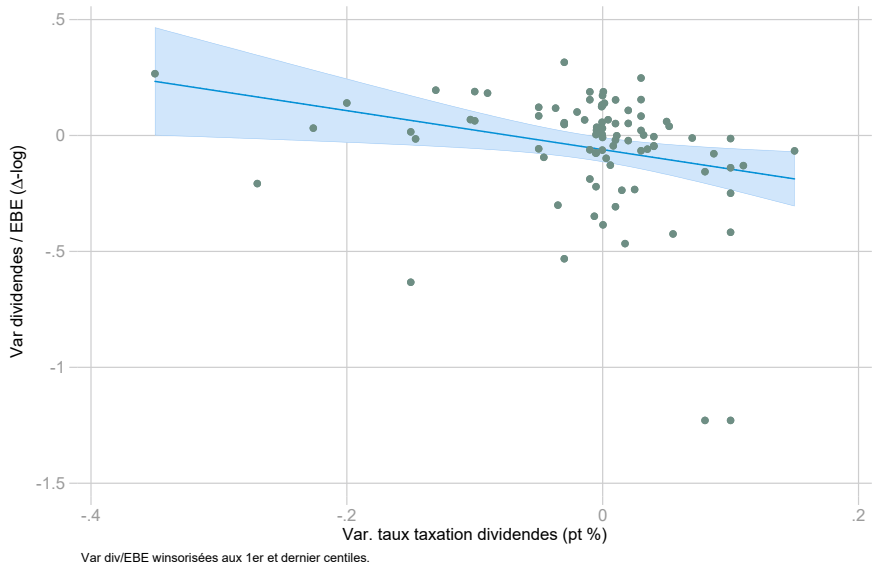
GRAPHIQUE 2.6 – Dividendes reçus et taux de taxation effectif



NOTES : Séries établies à partir des données des comptes nationaux eurostat (compte D421) et de la St Louis Fed (compte "Personal dividend income"), et des taux de taxation des dividendes reçus fournis par oecd.stats.

Le graphique 2.6 montre ainsi une analyse en niveau, c'est-à-dire un nuage de points correspondant chacun à une observation d'un pays pour une année, placés en ordonnée selon la valeur du ratio de dividendes / EBE, et en abscisses selon le taux de taxation effectif des dividendes reçus en vigueur dans le pays cette année là. La ligne bleue montre qu'il existe une forte corrélation négative entre montant des dividendes reçus et leur taux de taxation effectif. On observe néanmoins des lignes de points verticales d'une couleur donnée, montrant qu'il existe une dispersion importante des montants de dividendes versés au sein d'un pays malgré un taux de taxation des dividendes inchangé, et que les variations de ce taux ne peuvent donc pas expliquer toute la variance observée dans les montants de dividendes versés.

GRAPHIQUE 2.7 – Variation (△-log) des dividendes reçus et variation (pt %) de leur taux de taxation effectif



NOTES : Séries établies à partir des données des comptes nationaux eurostat (compte D421) et de la St Louis Fed (compte "Personal dividend income"), et des taux de taxation des dividendes reçus fournis par oecd.stats. Les variations de ratio dividendes / EBE sont winsorisées au premier et dernier centiles.

Le graphique 2.7 montre lui un graphique en première-différence, c'est-à-dire une confrontation des variations de dividendes versés d'une année à la suivante (interprétables comme des variations en pourcentage) aux variations de taux de taxation des dividendes entre les deux mêmes années, en se restreignant aux années où la variation est non-nulle. Il montre à nouveau une corrélation négative entre variation des dividendes reçus et variation des taux de taxation associés : en moyenne, les dividendes baissent l'année d'une augmentation de taux et réciproquement. L'aire bleue montre l'intervalle de confiance autour de cette corrélation, et montre que cette relation négative est statistiquement significative.

Le tableau 2.1 présente des éléments similaires à ceux du graphique 2.7, en introduisant néanmoins des variables de contrôle. Il montre que la relation entre dividendes versés et taxation associée supporte l'introduction d'effets fixes « pays » qui contrôlent pour des différences systématiques d'un pays à l'autre dans cette

relation, malgré une variance élevée dans la magnitude de l'effet qui le rend peu précisément estimé.

TABLEAU 2.1 – Régressions linéaires des variations de ratio dividendes/EBE sur les variations de taux de taxation associés

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Variation du log de dividendes (Δ-log)			
Var. taux taxation dividendes (en points de pourcentage)	-0,80*	-0,78*	-0,84*	-0,81*
	(0,41)	(0,41)	(0,43)	(0,44)
Var. EBE (Δ-log)		-0,97		-0,97
		(0,60)		(0,62)
Var. VA brute (Δ-log)		2,21***		2,34***
		(0,54)		(0,60)
VCE	Cluster au niveau pays			
Effets fixes pays	Non	Non	Oui	Oui
Nombre d'observations	374	374	374	374
R-carré	0,00560	0,0518	0,00594	0,0576
Nombre de pays			22	22

NOTES : Régressions réalisées à partir des données des comptes nationaux Eurostat (compte D421) et de la St Louis Fed (compte "Personal dividend income"), et des taux de taxation des dividendes reçus fournis par `oecd.stats`. Les variations de ratio dividendes / EBE sont winsorisées au premier et dernier centiles.

2.2 Le cas de la Suède

La Suède a mis en place en 1991 une réforme instaurant une taxation duale des revenus, distinguant l'imposition des revenus du capital et celle des revenus du travail. Avant 1991, l'ensemble des revenus étaient soumis à un barème progressif. La réforme de 1991 met en place un système où les revenus du travail restent soumis à des taux progressifs, tandis que les revenus du capital sont taxés à un taux forfaitaire.

La réforme suédoise de 1991, souvent qualifiée de « réforme fiscale du siècle », ne se réduit pas à la mise en place d'un système dual de taxation. Avant 1991, le système fiscal suédois était caractérisé par des taux marginaux de taxation statutaires relativement élevés, mais des taux marginaux effectifs très différents entre catégories de revenus du fait d'un nombre important d'avantages fiscaux. Résultait de ce système de nombreuses possibilités d'optimisation fiscale, au point que la fiscalité suédoise, malgré la progressivité de ses taux, était accusée dans le débat public de ne pas jouer son rôle de redistribution (Myrdal, 1978). Ainsi, l'idée principale de la réforme était de mettre en place un système à taux plus faibles mais appliqué à des assiettes fiscales plus larges. En plus du gain d'efficacité que cette réforme devait permettre d'atteindre, le pari des pouvoirs publics était également de limiter les pertes de recettes publiques dues aux baisses de taux marginaux, du fait de la suppression de nombreuses exemptions (Agell et al., 1996).

2.2.1 La réforme structurelle de 1991.

Avant 1991, les revenus des ménages étaient taxés via un impôt fédéral et un impôt local, avec un barème global progressif dont le taux marginal supérieur atteignait 87 %. Après 1991, les revenus du travail sont toujours soumis à un barème progressif, avec un taux marginal supérieur de 50 %, tandis que l'ensemble des revenus du capital deviennent soumis à un taux forfaitaire de 30 %. De manière

générale, les taux marginaux de l'ensemble des revenus voient leur niveau baisser de manière inédite dans l'histoire de la fiscalité suédoise (Johansson et al., 2015; Du Rietz et al., 2015).

Concernant les revenus du capital, un dispositif supplémentaire est mis en place, afin d'éviter les comportements d'optimisation par déplacement des revenus du travail vers les revenus du capital (*income shifting*). Les dividendes versés par les entreprises à « capital fermé » (50 % du capital détenu par moins de cinq personnes dont une personne est active dans l'entreprise) ne sont soumis au taux forfaitaire que jusqu'à un certain seuil. Les dividendes au-delà de ce seuil sont soumis au même barème que les revenus du travail.

Ces baisses de taux marginaux s'accompagnent de la suppression de nombreuses exemptions fiscales :

- fin des comptes de placement exonérés d'impôts ou bénéficiant de taux d'imposition préférentiels ;
- baisse des déductions de frais d'intérêts d'emprunt ;
- mise en place d'une imposition à l'échelle d'un foyer fiscal défini au niveau de la famille, afin d'éviter le transfert de certains revenus à un membre du foyer soumis à des taux marginaux plus faibles ;
- soumission des plus-values au même taux de 30 %, le taux étant modulé avant 1991 en fonction de la durée de détention de l'actif ;
- élargissement de la base fiscale de la TVA : soumission au taux plein de TVA de la quasi-totalité des biens et services étant préalablement exemptés de TVA ou soumis à taux réduit. L'exemple le plus important est l'inclusion dans la base de la TVA de l'ensemble des dépenses d'entretien et de rénovation des logements, ce qui tire à la hausse la fiscalité globale sur les revenus fonciers ;
- suppression de nombreuses dépenses pouvant préalablement être déduites

du revenu imposable.

Suite à la réforme structurelle de 1991, plusieurs réformes paramétriques ont été mises en place en Suède. La principale de ces réformes concernant les revenus du capital est celle de 2006. Cette réforme baisse de 10 points (de 30 % à 20 %) le taux de taxation pour les entreprises non cotées à « capital fermé » et de 5 points pour les autres entreprises non cotées. Cette réforme augmente également le seuil de dividendes à partir duquel la taxation forfaitaire sur revenus du capital ne s'applique plus. La taxation sur les plus-values connaît également des changements de taux forfaitaire. Le taux appliqué à l'ensemble des plus-values passe de 30 % à 25 % en 1992, puis à 12,5 % en 1994 pour revenir à 30 % à partir de 1995.

2.2.2 Évaluation de la réforme de 1991

La réforme de 1991 s'est trouvée concomitante avec la crise économique la plus importante en Suède depuis les années 1930. Entre 1991 et 1993, le PIB suédois a ainsi diminué de 5 %. Dans un tel contexte, il est difficile d'estimer quel a été l'effet de cette réforme fiscale de grande ampleur sur les recettes fiscales et la distribution des revenus. Ainsi, les évaluations existantes sont essentiellement des évaluations *ex ante* reposant sur des méthodes de simulation. L'idée était de mener des études simulant à partir de données antérieures à 1991 la structure socio-fiscale avant et après la réforme, et de faire des hypothèses sur les réactions comportementales que devaient induire ces changements majeurs de législation socio-fiscale. De telles simulations avaient pour but de raisonner à conjoncture économique donnée.

Les effets sur les recettes fiscales et la redistribution. L'une des volontés du gouvernement suédois de l'époque était de mener une réforme à budget constant. Ainsi, les baisses de recettes fiscales dues aux baisses de taux marginaux devaient être compensées par un élargissement des bases fiscales d'un ensemble large de

prélèvement obligatoires. Selon les prévisions gouvernementales de l'époque (Agell et al., 1996, voir), la baisse des taux marginaux de taxation sur les revenus devait réduire les recettes fiscales de 6 à 7 % du PIB. La suppression d'avantages fiscaux devait compenser cette baisse : 40 % de cette récupération devait être due à l'élargissement de la base fiscale relative aux revenus du capital, et 30 % à l'élargissement de la base de la TVA à taux plein. De telles prévisions laissent entrevoir, derrière cet objectif de neutralité budgétaire, une réallocation importante des prélèvements obligatoires entre agents économiques.

L'étude de Björklund et al. (1995) vise à estimer ces effets redistributifs, en simulant un coefficient de Gini avant et après réforme, à conjoncture économique inchangée. Leur premier résultat est une stabilité de ce coefficient entre les deux systèmes socio-fiscaux. Néanmoins, la stabilité de cet indicateur cache une hétérogénéité importante entre revenus du travail et revenus du capital : alors que la redistribution opérée via la taxation du travail devient moins importante (du fait notamment de taux marginaux supérieurs moins élevés), la suppression des nombreux avantages fiscaux liés aux revenus du capital rend la taxation du capital plus redistributive, et ce malgré la baisse des taux marginaux.

Les effets sur les comportements d'offre de travail des ménages. Blomquist et al. (2001) procèdent au même exercice quelques années plus tard, en employant des méthodes statistiques plus récentes (méthodes non-paramétriques). Ils utilisent des données sur la période 1973-1990. À partir de ces données pré-réforme sont estimées des réactions comportementales relatives à l'offre de travail des agents. Les auteurs montrent, pour cette catégorie de comportement, une hausse des heures travaillées de 2,2 %, qui au total ne sont pas suffisantes pour atteindre la neutralité budgétaire (baisse de 3 % des recettes fiscales) et qui n'empêchent pas une hausse des inégalités. Plusieurs autres contributions ont étudié les réactions comportementales de la réforme de 1991 sur l'offre de travail ou sur les revenus

du travail (Klevmarken, 2000; Hansson, 2007).

Les effets sur les revenus du capital et l'investissement. En revanche, les travaux portant sur les effets de cette réforme sur les réactions relatives aux revenus du capital et aux réactions des entreprises sont plus rares. Les dispositifs d'avantages fiscaux supprimés concernant essentiellement les revenus du capital, la réforme de 1991 traite de manière très hétérogène les différents modes de détention du capital. La complexité de cette réforme, combinée au manque de données disponibles à l'époque, et à la crise économique intervenant à la même période, rend délicate l'étude des revenus du capital dans le contexte de la réforme de 1991, avec néanmoins plusieurs tentatives d'évaluation.

Auerbach et al. (1995) cherchent aussi à quantifier le rôle de la réforme sur la chute de l'investissement des entreprises suédoises observée à partir de 1991. Les auteurs modélisent les changements du coût du capital résultant de la réforme, qui selon leurs résultats sont d'ampleur trop limitée pour expliquer la baisse observée de l'investissement.

Même si les effets agrégés sur les coûts de détention du capital sont relativement faibles, il n'en reste pas moins que la nature de cette réforme entraîne potentiellement un changement de l'allocation du patrimoine des ménages, du fait de la convergence des taux marginaux effectifs des différentes catégories de revenus du capital. Le principal changement de cette réforme est la hausse de la fiscalité sur les revenus fonciers relativement à la fiscalité sur les revenus des actifs financiers (du fait notamment des baisses de déduction des intérêts d'emprunt et de l'inclusion dans la TVA des dépenses afférentes au logement). Les comptes nationaux suédois pointent une hausse de 13 points de pourcentage du ratio entre l'endettement pour acquisition d'actifs et le revenu disponible de 1988 à 1992, alors que le taux d'épargne associé à l'acquisition d'actifs non-financiers baisse de 8 points de pourcentage sur la même période (Agell et al., 1996). Ces chiffres suggèrent un

déplacement du patrimoine des ménages des actifs non-financiers vers du patrimoine financier. Agell et al. (1995) avancent qu'un tiers de ces changements macroéconomiques sont imputables à la réforme fiscale de 1991.

2.2.3 Évaluation de la réforme de 2006

La réforme de 2006 a consisté à baisser le taux forfaitaire auquel sont soumis les dividendes versés par des sociétés non cotées. Cette réforme distingue les entreprises à capital fermé des autres sociétés, une entreprise à capital fermé se définissant par une société dont 50 % du capital est détenu par moins de cinq actionnaires, dont au moins un est un membre actif de la direction de l'entreprise. Par ailleurs, la reforme a très sensiblement affaibli le dispositif anti-abus qui existait depuis 1991 pour ces entreprises à capital fermé, en augmentant le seuil à partir duquel les dividendes sont taxés comme les salaires.

Cette réforme intervient à une époque où les données disponibles sont d'une qualité bien supérieure à celles des années 1980 et 1990. De plus, cette réforme étant paramétrique, la modification des taux effectifs marginaux est beaucoup moins ambiguë et hétérogène que la réforme de 1991 agissant également sur la structure des bases fiscales. Ces deux facteurs ont permis la réalisation d'évaluations plus viables et plus précises.

Les effets sur les revenus du capital et l'investissement. Alstadsæter et al. (2017) étudient l'impact de cette réforme sur l'investissement des entreprises et les versements de dividendes. Cette étude distingue les entreprises par leur contrainte de liquidité. Pour chaque entreprise est défini le ratio de ses liquidités par rapport à ses actifs. De ce ratio sont définis deux ensembles de firmes : les firmes « contraintes » (les 20 % des firmes ayant les valeurs de ce ratio les plus faibles) et les entreprises « non contraintes » (les 20 % des firmes ayant les valeurs de ce ratio les plus élevées). Selon les résultats de cet article, les entreprises contraintes aug-

mentent de manière significative leur investissement par rapport aux entreprises non contraintes. Pour les entreprises à capital fermé (dont le taux de taxation passe de 30 % à 20 %), cet effet est de 32 % de l'investissement moyen d'avant réforme, alors qu'il est de 18 % pour les autres sociétés (qui voient leur taux de taxation sur les dividendes baisser de cinq points seulement). Les auteurs trouvent également que la réforme entraîne une baisse significative du ratio de la dette sur les fonds propres des sociétés contraintes par rapport aux sociétés non contraintes. Enfin, les sociétés non contraintes décident de verser davantage de dividendes que les sociétés contraintes suite à la réforme. Ces résultats suggèrent que la baisse de la fiscalité sur les dividendes a un effet hétérogène en fonction de la structure financière des entreprises. Une société disposant de suffisamment de liquidités pour investir profite en moyenne d'une baisse de la fiscalité sur les dividendes pour rémunérer davantage ses actionnaires. En revanche, une entreprise n'ayant pas suffisamment de liquidités pour investir par autofinancement profite en moyenne d'une baisse de la fiscalité sur les dividendes pour investir via une hausse de ses fonds propres.

Les effets d'optimisation ou *income shifting*. Alstadsæter and Jacob (2016) étudient l'impact de cette même réforme de 2006 sur les comportements d'optimisation des revenus déclarés (*income shifting*) de la part des actionnaires-dirigeants. Cette étude compare les revenus des actionnaires-dirigeants des sociétés à capital fermé, ayant vu leur taux de taxation sur les dividendes baisser de 10 points (et pouvant se rémunérer sous forme de revenu du travail ou sous forme de dividendes), avec les entreprises des indépendants, non soumis à l'impôt sur les sociétés et dont les dividendes versés aux associés sont toujours soumis au taux de taxation de 30 %. Cette étude montre que suite à la réforme, les actionnaires-dirigeants des sociétés affectées par la réforme transfèrent en moyenne 6 % de leurs revenus totaux, de revenus du travail vers des dividendes. En revanche, les reve-

nus totaux de ces actionnaires-dirigeants n'ont selon cette étude pas augmenté par rapport aux travailleurs indépendants non affectés par la réforme, ce qui suggère une absence d'effets de la réforme sur l'économie réelle. Ce phénomène d'*income shifting* est plus marqué chez les actionnaires-dirigeants en haut de la distribution des revenus, et est d'autant plus important que la part des actions détenues par l'actionnaire-dirigeant est importante.

Les pratiques d'arbitrage entre salaires et dividendes sont donc bien documentées en Suède, mais il faut rappeler que les incitations fiscales à un tel arbitrage sont particulièrement répandues dans la population puisque le taux marginal supérieur d'impôt sur le le revenu est atteint par plus de 10 % de la population en âge de travailler d'après l'institut national de statistiques suédois.

2.3 Le cas de la Finlande

2.3.1 Les réformes finlandaises de 1993 et 2005

La réforme de 1993. Comme la Suède deux années auparavant, la Finlande a adopté en 1993 un système dual de taxation du revenu, séparant les revenus du travail soumis à un barème progressif et les revenus du capital soumis à un taux fixe (Sørensen, 1994; Nielsen and Sørensen, 1997). Ce taux fixe fut initialement fixé à 25 %, avant d'être augmenté à 28 % entre 1996 et 1999, puis à 29 % entre 2000 et 2004.

De façon similaire à la Suède, la Finlande a introduit un dispositif anti-abus pour limiter les opportunités d'optimisation par déplacement de revenus du travail en revenus du capital. Les personnes actionnaires de sociétés non-cotées étaient ainsi taxées sur des revenus issus d'un taux de rendement imputé sur les actifs de l'entreprise jusqu'à un plafond comme des dividendes normaux, et sur les éventuels dividendes dépassant ce plafond comme des revenus du travail.

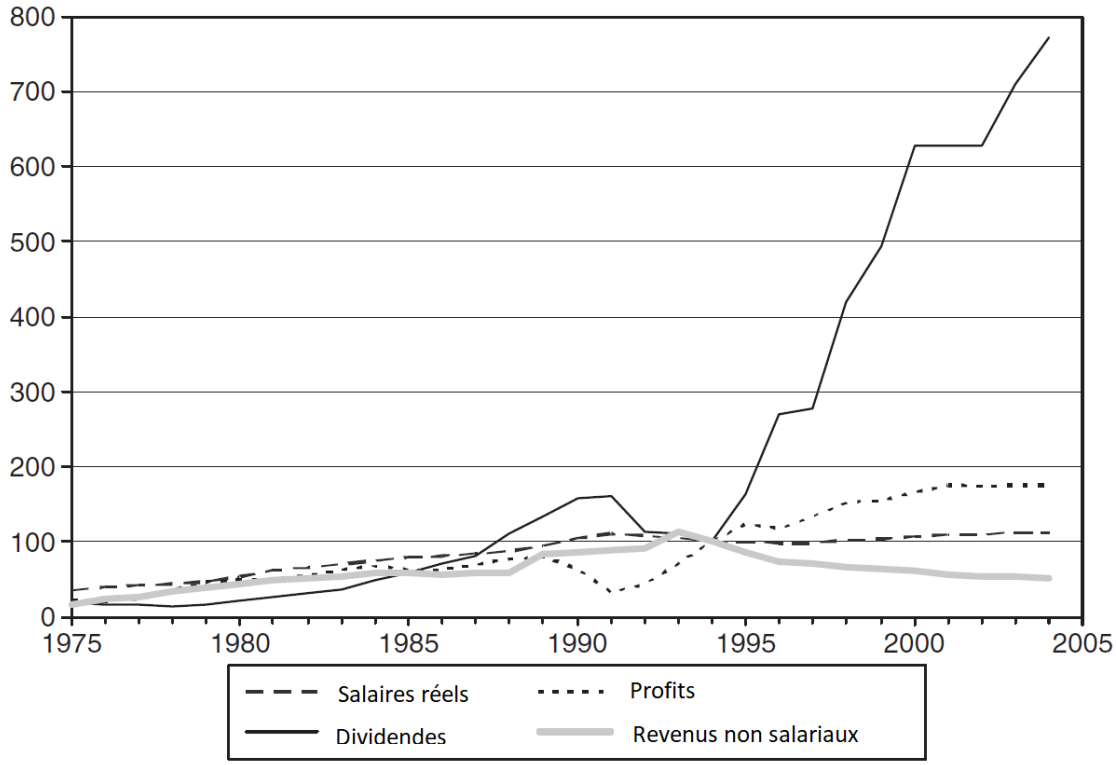
Par ailleurs, le système finlandais disposait entre 1990 et 2004 d'un dispositif d'avoir fiscal, similaire à l'avoir fiscal français, afin d'éviter la double taxation induite par la combinaison d'une taxation sur les profits des entreprises et d'une taxation sur les revenus des personnes versés par des entreprises. La Finlande disposait en outre d'une taxe spécifique (appelée *Equalization tax*, EQT) visant à garantir que les dividendes donnant lieu à avoir fiscal avaient bien été soumis à imposition des bénéfices au taux domestique.

La réforme de 2005. En 2005, une nouvelle réforme de la taxation des dividendes a modifié en profondeur le régime de taxation duale. Elle a en effet remplacé le système d'avoir fiscal s'appliquant aux revenus du capital décrit ci-dessus par un système de taxation des revenus réels avec un abattement fixe de 30 %. Ce changement était motivé par l'incompatibilité du système existant avec le droit européen,

celui-ci ne s'appliquant qu'aux actionnaire domestiques. À ce changement de calcul s'ajoutaient de modestes changements de taux, avec notamment un passage de 29 à 28 % sur l'imposition des revenus du capital des personnes physiques. Ces changements eurent pour effet d'augmenter le taux de taxation sur les dividendes reçus de 19,6 % en moyenne. Cette hausse de la taxation des dividendes ne s'appliquait en revanche pas aux dividendes versés entre sociétés (à l'exception des flux entre sociétés cotées), et s'appliquait à un taux moindre sur les versements faits à des actionnaires étrangers. Le cumul des taxes dues par les sociétés sur leurs bénéfices et par les personnes sur les dividendes reçus a donc porté le taux combiné de 29 à 40,5 % sur les sociétés cotées ainsi que les sociétés non cotées générant un revenu supérieur à un seuil de 90 000 euros. La réforme de 2005 a la particularité d'avoir été annoncée très en avance : la proposition de loi introduisant la réforme fut en effet présentée à la fin de l'année 2003.

Le graphique 2.8 présente l'évolution des différents types de revenus de 1975 à 2005, en base 100 en 1994. La série des dividendes versés montre une croissance considérable suite à la réforme de 1993, avec une multiplication par huit des montants entre 1994 et 2005, tandis que les autres revenus témoignent d'une croissance beaucoup plus modérée, voire d'une baisse dans le cas des revenus de l'entrepreneuriat. Comme en témoigne le graphique 2.9, cette croissance des dividendes est accompagnée d'une très forte hausse de la part qu'ils représentent dans le revenu total des ménages, en particulier des top 5 % ou top 1 % de la distribution des revenus : alors que ceux-ci représentaient respectivement 9 et 15 % du revenu total de ces catégories en 1966, leur part est de 39 et 63 % en 2004. Comme le montrent Jantti et al. (2010), cette croissance de la part des dividendes dans le revenu est particulièrement marquée à partir des années 1990. Ces données agrégées suggèrent de forts effets de la réforme de 1993 sur les versements de dividendes absolus d'une part, et éventuellement sur leur substitution à d'autres types de revenus (salaires et revenus de l'entrepreneuriat).

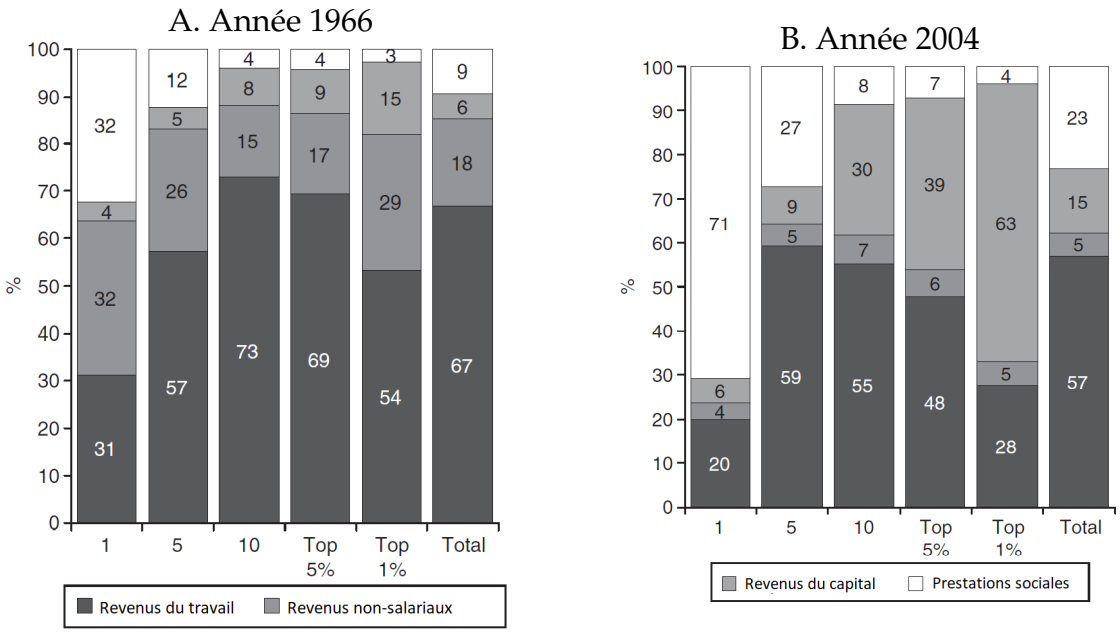
GRAPHIQUE 2.8 – Croissance des salaires, des profits, des dividendes et des revenus non salariaux en Finlande (1975–2004)



NOTE : Toutes les séries sont indexées à 100 en 1994.

SOURCE : Jäntti et al. (2010), Figure 8.21, pp. 405. À partir des données de la comptabilité nationale, Statistics Finland.

GRAPHIQUE 2.9 – Décomposition des revenus par décile pour les années 1966 et 2004.



SOURCE : Jäntti et al. (2010), Figure 8.18, pp. 400. À partir des données IDS en 2004 et HES en 1966, *Statistics Finland*.

2.3.2 Évaluations des réformes finlandaises

Phénomènes d'optimisation ou *income shifting*. Pirttilä and Selin (2011) étudient les effets du passage au système dual en 1993, qui introduit un taux marginal fixe sur les revenus du capital en Finlande. Ils se concentrent sur les possibilités de déplacement des revenus déclarés entre source de revenu (*income shifting*) introduites par ce système et les réactions comportementales observées. Ils observent ainsi une hausse importante des revenus du capital des autoentrepreneurs, qui ne se traduit pas par une hausse équivalente du revenu imposable, et peut donc être interprétée comme un transfert pur entre les deux types de revenus.

Harju and Matikka (2016) se concentrent sur une question proche à partir de l'exemple de la réforme de 2005 en Finlande. Ils estiment conjointement une élasticité du revenu imposable et les comportements d'optimisation sur la population des dirigeants de sociétés en Finlande. Ils utilisent les variations dans le changement d'incitations à convertir des revenus salariaux en revenus du capital induits par la réforme de 2005 entre dirigeants de sociétés de différents types. Ils construisent une stratégie d'identification similaire à Gruber and Saez (2002), avec néanmoins plus de variables de contrôle. Ils trouvent qu'une part très importante de l'élasticité du revenu imposable tient à des comportements de transferts de revenus entre différentes assiettes imposables (*income shifting*), impliquant des effets réels beaucoup plus limités.

Effets sur les politiques de distribution des profits et l'investissement. La réforme de 2005 ayant été annoncée près de deux ans à l'avance, Kari et al. (2008) s'intéressent aux effets d'anticipation des entreprises en comparant les firmes affectées et non-affectées par la réforme. Ils construisent des groupes de traitement et de contrôle à la fois au sein des firmes cotées et non-cotées, en fonction du changement de taux d'imposition des dividendes qu'elles versent, et estiment les effets

par une méthode de différence en différences. Ils trouvent un effet positif important de la réforme sur les versements de dividendes les années précédant l'entrée en vigueur du nouveau taux, qui ne se traduit pas par une baisse de l'investissement mais par un plus grand endettement. Cet effet est visible dans les données agrégées issues de la comptabilité nationale : la masse de dividendes versés a ainsi considérablement augmenté entre l'annonce de la réforme et son entrée en vigueur, avant de diminuer drastiquement. Kari et al. (2009) utilisent le même cadre analytique pour étudier les effets post réforme sur les versements de dividendes par les entreprises affectées par la réforme, et trouvent une baisse marquée des dividendes versés par les firmes non cotées.

Korkeamaki et al. (2010) se concentrent également sur les effets de la réforme de 2005 sur les entreprises. Ils trouvent des effets importants de variations des dividendes associés à la variation de taux effectif auquel leurs principaux actionnaires font face, dans un cadre où l'actionnariat est très concentré. Ils mesurent également des effets de la réforme sur la structure de l'actionnariat des entreprises, avec une baisse de la détention directe par des personnes physiques.

2.4 Le cas des États-Unis

La réforme fiscale mise en place en 2003 aux États-Unis sous le nom du *Job Growth and Taxpayer Relief Reconciliation Act* (JGTRRA) constitue l'une des modifications de la fiscalité des dividendes les plus emblématiques des dernières décennies. Cette réforme a considérablement réduit la charge fiscale pesant sur les dividendes avec l'objectif affiché de relancer l'investissement et la croissance. Du fait de son caractère inédit et de son ampleur, de nombreuses études économiques ont utilisé cette réforme afin d'évaluer les effets de la taxation des dividendes.

2.4.1 La réforme de 2003

Au début des années 2000, l'économie américaine connaît une récession en raison notamment de l'éclatement de la bulle Internet et du climat d'incertitude qui suivit les attentats du 11 septembre. Afin de relancer l'économie, l'administration Bush lance en 2001 un premier programme de réductions d'impôts, le *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* (EGTRRA). Ce programme est censé permettre de relancer la demande en diminuant les prélèvements obligatoires des ménages. Face aux résultats mitigés du programme, le JGTRRA prend sa suite en 2003 afin d'accélérer la mise en place des mesures précédentes mais aussi de créer de nouvelles réductions d'impôts, cette fois-ci ciblées sur les entreprises. Parmi cet ensemble de mesures, la réduction importante du taux de taxation des dividendes est la mesure la plus remarquée et a suscité un nombre important d'évaluations dont plusieurs ont deja été évoquées dans le chapitre 1. Avant la réforme de 2003, les dividendes étaient inclus dans l'assiette de l'impôt progressif sur le revenu. Suite à la réforme, ils sont taxés de la même manière que les plus-values et sortent de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

Le Rapport Économique du Président transmis au Congrès en février 2003 (Executive Office of the President, 2003) retranscrit les principaux arguments mo-

bilisés en faveur de la baisse de la fiscalité des dividendes et de son alignement avec la fiscalité des plus-values. En premier lieu, la réforme doit permettre de réduire le problème de la « double taxation » des dividendes, c'est-à-dire le fait qu'ils soient imposés à la fois au niveau de l'entreprise via l'impôt sur les sociétés mais aussi au niveau de l'actionnaire individuel via l'impôt sur le revenu. Cette configuration est à l'origine d'un traitement fiscal défavorable des dividendes par rapport à d'autres types de revenus, notamment aux plus-values mais aussi aux revenus des intérêts [5]. Dès lors, les entreprises favoriseraient le financement via la dette plutôt que via les levées de fonds sur les marchés financiers. Par ailleurs, le traitement désavantageux des dividendes favoriserait les entreprises qui ont déjà des liquidités et qui les retiennent au sein de l'entreprise au lieu d'investir. L'argument est aussi avancé que cette « double taxation des dividendes » favoriserait la distribution des profits via les rachats d'actions plutôt que le versement de dividendes. Enfin, la forte taxation des revenus générés par les sociétés de capitaux (sociétés constituées soumises à l'impôt sur les sociétés) plutôt que d'autres formes d'organisations (entreprises à but non lucratif, S-corporations etc.) tend à distordre l'allocation du capital entre ces structures et à le placer de manière disproportionnée vers ces structures moins productives, ce qui pourrait nuire à la croissance [6].

Cette réforme s'inscrit dans un contexte de baisse séculaire du montant des dividendes versés aux États-Unis et du nombre d'entreprises en versant. Entre 1978 et 1999, le nombre d'entreprises versant des dividendes est passé de 66 % à 21 % (Fama and French, 2001). Parallèlement, les entreprises semblent mobiliser davantage le rachat d'action. Ainsi entre 1980 et 2000, le rachat d'actions a connu une croissance annuelle de 26,1 % tandis que le taux de croissance des dividendes n'a été que de 6,8 % (Grullon and Michaely, 2002). Cependant, Julio and Ikenberry

5. Le taux effectif de taxation maximum sur les dividendes peut aller jusqu'à 60,1 % tandis qu'il n'est que de 40,9 % sur les plus-values (Executive Office of the President, 2003).

6. Initialement, le Président George W. Bush avait annoncé vouloir exonérer totalement les dividendes de taxation personnelle afin de supprimer le problème de la « double imposition » des dividendes (*State of the Union Address*, janvier 2003).

(2004) montrent qu'après avoir atteint un plancher de 15 %, le nombre d'entreprises versant des dividendes repartit à la hausse dès 2001. Une des raisons avancées pour expliquer cette relance précoce pourrait être que les entreprises aient tenté de rassurer les investisseurs, suite à la récession, aux incertitudes post-11 septembre et aux scandales de manipulations comptables au tout début des années 2000. Les dividendes seraient alors un outil de « signal » qui viserait à rassurer les investisseurs [7].

Les mesures. Présentée initialement par le Président Bush le 7 janvier 2003, le réforme connaît un calendrier particulièrement rapide. Le texte final du JGTRRA est voté au Congrès le 23 mai 2003 et la loi signée le 28 mai. La réforme est donc généralement considérée comme largement non anticipée par les entreprises. La loi est rétroactive et concerne tous les dividendes versés depuis le 1er janvier 2003. Un autre aspect important de la réforme concerne sa durée. La réforme est annoncée comme temporaire et le taux de taxation privilégié des dividendes devait expirer le 31 décembre 2008. Dans les faits, les mesures ont été plusieurs fois prolongées et le système fiscal actuel est très similaire à celui de 2003 [8].

Le JGTRRA contient plusieurs mesures fiscales différentes, dont deux concernent la taxation des revenus du capital plus particulièrement. La première mesure est une baisse du taux de taxation des dividendes et la seconde une baisse du taux de taxation des plus-values de long terme. Cependant, il convient de noter que la baisse de taxation des dividendes est plus importante que celle sur les plus-values de long terme et augmente donc l'incitation fiscale à percevoir des dividendes plutôt que des plus-values.

Concernant les dividendes, la réduction ne concerne pas l'ensemble des divi-

7. Voir la littérature dédiée à la théorie du dividende comme signal de profits à venir, présentée au chapitre 1.

8. Les contribuables des deux premières tranches de l'impôt ne paient désormais plus de taxes sur leurs dividendes et ce depuis 2008. La plupart des contribuables paient une taxe de 15 % sur leurs dividendes perçus. Depuis 2013, les contribuables les plus aisés (dont le revenu brut excède 400 000 $ pour un célibataire) sont taxés à 20 % sur leurs dividendes.

dendes. La loi adoptée définit d'un côté les dividendes « qualifiés », c'est-à-dire ceux concernés par la baisse du taux de taxation et de l'autre, les dividendes « non qualifiés ». Les dividendes provenant de capitaux détenus dans certains pays étrangers [9] sont ainsi exclus du périmètre de la réforme (Dharmapala and Desai, 2003). De même, les dividendes issus des fonds de placement immobilier ne sont pas concernés par la mesure (Edgerton, 2013). Pour les dividendes « qualifiés », la baisse d'imposition peut être particulièrement importante. Auparavant inclus dans l'assiette de l'impôt progressif sur le revenu, ils étaient alors taxés à un taux variant entre 10 et 35 % selon la tranche dans laquelle se situait le contribuable. Suite à la réforme, ces dividendes sont désormais taxés à 5 % pour les contribuables des deux premières tranches de l'impôt et à 15 % pour les autres contribuables (ceux taxés entre 25 et 35 % à l'impôt sur le revenu, c'est-à-dire ayant un revenu supérieur à 28 400 $ pour un célibataire). La réforme engendre donc une baisse du taux statutaire pouvant aller jusqu'à 20 %. Concernant la taxation des plus-values, le taux de taxation passe de 10 % à 5 % pour les contribuables des deux premières tranches de l'impôt, et de 20 % à 15 % pour les autres. Suite à ces deux mesures, dividendes et plus-values sont alors taxés au même taux.

2.4.2 Évaluations de la réforme de 2003

De nombreuses études ont utilisé la réforme de 2003 comme une expérience naturelle permettant de mesurer l'impact d'une variation exogène du taux de taxation des dividendes sur divers variables d'intérêts, dont notamment la distribution de dividendes, les rachats d'action ou les décisions d'investissement.

L'impact sur la distribution des dividendes. La première question à laquelle ces études tentent de répondre est de savoir si la baisse de taxation portant sur les divi-

9. Les dividendes en provenance de la plupart des pays européens bénéficient de la réduction du taux de taxation. Mais d'autres pays comme l'Argentine, le Brésil, Hong Kong ou encore Singapour par exemple, sont exclus de la réforme.

dendes a incité les entreprises à modifier leur politique de distribution des profits. Les études montrent que la réforme est effectivement à l'origine d'une hausse des dividendes versés, et ce dès 2003 (Blouin et al., 2004; Brown et al., 2007; Chetty and Saez, 2005; Nam et al., 2010). Cet effet se retrouve à la fois à la marge intensive – c'est-à-dire le montant total de dividendes versés par les entreprises, qui en versaient déjà habituellement, augmente –, mais aussi à la marge extensive – c'est-à-dire que le nombre d'entreprises versant des dividendes augmente lui aussi. Par ailleurs, l'augmentation concerne tant les dividendes dits « exceptionnels » que les dividendes dits « réguliers », ce qui semble indiquer un effet positif sur le long terme. La plupart de ces études montrent que les effets positifs de la réforme sur le versement des dividendes sont très hétérogènes. Ainsi, en cohérence avec la théorie de l'agence, elles montrent que ce sont les entreprises où les dirigeants sont les plus sensibles aux variations de fiscalité sur les dividendes qui semblent le plus réagir. La hausse des dividendes versés est positivement corrélée avec la part du capital de l'entreprise détenu par les dirigeants (Brown et al., 2007; Chetty and Saez, 2005; Nam et al., 2010). Ceci est en cohérence avec la théorie de l'agence qui stipule que les dirigeants cherchent avant tout à maximiser leur profit personnel et que ce sont donc les incitations fiscales personnelles des dirigeants qui expliquent les choix des entreprises plutôt que les incitations fiscales des actionnaires pris dans leur ensemble.

L'impact sur les autres modes de distribution des bénéfices. Si cet effet positif sur le versement de dividendes fait consensus, il existe un débat concernant l'éventuel effet de substitution entre dividendes et rachat d'actions. Le rachat d'actions est un moyen de rémunérer les actionnaires fiscalement plus avantageux que les dividendes (ces derniers étant davantage taxés que le rachat d'action). Selon certaines théories, une baisse de la taxation des dividendes devrait alors engendrer une diminution des rachats d'actions au profit d'une hausse des dividendes ver-

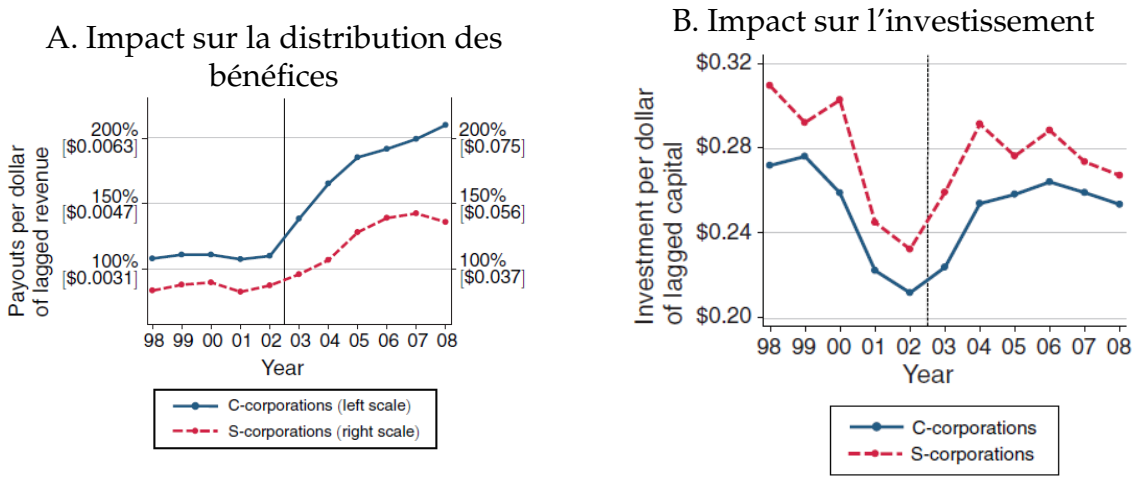
sés, mais n'aurait aucun effet sur le montant total distribué par l'entreprise et donc potentiellement sur l'économie réelle. Blouin et al. (2004) mettent en évidence une baisse importante du rachat d'actions concomitante à la hausse des dividendes, suite à la réforme. Brown et al. (2007) documentent eux aussi un effet de substitution mais concentré chez les seules entreprises qui se mettent à verser des dividendes suite à la réforme sans en verser précédemment. Pour environ un tiers d'entre elles, un effet de substitution important a lieu et les montants totaux distribués diminuent malgré le versement de dividendes. À l'opposé, d'autres études empiriques ne retrouvent pas cet effet de substitution et concluent à un effet positif de la réforme sur les distributions totales des entreprises (Chetty and Saez, 2005).

Yagan (2015) utilise des données administratives riches et une stratégie d'identification dite de « double-différence » plus convaincante que ses prédécesseurs qui utilisent le plus souvent la méthode dite de « simple différence » [10]. Son étude montre une hausse importante du revenu total distribué par les entreprises de statut « C » (dont les dividendes sont concernés par la réduction) par rapport à ceux des entreprises de statut « S » (dont les dividendes ne sont pas concernés par la réduction) suite à la réforme (voir le graphique 2.10.A). Ce résultat vient contredire l'hypothèse de substitution et semble indiquer que la réforme a eu un impact positif sur les montants distribués par les entreprises aux actionnaires.

L'impact sur l'investissement et la croissance. La dernière question à laquelle tentent de répondre les études sur le sujet est de savoir si la réforme a bien atteint son objectif, à savoir relancer l'investissement et à terme la croissance. Yagan (2015) est une des rares études à s'intéresser aux effets de la réforme sur l'économie réelle. Son étude conclut à l'absence d'effets sur l'investissement et sur l'emploi (voir le

10. Julio and Ikenberry (2004) notent que dès 2001, soit deux ans avant la réforme, le versement de dividendes a connu une dynamique positive après avoir été en baisse pendant une longue période (Fama and French, 2001). Cette tendance haussière pourrait être un problème pour les études qui utilisent la méthode de simple différence. De même, cette méthode pourrait ne pas être adaptée à l'étude du rachat d'actions, du fait de la grande volatilité de cette variable.

GRAPHIQUE 2.10 – Impact de la réforme de 2003 aux États-Unis sur la distribution des profits et l'investissement.



LECTURE : Les entreprises traitées par la baisse de la fiscalité sur les dividendes sont les *C-corporations* (en trait plein bleu), les entreprises contrôles sont les S-corporations (en pointillé rouge). La différence entre les deux évolutions après 2003 donne l'impact causal de la réforme.

SOURCE : Yagan (2015), Figure 2.A et 2.D, p. 3544.

graphique 2.10.B) comme cela a déjà été décrit dans le chapitre 1. Avec un effet positif sur les distributions de revenus par les entreprises, il est difficile d'attribuer ce résultat à une faible lisibilité de la réforme.

D'autres études ont pu documenter des effets moins anticipés de la réforme. Ainsi, Dharmapala and Desai (2003) montrent que la réforme, en instaurant une distorsion entre les dividendes « qualifiés » et les dividendes « non qualifiés », a eu un effet sur la composition du portefeuille boursier des ménages américains. La part de titres d'entreprises éligibles au versement de dividendes « qualifiés » augmente suite à la réforme, au détriment des autres titres (surtout des titres étrangers).

Chapitre 3

Réformes de la fiscalité des dividendes et autres distributions des bénéfices

Les revenus du capital, et a fortiori les dividendes, font l'objet d'un traitement particulier au sein du système fiscal français. De 2008 à 2012 [1], les contribuables percevant des dividendes ont le choix entre l'imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu et le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL). Depuis 2008, deux réformes importantes ont modifié la taxation des dividendes au titre de l'impôt sur le revenu. La réforme de 2013 supprime le PFL et réintègre les dividendes dans l'assiette du barème progressif. En 2018, la mise en place du prélèvement forfaitaire unique (PFU) rétablit un système d'imposition forfaitaire des revenus du capital, tout en maintenant l'option d'une imposition au barème. Enfin, une réforme de 2013, concomitante de la suppression du PFL, fait entrer une partie des dividendes des gérants majoritaires de SARL dans le champ des cotisations sociales. Cette section commence par retracer les évolutions fiscales ayant eu lieu

1. Dans cette partie, la fiscalité des revenus d'une année N fait référence à la fiscalité des revenus perçus durant cette année N. Avant 2019, année du passage au prélèvement à la source, les revenus perçus en année N étaient imposés en $N+1$ au titre de l'impôt sur le revenu.

entre 2008 et 2012, avant de présenter les réformes de 2013 et de 2018.

3.1 Les réformes de la fiscalité affectant les dividendes entre 2008 et 2012

De 2008 à 2012, les revenus des capitaux mobiliers sont soumis en France à un système d'imposition dual. Ces revenus peuvent soit être intégrés dans le calcul du revenu net imposable afin d'être taxés au barème progressif de l'impôt sur le revenu, soit être taxés au PFL à un taux forfaitaire. Quelle que soit l'option d'imposition, le niveau de taxation des dividendes a globalement connu une augmentation au cours de cette période du fait de plusieurs réformes décrites dans la suite de cette partie.

3.1.1 Réformes de la taxation forfaitaire des dividendes

La loi de finances pour 2008[2] instaure un prélèvement forfaitaire libératoire optionnel applicable aux dividendes. Un prélèvement forfaitaire libératoire existait déjà avant 2008 pour les autres types de revenus du capital tels que les revenus issus de produits de placement à revenu fixe. Le taux du PFL applicable aux dividendes est de 18 % à sa création et augmente progressivement entre 2008 et 2012. Le taux du PFL passe de 18 % à 19 % en 2011 et à 21 % en 2012 (24 % pour les revenus du capital autres que les dividendes, c'est-à-dire les intérêts des obligations et des titres de créances notamment). Hormis ces réformes paramétriques, l'imposition au PFL n'a pas connu de modifications majeures.

2. Loi n° 2007-1822 du 24 décembre 2007 de finances pour 2008, article 10.

3.1.2 Réformes de la taxation progressive des dividendes

Au cours de la période 2008 à 2012, plusieurs changements législatifs ont entrainé une hausse de la taxation des dividendes imposés au barème progressif. Les dividendes soumis au barème sont éligibles à des abattements (un abattement forfaitaire ainsi qu'un abattement proportionnel), notamment afin de corriger le problème de la « double taxation » des dividendes, associée à la coexistence de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés. En 2010, est supprimé un crédit d'impôt auquel ouvraient droit les dividendes. Ce crédit d'impôt était de 50 % du montant déclaré, et plafonné à 115 euros (230 euros pour un couple). Toujours en 2010, le taux de taxation marginal de la dernière tranche du barème passe de 40 à 41 %. En 2012, une nouvelle tranche est ajoutée, augmentant le taux marginal de taxation à 45 % pour les foyers fiscaux dont le revenu net imposable par part fiscale dépasse 150 000 euros.

TABLEAU 3.1 – Évolution des paramètres législatifs relatifs à la taxation des dividendes 2008 – 2013

	Abattement forfaitaire	Abattement proportionnel	Crédit d'impôt sur dividendes	Taux PFL	Taux des prélèvements sociaux
2008	1 525 €	40 %	50 %	18 %	11,0 %
2009	1 525 €	40 %	50 %	18 %	12,1 %
2010	1 525 €	40 %		18 %	12,1 %
2011	1 525 €	40 %		19 %	13,5 %
2012		40 %		21 %	15,5 %
2013		40 %			15,5 %

NOTE : Le montant de l'abattement forfaitaire est multiplié par deux dans le cas d'un couple. Le crédit d'impôt sur dividendes est plafonné à 115 euros pour un célibataire et 230 euros pour un couple. Le taux de prélèvements sociaux indiqué dans le tableau correspond au taux au 31 décembre de l'année, en cas de variations au cours de l'année. Du 1^{er} janvier 2011 au 1^{er} novembre 2011, les prélèvements sociaux s'élèvent à 12,3 %. Le passage des prélèvements sociaux à 15,5 % intervient à partir du 1^{er} juillet 2012. Le taux de prélèvements sociaux indiqué pour 2013 correspond au cas général et ne comprend pas le cas des gérants majoritaires de SARL soumis aux cotisations sociales (voire sections 3.3).
SOURCE : Barèmes IPP.

3.1.3 Autres réformes de la fiscalité

Une série de réformes affecte également la fiscalité des dividendes de 2008 à 2012, quel que soit le choix des contribuables entre le barème et le PFL. La loi

de finances pour 2011 crée la Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (CEHR). Cette contribution est progressive et assise sur le revenu fiscal de référence. Son taux est de 3 % sur les revenus compris entre 250 000 et 500 000 euros (500 000 et 1 000 000 euros pour un couple) et de 4 % sur les revenus au-delà de 500 000 euros (1 000 000 euros pour un couple). L'assiette fiscale de cette contribution étant le revenu fiscal de référence, elle englobe l'ensemble des dividendes, qu'ils soient taxés au barème ou au PFL.

Les prélèvements sociaux sur les revenus du capital augmentent également de 2009 à 2012. Le taux global de prélèvements applicable aux dividendes passe de 11 % en 2009 à 15,5 % en 2012 (voir le tableau 3.1).

3.2 La suppression du prélèvement forfaitaire libératoire

Afin de comprendre les effets de la suppression du PFL en 2013 et de la mise au barème des dividendes, il est important de comprendre les deux systèmes existants avant cette réforme et l'arbitrage qui se présentait aux contribuables.

- **L'option pour le PFL**

  En cas de choix du PFL, les dividendes sont imposés de manière *forfaitaire*, c'est-à-dire que le taux appliqué est unique et ne dépend pas du niveau de ressources du foyer. Le PFL est également *libératoire* de l'impôt sur le revenu, car il vient en remplacement du paiement de cet impôt. Le PFL est prélevé à la source par l'établissement bancaire au moment de l'encaissement des dividendes. Les dividendes imposés au PFL doivent toutefois être déclarés lors de la déclaration annuelle de revenus, afin notamment d'être intégrés au calcul du revenu fiscal de référence. Seules les personnes dont la résidence fiscale est établie en France peuvent opter pour le PFL. Par ailleurs, certains

revenus distribués sont obligatoirement imposés au barème [3].

- **L'option pour le barème**

  En cas d'option pour le barème, les dividendes sont taxés avec les autres types de revenus (revenus d'activité, revenus de remplacement, etc.) de manière progressive. La progressivité signifie que le taux *marginal* (le taux appliqué à un euro supplémentaire) est croissant avec les revenus totaux du foyer. En cas d'imposition au barème, et selon la législation en vigueur, il est possible de bénéficier d'abattements, du quotient conjugal et familial, de crédits et de réductions d'impôt (voir le tableau 3.1). Il est aussi possible de déduire certains frais, comme les frais d'encaissement. Le paiement de l'impôt sur les dividendes se fait alors l'année suivant leur perception, après avoir fait la déclaration de revenus.

Il est important de souligner le caractère optionnel du PFL : chaque contribuable est libre de choisir ce mode d'imposition ou non, sous contrainte des règles mentionnées ci-dessus. L'option est exercée en amont auprès de l'établissement bancaire. Elle est définitive, dans le sens où le choix de mode de taxation ne peut être modifié en cours d'année. Il est en revanche possible de changer d'option d'une année sur l'autre. L'option peut également être partielle : le contribuable peut choisir d'imposer une partie de ses dividendes au barème et une partie au PFL (en cas d'option partielle, le contribuable perd le bénéfice des abattements). Du fait du caractère optionnel du PFL, tous les contribuables ne sont pas affectés par la mise au barème obligatoire des dividendes en 2013.

Entre le PFL et le barème, l'option la plus avantageuse financièrement peut varier selon le montant de dividendes déclaré par un foyer, le niveau de ses revenus

3. Il s'agit, entre autres, des dividendes issus des bénéfices exonérés distribués par des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) ainsi que par des sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV) depuis 2011, des revenus imposables des titres non côtés détenus dans un PEA, des revenus distribués pris en compte pour la détermination du bénéfice imposable d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole ou d'une profession libérale et des revenus distribués imposables à la suite d'une rectification de l'administration fiscale.

imposables et d'autres paramètres (comme le montant de crédits ou réductions d'impôt auquel ce foyer est éligible, ou la nature des dividendes qu'il reçoit). Les équations 3.1 et 3.2 représentent de manière simplifiée l'arbitrage auquel fait face un contribuable. Nous illustrons cet arbitrage dans le cas des revenus 2012 et de la législation correspondante [4] :

$$T(D) = (\tau^{PFL} + \tau^{PS}) \times D \tag{3.1}$$

$$T(D) = \tau^{bareme} \times \max(0, (1 - \delta^{p}) \times D - \delta^{f} - \gamma \times D) + \tau^{PS} \times D \tag{3.2}$$

Avec τ^{PFL}, le taux du PFL, τ^{PS}, le taux global de prélèvements sociaux, δ^{f}, le taux de l'abattement forfaitaire, δ^{p}, le taux de l'abattement proportionnel et γ, le taux de CSG déductible. En choisissant le PFL, les dividendes sont taxés à 21 % au titre du PFL et à 15,5 % au titre des prélèvements sociaux soit à un taux global effectif de 36,5 %. En choisissant le barème, les dividendes sont taxés à un taux qui varie selon la tranche dans laquelle les revenus imposables se situent et à 15,5 % au titre des prélèvements sociaux. En supposant que les dividendes sont éligibles à l'abattement de 40 %, le taux de taxation marginal global effectif varie de 15,5 % (cas de la tranche à 0 % qui ne paie que les prélèvements sociaux) à 40,2 % (cas de la tranche à 45 %). Selon ce calcul simplifié, l'option pour le PFL n'est intéressante financièrement que pour les foyers fiscaux dont les revenus totaux les placent dans la tranche à 41 ou à 45 %. Dans des cas plus complexes (présence de réductions d'impôt notamment), le barème peut rester fiscalement avantageux pour certains foyers fiscaux. En théorie, le PFL devrait donc concerner peu de contribuables car seuls 1,2 % des foyers fiscaux ont un revenu net imposable par part qui les place dans les deux dernières tranches du barème de l'impôt sur le revenu en 2012 (voir

4. Il est fait abstraction de la CEHR dans cette illustration, celle-ci affectant de la même manière le taux de taxation des dividendes quelle que soit l'option choisie. Nous omettons également l'imposition sur les bénéfices des sociétés en amont de la distribution des dividendes.

tableau 3.2). Par ailleurs, parmi ces redevables, tous ne perçoivent pas de dividendes.

TABLEAU 3.2 – Répartition des foyers fiscaux en 2012

	Nombre de foyers	Part du total
Non imposable	8 741 670	23,8 %
Tranche à 5,5 %	8 866 253	24,1 %
Tranche à 14 %	14 827 094	40,4 %
Tranche à 30 %	3 877 237	10,6 %
Tranche à 41 %	350 123	1,0 %
Tranche à 45 %	57 659	0,2 %
Total	36 720 036	100,0 %

SOURCE : Annuaire Statistique 2013, Tableau 219, DGFiP ; FELIN 2012, DGFiP.

La loi de finances pour 2013 supprime l'option du PFL pour les dividendes versés à compter du 1^{er} janvier 2013, tout comme pour la grande majorité des revenus du capital[5]. Les dividendes sont imposés en deux temps. Tout d'abord, ils font toujours l'objet d'un prélèvement forfaitaire à la source de 21 %, mais celui-ci est désormais non libératoire de l'impôt sur le revenu. Le maintien d'un prélèvement à la source permet d'éviter un trou de trésorerie pour les finances publiques. Ensuite, les dividendes sont imposés à l'impôt progressif sur le revenu lors de la déclaration annuelle des revenus. Le prélèvement forfaitaire non libératoire (PFNL) acquitté vient s'imputer sur le montant final d'impôt sur le revenu. Si la somme acquittée est trop élevée au regard de l'impôt dû, l'excédent d'impôt payé est restitué au contribuable sous la forme d'un crédit d'impôt. Au total, la réforme engendre une hausse du niveau de taxation des dividendes pour les contribuables qui optaient précédemment pour le PFL et qui se situaient dans les tranches supérieures de l'impôt sur le revenu.

5. Certains produits de placement à revenu fixe peuvent encore faire l'objet d'un PFL de 24 % sous conditions. Par ailleurs, les produits d'assurance-vie peuvent également toujours faire l'objet d'un PFL, sur option. Enfin, certains produits de placement à revenu fixe font l'objet d'un prélèvement forfaitaire libératoire obligatoire.

3.3 La réforme de la taxation des dividendes des gérants de SARL de 2013

Jusqu'en 2012, les dividendes sont soumis à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux applicables aux revenus financiers [6]. Les dividendes ne sont en revanche pas soumis aux cotisations sociales car non considérés comme des revenus d'activité. Les prélèvements sociaux sur revenus financiers sont des prélèvements non contributifs.

Le tableau 3.1 retrace l'évolution des taux de prélèvements sociaux auxquels sont soumis les dividendes de 2009 à 2013. En 2012, les dividendes sont soumis à la CSG au taux de 8,2 %, à la CRDS au taux de 0,5 %, au prélèvement social au taux de 5,4 %, à la contribution additionnelle au prélèvement social (CAPS) au taux de 0,3 % et à la contribution additionnelle destinée à financer le RSA (CAPS-RSA), au taux de 1,1 %. Le taux global de prélèvements sociaux sur les dividendes est ainsi de 15,5 % en 2012. Les prélèvements sociaux sur les dividendes sont prélevés à la source, c'est-à-dire au moment du paiement du dividende, sur son montant brut. En cas d'imposition des dividendes au barème progressif de l'impôt sur le revenu, une partie de la CSG est déductible de l'impôt.

À partir de 2013, les dividendes perçus par les gérants majoritaire des sociétés à responsabilité limitée (SARL) sont également soumis aux cotisations sociales pour la somme excédant le seuil de 10 % du capital social de la société. Cette réforme est spécifique, dans le sens où elle ne s'applique qu'à certains contribuables et qu'à certains types de société. Le cadre juridique des SARL n'oblige pas le gérant majoritaire à être salarié de l'entreprise. Avant 2013, le gérant majoritaire peut dès lors choisir de se rémunérer uniquement via des dividendes plutôt que via un

6. La législation distingue deux types de revenus financiers pour le calcul des prélèvements sociaux : les *revenus du patrimoine* et les *revenus de placement*. Les modalités de paiement et le taux appliqué ont différé entre ces deux catégories au cours du temps. Jusqu'en 2007, les dividendes étaient considérés comme des *revenus du patrimoine*. Depuis 2008, ils sont imposés dans la catégorie des *revenus de placement*.

salaire, échappant ainsi au paiement de cotisations sociales. Boissel and Matray (2019) notent qu'en 2012, un gérant est imposé à 15,5 % au titre des prélèvements sociaux s'il choisit de se rémunérer en dividendes, tandis qu'il est imposé à environ 46 % s'il se rémunère sous forme de salaires. La réforme de 2013 a pour but de réduire cette opportunité d'arbitrage qui existait pour les gérants majoritaires de SARL, en harmonisant les taux de taxation des différentes options.

3.4 La réforme de 2015 de la fiscalité des rachats d'actions

La fiscalité des revenus distribués par une entreprise à ses actionnaires dépend de la façon dont ces revenus sont distribués. Une entreprise peut choisir de verser des dividendes aux actionnaires mais aussi de leur racheter ses propres titres (voir la partie 1.1). Avant 2015, les gains retirés d'un rachat d'actions sont imposés selon un système dit « hybride ». La base taxable de ces revenus correspond à la différence entre le prix de rachat des actions et le prix d'acquisition initial. Dans un premier temps, la différence entre le montant des apports compris dans la valeur nominale des titres rachetés [7] et le prix d'acquisition initial est assimilée à une plus-value et taxée en conséquence. Puis, la différence entre le prix de rachat des actions et le montant de ces apports est assimilée à un revenu distribué et donc taxée de la même manière qu'un dividende. Autrement dit, est soumis au régime fiscal des dividendes une mesure du surplus de plus-value que l'actionnaire a réalisé du fait du rachat d'actions par la société, comparé à la situation où les titres auraient été cédés à leur valeur comptable.

Saisi d'une question prioritaire de constitutionnalité (QPC n° 2014-404) sur le sujet, le Conseil constitutionnel a statué en juin 2014 que les gains retirés d'un

7. Ceci correspond à la valeur comptable des titres au moment du rachat de l'action.

rachat d'actions sont en réalité entièrement assimilables à des gains de cession. L'article 88 de la loi n° 2014-1655 du 29 décembre 2014 de finances rectificative pour 2014 modifie le Code général des impôts en conséquence. Les rachats d'actions intervenus depuis le 1er janvier 2015 sont imposés suivant le régime fiscal des plus-values, c'est-à-dire au barème progressif de l'impôt sur le revenu tout comme les dividendes. Les revenus assimilés à des plus-values bénéficient toutefois d'un abattement qui varie selon la durée de détention [8]. Cet abattement est en général plus avantageux que celui de 40 % dont les dividendes bénéficient. La réforme de 2015 pourrait donc inciter les entreprises à rémunérer leurs actionnaires sous la forme de rachats d'actions plutôt que de dividendes.

3.5 La création du prélèvement forfaitaire unique en 2018

La loi de finances pour 2018 revient sur la réforme de 2013 d'imposition obligatoire des dividendes au barème, et réintroduit la possibilité d'une imposition forfaitaire des revenus du capital avec la création du prélèvement forfaitaire unique (PFU).

3.5.1 Le prélèvement forfaitaire unique

À l'image du PFL qui lui a précédé de 2008 à 2013, le PFU permet d'être taxé à un taux forfaitaire de 12,8 %, libératoire de l'imposition au barème progressif. À cette imposition s'ajoutent les prélèvements sociaux dont le taux d'imposition est de 17,2 % depuis 2018. Au total, les dividendes sont alors imposés à 30 %. Le taux

8. En 2015, l'abattement pour durée de détention de droit commun est de 50 % pour un titre détenu depuis au moins deux ans et moins de huit ans, et de 65 % pour un titre détenu depuis au moins huit ans. L'abattement pour durée de détention renforcée, s'appliquant sous conditions dans le cas des titres de PME, est de 50 % pour les titres détenus depuis au moins un an et moins de quatre ans, de 65 % pour les titres détenus depuis au moins quatre ans et moins de huit ans, et de 85 % pour les titres détenus depuis au moins huit ans.

d'imposition du PFU (12,8 %) est bien inférieur au taux du PFL (qui a varié entre 18 % et 21 % au cours de son existence). Le PFU devrait ainsi être l'option la plus avantageuse financièrement pour une fraction plus large de contribuables que ne l'était le PFL.

En termes pratiques, les dividendes faisaient l'objet d'un prélèvement forfaitaire non libératoire (PFNL) obligatoire de 21 % depuis 2013. Ce prélèvement est maintenu et son taux est désormais de 12,8 %. Les dividendes doivent ensuite être déclarés lors de la déclaration annuelle des revenus afin d'être imposés, au choix, au taux forfaitaire de 12,8 % ou au barème de l'impôt progressif sur le revenu. Contrairement au PFL, l'ensemble des contribuables font l'objet d'un prélèvement forfaitaire à la source et l'option entre le barème et le PFU ne s'exerce qu'au moment de la déclaration annuelle des revenus [9]. Le PFU est donc conçu comme l'option par défaut pour l'imposition des revenus du capital à partir de 2018. En cas d'option pour le barème, les contribuables bénéficient de l'abattement de 40 % et de la déductibilité d'une partie de la CSG.

Si la réforme du PFU peut sembler symétrique à celle de 2013 ayant supprimé le PFL, plusieurs facteurs amènent à relativiser ce constat. L'amplitude du choc fiscal de 2018 (- 6,8 points de pourcentage de taux marginal de taxation) est près de deux fois plus élevé que celui de 2013 (+ 2,5 points de pourcentage). Par ailleurs, comme indiqué plus haut, le nombre de redevables affectés par la baisse de taxation liée au PFU en 2018 pourrait être bien plus important que le nombre de redevables affectés par la réforme de 2013 [10].

3.5.2 Les possibilités d'« income shifting » en 2018

La mise en place du PFU accentue l'écart de niveau d'imposition existant entre différents types de revenus, notamment entre revenus salariaux et dividendes.

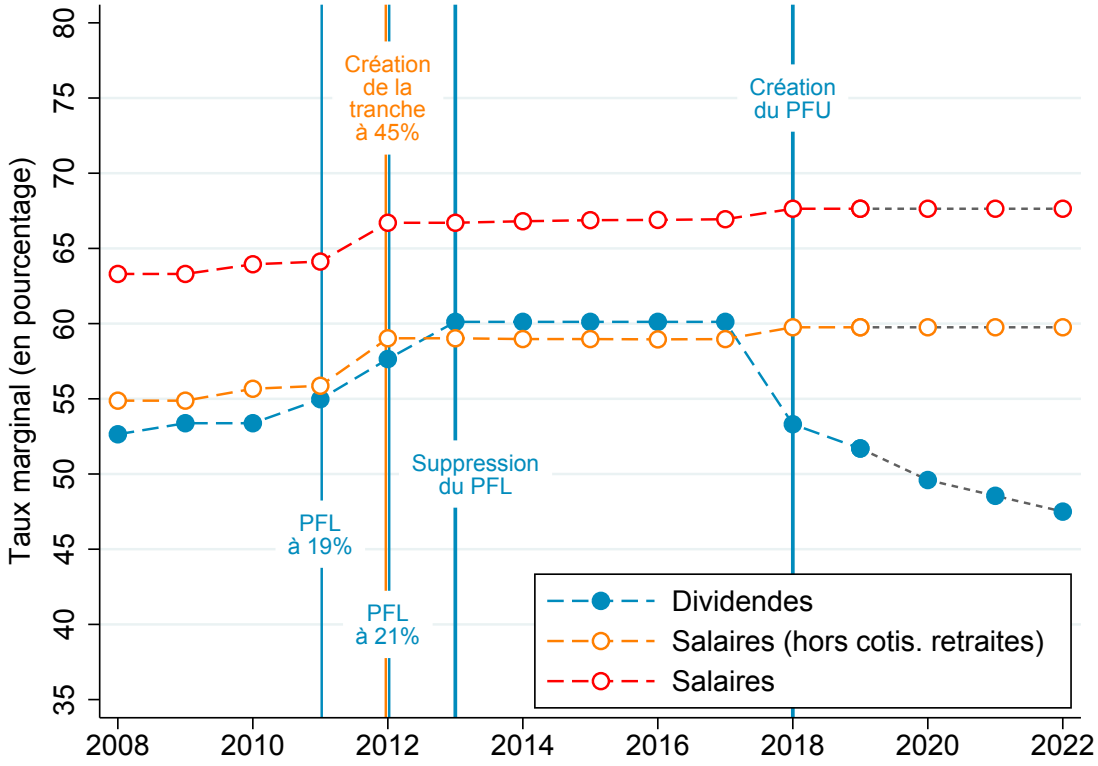
9. Afin d'opter pour le barème, le contribuable doit cocher la case *2OP* du formulaire 2042.
10. Seuls 115 000 foyers fiscaux environ déclaraient un montant positif de dividendes taxés au PFL en 2012, soit 0,3 % des foyers fiscaux. Sources : Déclarations nationales 2042, 2012.

Plus l'écart entre la taxation des salaires et la taxation des dividendes est élevé, plus les dirigeants-salariés d'entreprises ayant de la marge de manœuvre sur l'allocation de leurs revenus entre ces deux catégories ont intérêt à se rémunérer sous la forme du revenu le moins taxé (phénomène dit d'« income shifting »). Le graphique 3.1 représente l'évolution des taux marginaux maximaux de taxation s'appliquant aux salaires et aux dividendes, en tenant en compte des prélèvements sociaux et de l'impôt sur le revenu mais aussi des cotisations sociales et de l'impôt sur les sociétés. Concernant les salaires, le graphique représente le taux de taxation marginal total ainsi que le taux de taxation marginal excluant les cotisations de retraites, ces cotisations pouvant être considérées comme de l'épargne plutôt que comme une taxe.

La réforme de 2013 a diminué l'écart entre l'imposition marginale des salaires et celle des dividendes. Hors cotisations retraites, le taux marginal de taxation des dividendes devient même plus important que celui des salaires. Ceci crée une incitation, pour les dirigeants ayant ce pouvoir, à se rémunérer davantage en salaires qu'en dividendes. L'écart de taxation reste cependant faible avant et après la réforme. La réforme de 2018 a en revanche un effet important sur les incitations à se rémunérer en dividendes plutôt qu'en salaires. L'écart de taxation entre salaires et dividendes passe de - 1,1 à + 6,4 points de pourcentage. Cet écart est amené à se creuser jusqu'en 2022 du fait de la baisse progressive du taux de l'impôt sur les sociétés qui passe de 33,33 % en 2018 à 25 % en 2022.

S'inspirant du modèle suédois (voir le chapitre 2), un amendement au projet de loi de finances pour 2018 a été présenté par le sénateur Albéric de Montgolfier (n° I-625 du 24 novembre 2017) afin d'essayer de limiter ces comportements d'optimisation. Cet amendement anti-abus consistait, pour le cas des cadres dirigeants détenant plus de 10 % des droits de votes, à plafonner le bénéfice du PFU à la part du revenu n'excédant pas 10 % du capital social et du compte courant d'as-

GRAPHIQUE 3.1 – Évolution de la fiscalité des dividendes et des salaires (2008–2022)



NOTE : Les taux marginaux représentés sont des taux marginaux appliqués aux revenus super bruts (revenus bruts augmentés, le cas échéant, des cotisations employeurs). Ils correspondent au cas d'un célibataire sans enfant, salarié, cadre, cotisant au régime général de la Sécurité sociale, ne bénéficiant d'aucun crédit ou d'aucune réduction d'impôt, et ayant des revenus imposables annuels situés entre quatre et huit fois le plafond de la Sécurité sociale. Son revenu fiscal de référence est inférieur à 250 000 euros, c'est-à-dire qu'il ne paie pas la CEHR. Le taux marginal sur les dividendes inclut l'impôt sur les sociétés, les prélèvements sociaux et l'impôt sur le revenu (en supposant que l'individu opte pour le prélèvement forfaitaire les années où cette option est possible, c'est-à-dire de 2008 à 2012 et à partir de 2018). Le taux marginal sur les salaires inclut les cotisations sociales, les prélèvements sociaux et l'impôt sur le revenu (le montant des revenus de ce cas-type étant élevé, l'abattement de 10 % sur les salaires est plafonné dans son cas et l'individu se situe dans la dernière tranche du barème). Le taux marginal sur les salaires hors cotisations de retraites, correspond au même taux marginal que celui décrit précédemment diminué du montant des cotisations sociales finançant les retraites. Ce taux est le même dans le cas d'un individu ayant des revenus situés entre 4 et 8 plafonds de la Sécurité sociale que dans le cas d'un individu ayant des revenus supérieurs à 8 plafonds de la Sécurité sociale. Les projections de 2019 à 2022 sont effectuées à partir des taux annoncés d'impôt sur les sociétés et en faisant l'hypothèse d'une absence de variation du reste de la fiscalité.
SOURCES : Barèmes IPP.

socié. L'amendement a été voté au Sénat mais supprimé par la Commission des finances de l'Assemblée nationale, notamment au motif que cette mesure nuirait à la flexibilité des entreprises dans la fixation du calendrier de versement de leurs

dividendes. À l'inverse du système suédois, cet amendement ne permettait pas en effet aux actionnaires d'enregistrer des droits à dividendes futurs lorsque le montant annuel des dividendes était inférieur au plafond. L'effet de la réforme de 2018 sur l'écart entre taxation des dividendes et des salaires, et l'absence de dispositif anti-abus, laissent penser que cette réforme pourrait avoir davantage d'effets de déplacement de revenus que la mise au barème des dividendes en 2013.

Les potentielles incitations de déplacement de revenus vers les dividendes peuvent néanmoins être amoindries par la mise en place du prélèvement à la source en 2019. Les dividendes faisaient déjà l'objet d'un prélèvement à la source et ne sont pas affectés par cette réforme. Les revenus salariaux sont quant à eux prélevés à la source depuis 2019. Afin d'éviter en 2019 une imposition des revenus de 2019 (au titre du prélèvement à la source) et de 2018 (au titre de l'ancien régime d'imposition), les revenus salariaux de 2018 ne sont pas imposés. On parle alors d'« annnée blanche »[11]. Ainsi, la mise en place du prélèvement à la source peut donner, pour 2018 seulement, davantage d'incitations à percevoir des salaires plutôt que des dividendes, ceci allant dans le sens contraire du déplacement que l'on peut attendre du PFU. Néanmoins, cette possibilité est à relativiser, dans la mesure où seuls les revenus dits « non-exceptionnels » sont éligibles à l'année blanche et que l'appréciation du caractère exceptionnel des rémunérations des dirigeants de sociétés est renforcée. Est considérée comme exceptionnelle toute fraction du revenu de 2018 excédant le maximum des revenus de 2015, 2016 et 2017, sauf s'il est constaté *a posteriori* que les revenus de 2019 sont supérieurs aux revenus de 2018.

11. Concrètement, l'impôt 2019 sur les revenus 2018 est calculé selon les modalités habituelles. Puis, la fraction d'impôt associée aux revenus dans le champ du nouveau prélèvement à la source est restituée sous la forme du crédit d'impôt modernisation du recouvrement (CIMR).

Chapitre 4

Analyse descriptive de l'évolution des versements de dividendes

Ce chapitre présente l'évolution des dividendes reçus par les ménages résidents en France et versés par les entreprises domiciliées en France à partir de plusieurs sources différentes : les données agrégées de la comptabilité nationale, les données fiscales des ménages et les données fiscales et comptables des entreprises.

4.1 Séries agrégées

La mise au barème de l'IR des dividendes en 2013 ainsi que l'introduction du PFU en 2018 touchent en premier lieu les revenus du capital perçus par les ménages. À ce titre, la première source d'information sur l'impact de ces réformes provient du compte de revenu des ménages dans la Comptabilité nationale, et en particulier de la série D.421 qui recense les dividendes reçus par les ménages.

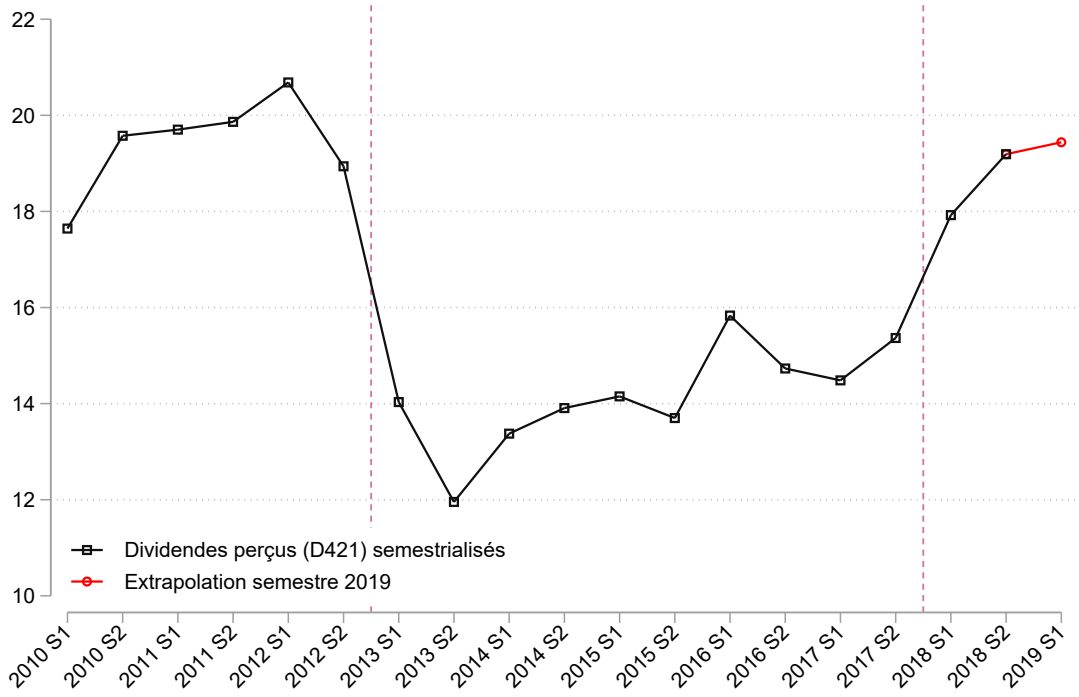
Depuis la base 2014, cette série est construite principalement à partir des déclarations de dividendes envoyées par les entreprises à l'administration fiscale dans les semaines qui suivent le paiement des dividendes. La source primaire de la série D.421 est donc disponible rapidement et permet d'alimenter la série D.4 des

comptes nationaux trimestriels qui inclut, outre les dividendes reçus par les ménages, les intérêts reçus nets des intérêts versés ainsi que les autres revenus d'investissement. À l'aide des comptes nationaux annuels, qui décomposent la série D.4 en ses divers éléments, et en faisant une hypothèse de stabilité à court terme des revenus de la propriété autres que les dividendes, nous retraitons les comptes nationaux trimestriels et proposons dans le graphique 4.1 une série semestrielle des dividendes reçus par les ménages.

Cette série présente deux ruptures de tendance : à la baisse entre 2012 et 2013 (- 13,6 milliards d'euros) et à la hausse entre 2017 et 2018 (+ 7,2 milliards d'euros). Des changements aussi importants situés au moment de la mise au barème des dividendes et de l'introduction du PFU suggèrent d'ores et déjà un impact possible de la taxation sur le niveau des dividendes reçus par les ménages. Le graphique 4.1 montre aussi que les ruptures de 2013 et 2018 ne sont pas symétriques puisqu'en montants absolus la hausse de 2018 ne rattrape qu'un peu plus de la moitié de la baisse de 2013. Une hypothèse qui semble raisonnable est que la baisse de 2013 n'est pas simplement liée à la mise au barème des dividendes mais aussi à l'introduction de cotisations sociales sur les dividendes perçus par les gérants majoritaires de SARL. Par ailleurs, il est possible qu'en l'absence de réformes le niveau des dividendes aurait évolué de manière significativement différente en 2012-2013 par rapport à 2017-2018. Seule l'analyse causale prenant en compte les déterminants des dividendes autres que la taxation pourra nous permettra d'être plus affirmatifs sur ce point.

Le redressement des dividendes à partir de 2018 pose aussi la question de la pérennité de cette évolution. En effet, dans l'hypothèse où les entreprises ont simplement versé en 2018 l'ensemble des résultats qu'elles se sont efforcées de garder en réserve entre 2013 et 2017 (hypothèse dite « d'encapsulage »), nous devrions observer une hausse particulièrement forte des dividendes en 2018, suivie d'un

GRAPHIQUE 4.1 – Évolution du niveau semestriel des dividendes perçus par les ménages selon la comptabilité nationale (2010–2019)



NOTE : La série D421 des dividendes versés aux ménages est semestrialisée à partir de la série des comptes trimestriels D4 (revenus nets de la propriété reçus par les ménages) sous l'hypothèse que la variabilité intra-annuelle de la série D4 est entièrement attribuable aux flux de dividendes (D421). La prévision pour le premier semestre 2019 est obtenue sous l'hypothèse que la composante de D4 non liée aux dividendes (principalement les intérêts) est constante entre 2018 et le premier semestre de 2019.
SOURCE : Comptabilité nationale, Insee.

retour du niveau des dividendes à son niveau d'avant 2013. Ce n'est pas ce que nous observons dans le graphique 4.1 puisque d'une part le niveau de dividendes atteint en 2018 ne dépasse pas celui de 2012, et d'autre part le montant des dividendes ne semble pas diminuer depuis le premier semestre 2018, ce qui suggère que le changement de régime observé dès le début de 2018 est durable. Cette observation ne suffit néanmoins pas à comprendre les mécanismes sous-jacents à ces mouvements de dividendes causés par les réformes de 2013 et 2018. Pour cela, une analyse empirique microéconomique est nécessaire.

4.2 Les dividendes reçus par les ménages

Cette partie se focalise sur les dividendes reçus par les ménages résidents en France, tels que décrits par les sources fiscales de l'impôt sur le revenu. L'objectif est de documenter l'évolution des flux de dividendes perçus, et de fournir des statistiques descriptives sur les liens potentiels entre cette évolution et la réforme de 2013 qui supprime le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL).

Cette analyse descriptive vise à mieux appréhender quels sont les ménages les plus touchés par la réforme de 2003, et ainsi de motiver les choix de l'analyse causale qui sera conduite au chapitre 5. Après de premières statistiques agrégées sur l'évolution des dividendes de 2008 à 2017, nous caractérisons les foyers fiscaux optant avant 2013 pour le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) sur les dividendes, en vigueur jusqu'en 2012. Nous comparons ces caractéristiques à celles des foyers fiscaux optant pour le barème. Enfin, nous documentons la structure de l'évolution des dividendes sur plusieurs années, afin de détecter de potentiels effets de la réforme de 2013.

L'ensemble de cette analyse se base sur les données fiscales issus des déclarations d'impôt sur le revenu produites par la DGFiP, et plus précisément les données de l'échantillon FELIN[1]. Ces données renseignent pour chaque année l'ensemble des informations de la déclaration fiscale pour un échantillon de 500 000 foyers fiscaux. Cet échantillon se caractérise par une représentation exhaustive des 0,5 % des foyers fiscaux les plus aisés. Cette base de données permet donc d'appréhender avec précision l'importante hétérogénéité des foyers fiscaux en haut de la distribution des revenus. Ces fichiers n'étant disponibles que jusqu'en 2017, l'ana-

1. Les fichiers FELIN ne constituent pas un panel mais un échantillon en coupes répétées. Les foyers fiscaux de l'échantillon ne sont pas forcément les mêmes entre les différentes années et n'ont pas d'identifiant invariant entre les millésimes. Il n'est donc pas possible de suivre un foyer fiscal au cours du temps. Les fichiers POTE, un panel contenant l'ensemble des déclarations fiscales années après années, n'ayant été mis à disposition des chercheurs qu'au cours de la réalisation de ce rapport, ils n'ont pu être mobilisés pour l'analyse développée dans cette partie. Ces données sont, en revanche, mobilisées dans le chapitre 5, qui analyse l'effet causal de la réforme du PFL en 2013.

lyse au niveau des ménages se concentre sur la période 2008-2017 et sur la réforme de 2013 uniquement.

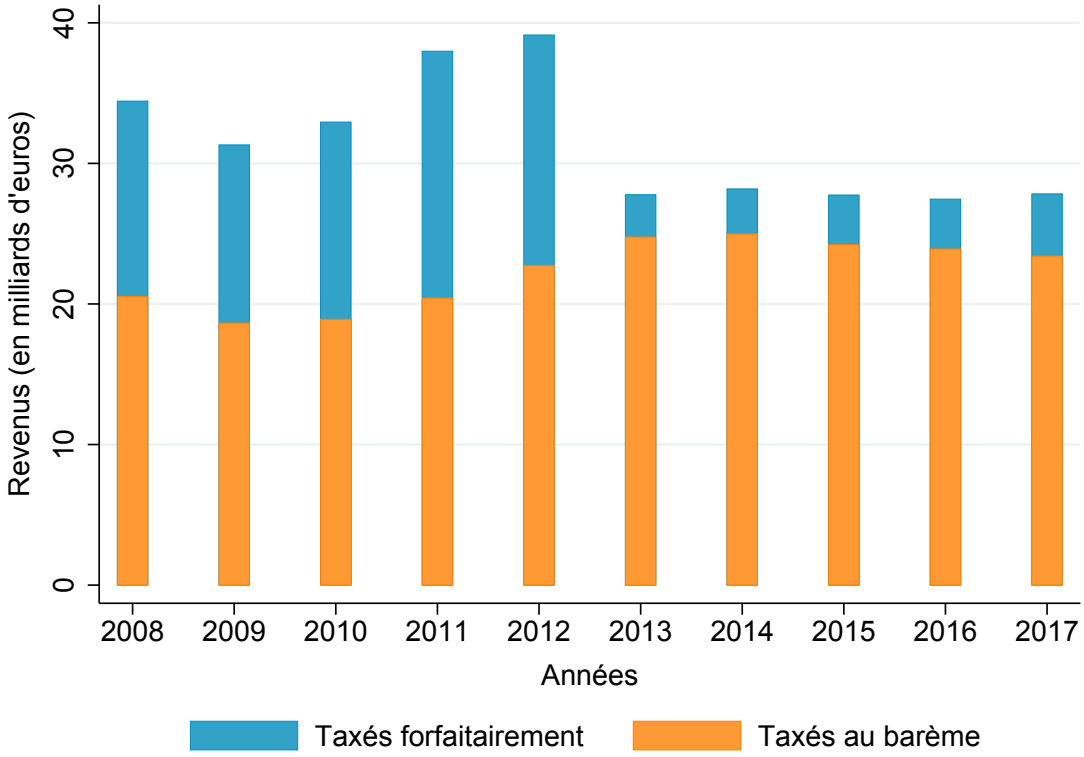
4.2.1 Évolution agrégée des revenus du capital des ménages de 2008 à 2017

À partir des données des déclarations fiscales des foyers fiscaux français, il est possible de reconstituer des séries agrégées de masses de revenus déclarés. Le graphique 4.2 représente l'évolution de 2008 à 2017 des revenus du capital déclarés à l'impôt sur le revenu. Ce graphique montre que les revenus du capital ont connu une tendance haussière de 2009 à 2012 avant de chuter de 29 % en 2013. Le niveau agrégé de 2013 se maintient au cours du temps, de sorte que les revenus du capital déclarés ne représentent en 2017 que 71,1 % de leur montant de 2012. Au sein des revenus du capital, les revenus taxés forfaitairement diminuent mécaniquement du fait de la suppression du PFL, sans toutefois devenir nuls du fait de l'existence de certains cas de revenus toujours taxés à un taux forfaitaire[2]. Cette baisse mécanique ne s'accompagne pas d'une hausse symétrique des revenus déclarés au barème, d'où la baisse de la masse globale de dividendes.

Le graphique 4.3 représente séparément l'évolution des revenus des actions et parts (dividendes) et l'évolution des autres revenus du capital (principalement les produits de l'assurance-vie et intérêts des produits de placement à revenu fixe). Le graphique montre que la baisse des revenus du capital observée en 2013 provient en grande partie des dividendes. La masse agrégée de dividendes déclarés à l'impôt sur le revenu baisse de 40,8 % entre 2012 et 2013 tandis que les autres revenus du capital ne baissent que de 13,7 %. Sous l'hypothèse que la suppression du PFL

2. La fiscalité des produits de l'assurance-vie n'est pas modifiée. Ces revenus restent taxables sur option à un taux forfaitaire qui varie selon la durée de détention du contrat et sa date de souscription. Par ailleurs, les produits de placement à revenu fixe restent taxables sur option au taux de 24 % lorsqu'ils ne dépassent pas 2 000 euros.

GRAPHIQUE 4.2 – Évolution des revenus du capital déclarés à l'impôt sur le revenu (2008–2017)



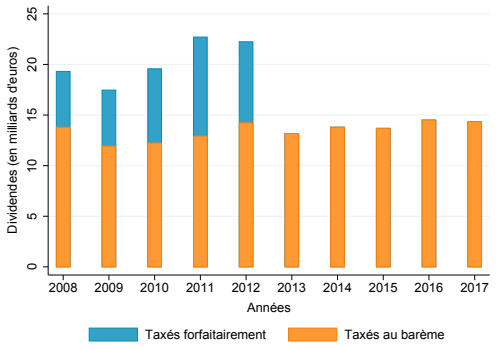
NOTE : Les revenus du capital représentés correspondent aux revenus déclarés à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des *revenus des valeurs et capitaux mobiliers*. Ils incluent notamment les dividendes, les produits de l'assurance-vie, les revenus imposables des PEA et les revenus des produits de placement à revenu fixe (intérêts). Ils n'incluent pas les plus-values et les revenus du capital immobilier (revenus fonciers).
SOURCE : Déclarations nationales 2042, DGFiP.

en 2013 soit bien à l'origine de la baisse agrégée des revenus du capital, il semble alors naturel que les dividendes constituent la catégorie de revenu la plus réactive. Les produits de placement à revenu fixe sont par nature plus persistants au cours du temps, et donc moins réactifs à court terme aux changements de fiscalité. Les produits de l'assurance-vie ne sont, quant à eux, pas affectés par la réforme de la mise au barème obligatoire des revenus du capital.

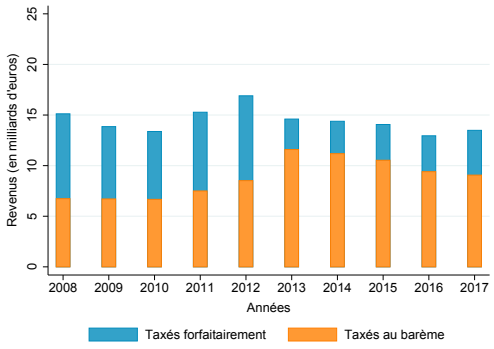
La corrélation entre la baisse agrégée du montant déclaré de dividendes survenue en 2013 et la suppression du PFL la même année peut laisser penser à une baisse des versements de dividendes de la part des entreprises du fait de l'aug-

GRAPHIQUE 4.3 – Évolution des revenus du capital déclarés à l'impôt sur le revenu (2008–2017) – décomposition par sous-catégorie

(a) Évolution des dividendes



(b) Évolution des autres revenus



NOTE : Les revenus du capital représentés correspondent aux revenus déclarés à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des *revenus des valeurs et capitaux mobiliers*. Le graphique (a) représente les dividendes (déclarés en case 2DA, 2DC et 2FU de la déclaration n°2042). Le graphique (b) représente les revenus des valeurs et capitaux mobiliers hors dividendes (déclarés en case 2DH, 2EE, 2FA, 2CH, 2TS, 2TR, 2GO de la déclaration n°2042.)
SOURCE : Déclarations nationales 2042, DGFiP.

mentation de la taxation des dividendes que la réforme implique pour certains contribuables. Des statistiques agrégées ne permettent cependant pas d'établir un lien causal entre l'évolution observée des dividendes et la réforme. En premier lieu, des facteurs macroéconomiques conjoncturels pourraient être à l'origine de cette baisse. Le fait que le niveau de dividendes relativement faible de 2013 persiste jusqu'à 2017 suggérerait qu'un tel choc macroéconomique ait eu un effet durant toute cette période. Par ailleurs, ce choc serait de nature à affecter plus fortement les dividendes par rapport aux autres revenus du capital, au regard du graphique 4.3. L'évaluation *ex post* sur données de panel permettra d'isoler ces facteurs potentiels, via une analyse où chaque foyer fiscal sera suivi au cours du temps, et où un degré d'exposition à la suppression du PFL pourra être défini précisément pour chacun de ces foyers (cf. chapitre 5, page 133).

La baisse des dividendes versés observée peut également être due à une réforme fiscale concomitante à la suppression du PFL. Une réforme relative aux dividendes reçus par les gérants majoritaires des sociétés à responsabilité limitée

(SARL) a été mise en place en 2013. Suite à cette réforme, les dividendes reçus par ces gérants majoritaires, pour leur montant excédant 10 % du capital social de l'entreprise, deviennent soumis aux cotisations sociales, et non plus aux prélèvements sociaux à 15,5 %. Ce changement représente une hausse importante de fiscalité sur les dividendes pour ces gérants majoritaires, ce qui pourrait expliquer au moins une part de la baisse des montants agrégés de dividendes déclarés à l'impôt sur le revenu (Boissel et Matray, 2019).

La suite de ce chapitre vise à fournir des statistiques descriptives permettant d'appréhender avec plus de précision les liens potentiels entre la baisse des dividendes versés en 2013 et la suppression du PFL, en caractérisant les foyers fiscaux optant pour le PFL avant 2013, et en analysant l'évolution des dividendes pour un ensemble de foyers fiscaux probablement peu affectés par la réforme concomitante de la fiscalité des dividendes des gérants majoritaires de SARL.

4.2.2 Caractéristiques des redevables au prélèvement forfaitaire libératoire avant 2013

Avant d'étudier le lien entre la baisse agrégée des dividendes versés en 2013 et la mise au barème de ces revenus, il est important de caractériser les foyers fiscaux optant pour le prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) avant la réforme de 2013, et donc potentiellement affectés par la mise au barème.

Le premier constat est l'importante concentration des dividendes soumis au PFL. Au titre des revenus de l'année 2012, seuls 106 499 foyers fiscaux déclarent au moins un euro de dividendes imposés au PFL, alors qu'ils sont 10,1 millions à déclarer des dividendes à soumettre au barème (voir le tableau 4.1). Si très peu de foyers optent pour le PFL, les masses déclarées sont cependant importantes : les dividendes soumis au PFL représentent 7,8 milliards d'euros, tandis que ceux soumis au barème représentent 14,0 milliards d'euros. Ainsi, les foyers fiscaux dé-

clarant un montant non nul de dividendes au PFL reçoivent en moyenne 73 584 euros de dividendes soumis à ce régime fiscal, tandis que les foyers fiscaux déclarant des dividendes au barème perçoivent en moyenne 1 389 d'euros au titre de ces revenus.

TABLEAU 4.1 – Principaux agrégats – dividendes reçus en 2012

	PFL	Barème
Nombre de foyers fiscaux déclarant des dividendes	106 499	10 082 817
Montant total déclaré (en millions d'euros)	7 837	14 006
Montant moyen par foyer fiscal (en euros)	73 584	1 389

NOTE : Le *nombre de foyers fiscaux déclarant des dividendes* correspond au nombre de foyers déclarants un montant non nul de dividendes à soumettre au PFL (1ère colonne) ou au barème (2ème colonne).
SOURCE : Échantillon FELIN 2012, DGFiP.

Le tableau 4.2 compare pour 2012 les caractéristiques des foyers fiscaux déclarant tout ou partie de leurs dividendes au PFL[3] avec celles des foyers fiscaux déclarant des dividendes uniquement au barème. Excepté pour l'âge du déclarant principal, les différences de moyenne entre les deux groupes sont statistiquement significatives à un niveau de 1 %, ce qui implique une corrélation importante entre les variables analysées et le choix des foyers fiscaux d'opter ou non pour le PFL. Le revenu fiscal de référence (qui est la mesure la plus large en termes de revenus renseignée dans les fichiers fiscaux) rapporté au nombre de parts fiscales est supérieur en moyenne de 79 384 euros chez les foyers fiscaux optant pour le PFL. Un montant moyen de revenus plus élevé chez les foyers fiscaux au PFL se retrouve également lorsqu'on se focalise sur des catégories de revenus fiscaux particulières (salaires, retraites, revenus des indépendants). Les foyers fiscaux au PFL sont également plus souvent caractérisés par la présence d'un conjoint, et par un nombre de personnes à charge plus élevé. Ces différences relatives à la composition familiale, bien que significatives, paraissent moins discriminantes que les différences en termes de revenu.

3. Ce groupe comprend les foyers fiscaux déclarant l'ensemble de leurs dividendes au PFL, et ceux déclarant une partie de leurs dividendes au PFL et une autre au barème (*option partielle*).

TABLEAU 4.2 – Comparaison des caractéristiques des foyers optant ou non pour le PFL en 2012

	PFL	Barème	Différence
Âge du déclarant principal	56,4	55,8	0,59*
Présence d'un conjoint	0,63	0,51	0,12***
Nombre de personnes à charge	0,69	0,53	0,16***
Revenu fiscal de référence par part fiscale	99 026	19 641	79 384***
Dividendes par part fiscale	38 040	707	37 332***
Salaires par part fiscale	31 982	11 165	20 818***
Pensions de retraite par part fiscale	9 461	6 377	3 084***
Revenus des indépendants par part fiscale	4 572	1 547	3 025***
Nombre d'observations	15 039	208 676	
Nombre de foyers fiscaux (pondérés)	106 499	10 082 817	

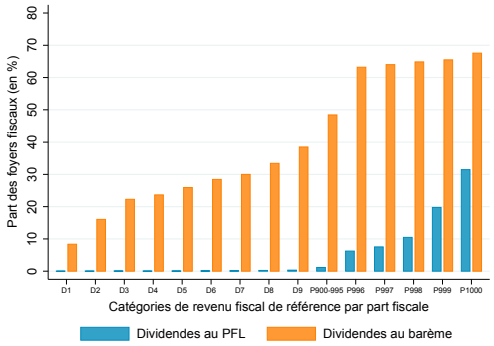
NOTE : Ce tableau compare les foyers fiscaux ayant déclaré en 2012 un montant non nul de dividendes au PFL avec les foyers fiscaux ayant déclaré en 2012 un montant non nul de dividendes mais intégralement au barème progressif.
SOURCE : FELIN 2012, DGFiP.

Le revenu fiscal de référence par part fiscale semble donc à ce stade être la variable capturant le mieux le choix d'opter ou non pour le PFL. Les foyers fiscaux optant pour une imposition de leurs dividendes au PFL ont en moyenne un revenu fiscal de référence par part fiscale plus élevé que les foyers choisissant le barème. Le graphique 4.4 représente les différences moyennes de caractéristiques en 2012 entre les deux types de redevables classés par quantile de revenu fiscal de référence par part. Le graphique 4.4a représente pour chaque catégorie de revenu la part de foyers fiscaux déclarant des dividendes au PFL, et la part des foyers fiscaux déclarant des dividendes uniquement au barème. Les redevables du PFL se retrouvent majoritairement au niveau des foyers les plus aisés. Le graphique 4.4b montre pour ces même catégories le montant moyen de dividendes déclarés dans chaque régime (barème ou PFL). Le principal constat fourni par ce graphique est la concentration importante de la masse de dividendes déclarés au PFL en haut de la distribution des revenus. Alors qu'au niveau du dernier millile, les foyers fiscaux au PFL restent minoritaires, les montants moyens de dividendes déclarés au titre de ce régime d'imposition dépassent largement les dividendes au barème

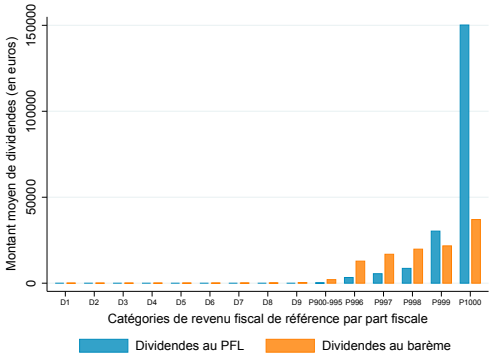
(150 200 euros en moyenne déclarés au PFL et 37 000 euros déclarés au barème). Enfin, le graphique 4.4c représente pour chaque catégorie de revenu la part des dividendes déclarés au PFL dans les dividendes totaux déclarés au sein de cette catégorie. Cette part passe de 7,3 % à 20,5 % entre le "P900-P995" et le "P996", alors que la part de foyers fiscaux au PFL reste stable entre ces deux catégories. Pour le dernier millile, alors que seuls 31,5 % des foyers fiscaux sont au PFL (et 67,6 % au barème), les dividendes soumis au PFL représentent 80,2 % des dividendes totaux.

GRAPHIQUE 4.4 – La répartition du PFL en 2012 selon le revenu fiscal

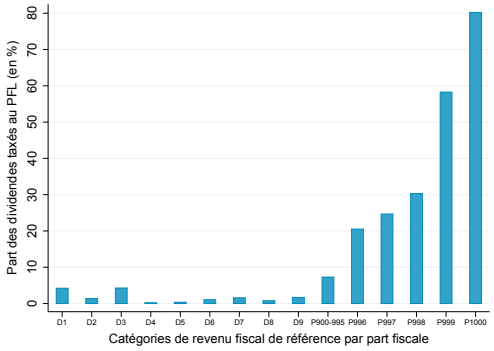
(a) Part des foyers fiscaux



(b) Montants moyens de dividendes



(c) Part des dividendes au PFL



NOTE : L'axe horizontal de ces trois graphiques correspond à un classement en déciles (10 groupes) de revenu fiscal de référence par part fiscale, avec un zoom sur les 0,5 % des foyers fiscaux les plus aisés. Les neuf premiers groupes représentent chacun 10 % de la population des foyers fiscaux. Le 10ème (*P900-995*) représente les 9,5 % suivants. Chacun des cinq groupes suivants représente 0,1 % de la population. Le dernier groupe (*P1000*) représente ainsi les 0,1 % des foyers fiscaux ayant le revenu fiscal de référence par part le plus élevé.
SOURCE : Modèle TAXIPP 1.0 sur données FELIN 2012, DGFiP.

Le faible nombre de redevables optant pour le PFL et la concentration de ces redevables parmi les foyers les plus aisés s'explique en large partie par la diffé-

rence de niveau de taxation qui existe entre ces deux options. Si le taux statutaire du PFL peut sembler relativement faible par rapport aux taux marginaux du barème de l'impôt sur le revenu, pour la plupart des foyers la taxation au barème s'avère, en réalité, plus intéressante financièrement. Dans le cas d'une imposition au barème, les dividendes déclarés bénéficient d'un abattement de 40 %[4] et de la déductibilité d'une partie de la CSG (5,1 % pour les revenus 2012). Par ailleurs, d'autres configurations plus spécifiques peuvent rendre l'option pour le barème intéressante, comme l'éligibilité à des montants importants de réductions d'impôt par exemple. En théorie donc, seuls les foyers fiscaux se situant dans la tranche à 41 ou à 45 % du barème ont un intérêt potentiel à choisir le PFL. Le graphique 4.5 représente la manière dont l'écart d'imposition qui existe entre ces deux options varie entre les foyers selon leur place dans la distribution des revenus. En premier lieu, le graphique 4.5a représente la moyenne de taux de taxation moyen au sein de différentes catégories de population classées selon leur revenu fiscal de référence par part fiscale. Il compare les taux de taxation moyen des redevables dans une situation où l'ensemble des dividendes seraient taxés au barème par rapport à une situation où l'ensemble des dividendes seraient taxés au PFL[5]. L'option pour le PFL engendrerait des taux de taxation moyen en moyenne plus élevés que l'option pour le barème. La différence de taux est cependant décroissante avec les revenus et devient presque nulle en haut de la distribution des revenus, à partir du $P99$. En second lieu, le graphique 4.5b documente l'hétérogénéité qui existe entre foyers, au sein d'une même catégorie de revenus. Il représente l'écart moyen d'impôt payé entre les deux options ainsi que trois autres moments de la distribution de cet écart ; la médiane et les fractiles $P10$ et $P90$. Un écart positif correspond à une situation où l'impôt payé suite au choix du barème est plus élevé que suite

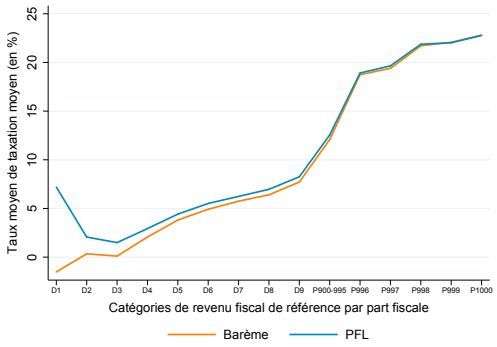
4. Jusqu'en 2011, la taxation au barème des dividendes permettait également de bénéficier d'un abattement fixe de 1 525 euros pour un célibataire et 3 050 euros pour un couple.

5. Ces deux situations sont fictives puisqu'en réalité, certains foyers choisissaient le barème, d'autres le PFL et enfin certains optaient pour une imposition mixte.

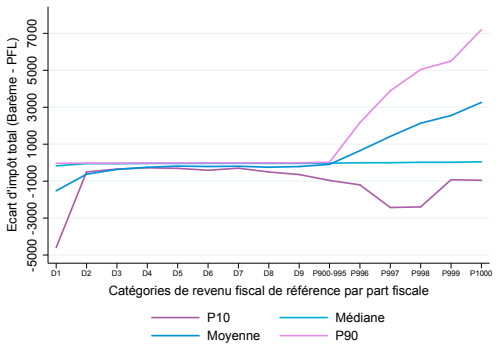
au choix du PFL (le PFL est financièrement plus intéressant que le barème dans ce cas). Au sein d'une même catégorie de revenus, il existe des différences importantes entre les foyers. L'option pour le PFL devient intéressante, en moyenne, dès le $P996$ puisque l'écart moyen devient positif. Mais, le barème continue à être plus avantageux pour une partie de ces ménages. L'hétérogénéité la plus forte se retrouve au niveau du dernier millime, $P1000$. Pour 10 % des foyers, choisir le PFL entraîne une perte de plus de 951 € tandis que pour 10 % d'entre eux, cela crée un gain de plus de 7 200€.

GRAPHIQUE 4.5 – Taxation au PFL et taxation au barème selon la législation des revenus 2012

(a) Taux de taxation moyen



(b) Écarts de montants d'imposition



NOTE : Les foyers fiscaux déclarant un montant de dividendes annuels inférieurs à 100 euros sont exclus de l'analyse. Les taux moyens de taxation et les montants d'impôt dus sont calculés, pour chaque foyer fiscal, à partir de deux situations théoriques. Dans la première, on suppose que l'ensemble des dividendes du foyer sont taxés au barème, et dans la deuxième, on suppose que l'ensemble de ces dividendes sont taxés au PFL. Le taux de taxation moyen d'un foyer est calculé comme le ratio entre l'impôt total dû (incluant les prélèvements forfaitaires) et le revenu fiscal de référence. L'axe horizontal de ces trois graphiques correspond à un classement en déciles de revenu fiscal de référence par part fiscale, avec un zoom sur les 0,5 % des foyers fiscaux les plus aisés (voir graphique 4.4 pour une description plus précise de ce classement).

LECTURE :

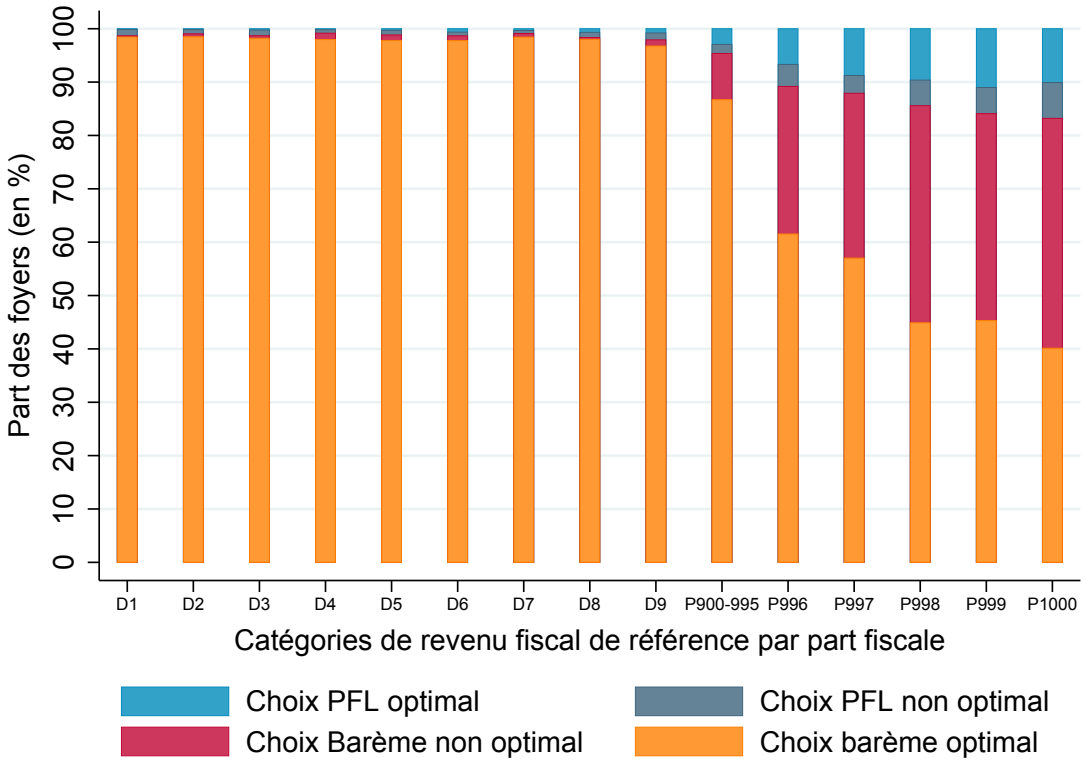
(a) Le taux de taxation moyen des foyers du neuvième décile (D9) serait de 8,2 % si l'ensemble des foyers optaient pour une imposition de leurs dividendes au PFL tandis qu'il serait de 7,7 % s'ils optaient pour une imposition au barème de leurs dividendes.

(b) Au sein du neuvième décile (D9), la différence d'imposition entre l'option "Barème" et l'option "PFL" est comprise pour 90 % des foyers entre -641 € (P10) et -7€ (P90).

SOURCE : Modèle TAXIPP 1.0 sur données FELIN 2012.

Dans les faits, le graphique 4.6 montre qu'une part non négligeable des foyers

GRAPHIQUE 4.6 – Catégorisation des foyers selon leur choix de taxation



NOTE : Les foyers fiscaux déclarant un montant de dividendes annuels inférieurs à 100 euros sont exclus de l'analyse. Sont considérés comme choisissant le PFL, les foyers déclarant un montant non nul de dividendes taxés au PFL, ce qui inclut les foyers choisissant une imposition mixte. Un choix de taxation est considéré comme non optimal si la différence d'impôt entre ce choix et l'autre choix possible est supérieure à 15 euros. L'axe horizontal de ces trois graphiques correspond à un classement en déciles de revenu fiscal de référence par part fiscale, avec un zoom sur les 0,5 % des foyers fiscaux les plus aisés (voir graphique 4.4 pour une description plus précise de ce classement).
SOURCE : Modèle TAXIPP 1.0 sur données FELIN 2012.

ne semble pas choisir le mode d'imposition de leurs dividendes qui minimise leur imposition effective. Parmi les 10 % des foyers les plus aisés, environ 10 % d'entre eux choisissent le barème alors même que leur impôt total aurait été moindre en optant pour l'imposition forfaitaire. Parmi les 0,1 % des foyers les plus aisés, cette proportion monte à 43 %.

En résumé, la suppression du PFL intervenue 2013 est une réforme qui n'affecte que très peu de foyers fiscaux, bien que ces foyers représentent une part importante des dividendes totaux déclarés. La raison pour laquelle le recours au PFL est moindre tient à la fois au fait que ce mode de taxation est rarement avantageux

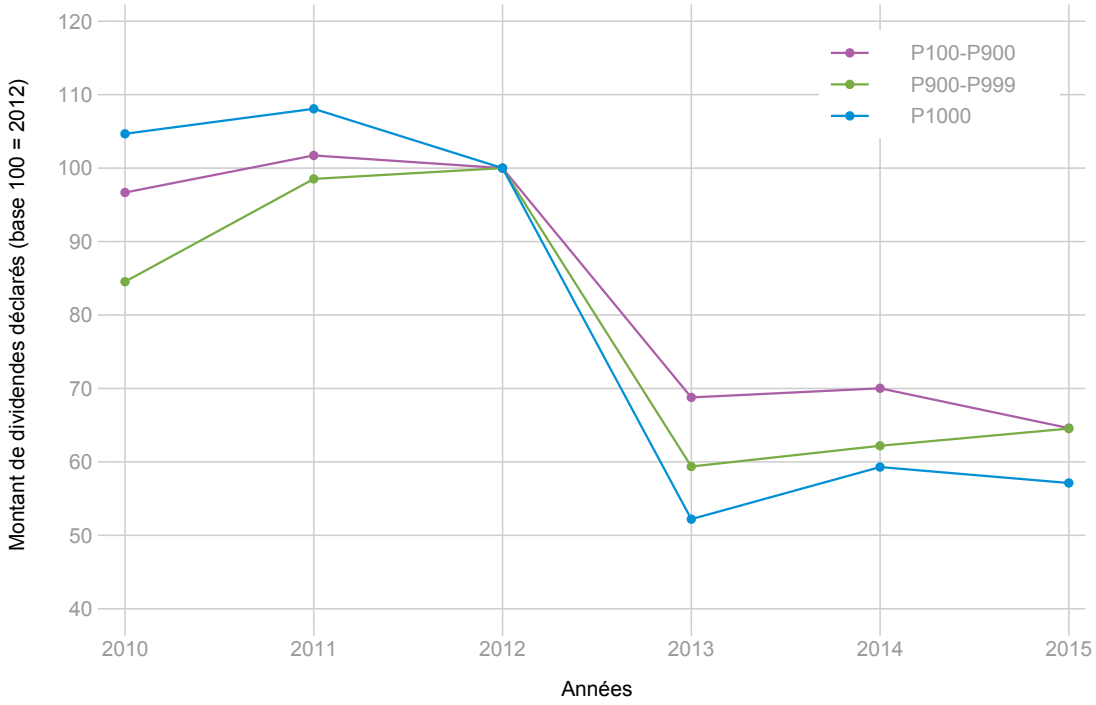
pour les foyers et au fait que, même lorsque c'est le cas, certains foyers choisissent le barème malgré tout. Les foyers qui optent pour le PFL ont en moyenne des revenus totaux plus élevés ainsi que des montants de dividendes perçus plus élevés que les autres foyers.

4.2.3 Évolution des dividendes déclarés suite à leur mise au barème en 2013

Nous étudions dans cette partie le lien entre la mise au barème des dividendes en vigueur à partir de 2013, et l'évolution constatée des dividendes reçus par les ménages. L'exercice consiste à regarder s'il existe chez les foyers fiscaux ayant le plus de probabilité d'avoir opté pour le PFL une évolution de leurs dividendes qui diffère de celles des autres foyers fiscaux. Les résultats présentés dans la section 4.2.2 montrent une concentration forte de la déclaration des dividendes au PFL pour les derniers milliles de la distribution des revenus. Si la mise au barème des dividendes a eu un effet sur les montants déclarés de revenus, il est alors probable que l'évolution constatée des dividendes au cours du temps soit fortement différenciée entre ces derniers milliles et le reste de la distribution des revenus.

Le graphique 4.7 montre l'évolution du montant agrégé de dividendes déclarés par catégories de revenus. L'évolution observée entre 2012 et 2013 est différente de celle observée les autres années. Entre 2012 et 2013, les flux de dividendes ont baissé, en moyenne, pour chaque catégorie de revenus. Cette baisse est plus importante que celle constatée les autres années. Ce contraste suggère qu'un choc survenu en 2013 aurait pu engendrer une réaction comportementale induisant une baisse du montant de dividendes déclarés. La baisse des dividendes entre 2012 et 2013 croit avec le niveau de revenu, pour atteindre 47,8 % au sein du dernier millile, à savoir la catégorie potentiellement la plus affectée par la mise au barème des dividendes. Néanmoins, le fait que cette baisse soit observée pour l'ensemble

GRAPHIQUE 4.7 – Évolutions annuelles des dividendes reçus par catégorie de revenu fiscal



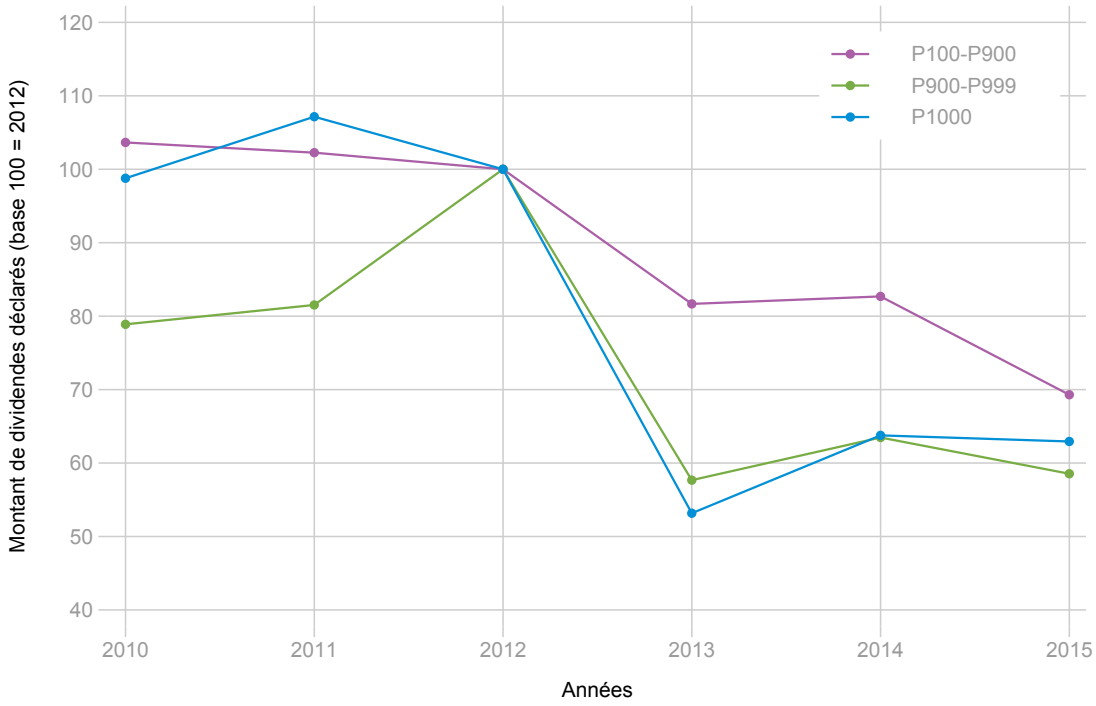
NOTE : Dans ce graphique, la population est classée en trois groupes selon leur revenu fiscal de référence par part fiscale. Le groupe *P100-P900* correspond aux foyers des neufs premiers déciles, il représente donc les 90 % des foyers les moins aisés. Le groupe *P900-P999* représente les 9,9 % des foyers suivant dans la distribution. Le groupe *P1000* représent les 0,1 % des foyers les plus aisés.
SOURCE : FELIN 2010–2015, DGFiP.

des catégories de revenu suggère qu'une partie de ces variations n'est pas due à la seule mise au barème des dividendes.

En 2013 intervient également une autre réforme qui affecte les gérants majoritaires des Sociétés à responsabilité limitée (SARL). Les dividendes reçus par ces gérants majoritaires deviennent soumis aux cotisations sociales, ce qui tire à la hausse la fiscalité relative des dividendes de ces redevables par rapport à leurs autres sources de revenu. Au vu de ses caractéristiques, cette réforme est susceptible d'affecter un spectre plus large de foyers que la suppression du PFL qui affecte majoritairement les foyers des derniers milliles. Une partie de la baisse des dividendes constatée en 2013 dans le graphique 4.7 pourrait être due à cette autre

réforme.

GRAPHIQUE 4.8 – Évolutions annuelles des dividendes reçus par catégorie de revenu fiscal – déclarant âgé de 65 ans ou plus



NOTE : Ce graphique se focalise sur les foyers fiscaux dont le déclarant principal est âgé de plus de 65 ans. Dans ce graphique, la population est classée en trois groupes selon leur revenu fiscal de référence par part fiscale. Le groupe *P100-P900* correspond aux foyers des neufs premiers déciles, il représente donc les 90 % des foyers les moins aisés. Le groupe *P900-P999* représente les 9,9 % des foyers suivant dans la distribution. Le groupe *P1000* représente les 0,1 % des foyers les plus aisés.
SOURCE : FELIN 2010–2015, DGFiP.

Afin d'essayer d'isoler de manière plus précise l'effet propre de la mise au barème des dividendes, une solution est de se focaliser sur les foyers de retraités dont il est naturel de penser qu'ils ne sont, en grande majorité, pas affectés par la réforme de la taxation des dividendes des gérants de SARL. Le graphique 4.8 est analogue au graphique 4.7 mais se focalise sur les foyers fiscaux dont le déclarant principal est âgé de plus de 65 ans. Entre 2012 et 2013, l'évolution des dividendes des retraités semble fortement corrélée à leur niveau de revenu. Ainsi, la baisse des dividendes observée chez les foyers des neufs premiers déciles est de 18,3 % tandis que celle observée dans le dernier décile est de 42,9 % en moyenne. La baisse est

donc plus de deux fois plus importante dans le dernier décile, là où se concentrent les foyers ayant des montants importants de dividendes soumis au PFL (voir le graphique 4.4).

Il n'est pas possible, à partir de ces statistiques descriptives, de conclure à l'existence d'un lien causal entre la suppression du PFL et la chute des dividendes versés en 2013. Néanmoins, la concentration des baisses de dividendes en haut de la distribution des revenus lorsqu'on se focalise sur des foyers fiscaux potentiellement peu affectés par des réformes concomitantes suggère d'analyser plus en détail le lien entre le choix d'opter pour le PFL avant 2013 et la variation au cours du temps des revenus des actions, à l'aide de méthodes d'évaluation *ex post*. Pour ce faire, il sera cependant nécessaire d'utiliser des données de panel, permettant de suivre chaque foyer fiscal au cours du temps, et de caractériser la variation des dividendes reçus par chacun d'eux en fonction de leurs choix fiscaux initiaux en termes d'arbitrage entre le PFL et le barème (cf. chapitre 5).

4.3 Les dividendes versés par les entreprises

Dans cette partie, nous nous intéressons aux dividendes versés par les entreprises. Les réformes présentées au chapitre 3 portent sur la fiscalité des ménages, sur les dividendes reçus par ceux-ci. Néanmoins, la décision de verser des dividendes est prise au niveau de l'entreprise. La distribution de dividendes est généralement décidée sur proposition du ou des dirigeants en assemblée générale. Dès lors analyser la réaction des entreprises est essentiel afin de comprendre les flux de dividendes perçus par les ménages et leur réaction à la fiscalité.

Le montant agrégé des dividendes bruts versés par les entreprises – qu'il s'agisse des données de comptabilité nationale ou bien des données de comptes des entreprises – est largement supérieur à celui des dividendes perçus par les ménages. Cet écart s'explique principalement par l'importance des dividendes entre entre-

prises. Puisque la fiscalité des dividendes inter-entreprises n'a pas été affectée ni par la mise au barème des dividendes, ni par la mise en place du PFU, nous nous intéressons principalement aux dividendes versés à des personnes physiques. En pratique, cela implique de centrer notre analyse sur les dividendes versés par des entités indépendantes principalement détenues par des personnes physiques. Les filiales ou autres entreprises possédées par d'autres personnes morales seront inclues dans l'analyse principalement dans le but de constituer un groupe de contrôle visant à évaluer *de façon causale* les effets des réformes de la fiscalité des dividendes (cf. chapitre 6.

Notre analyse porte principalement sur les entreprises détenues par des personnes physiques (section 4.3.1). Dans un second temps, nous nous concentrons sur les entreprises cotées en bourse (section 4.4) pour lesquelles des données supplémentaires sont disponibles.

Comme nous le verrons dans la section 4.3.1, la politique de distribution du premier ensemble d'entreprises apparaît fortement réactive aux variations de la fiscalité en matière de dividendes. Au contraire, le comportement des entreprises cotées (section 4.4) en matière de dividendes est très stable au cours du temps et les séries temporelles décrivant leur versement de dividendes ne sont pas caractérisées par des évolutions marquées lors des années de réformes. De plus, la comparaison, parmi les entreprises cotées, des trajectoires de firmes plus ou moins exposées aux réformes de la fiscalité de dividendes, ne met pas en avant de tendance différentielle des unités les plus exposées. Globalement, nos résultats suggèrent une absence de forte réaction des entreprises cotées. Dès lors, la baisse observée en 2013 des dividendes perçus par les ménages apparaît attribuable au comportement des entreprises non-cotées.

4.3.1 Les dividendes versés par les entreprises détenues par des personnes physiques (2007–2018)

Dans cette section, nous nous intéressons aux entreprises détenues par des personnes physiques. Nous présentons dans un premier temps les données utilisées (section 4.3.1.1). Nous explicitons ensuite les critères retenus afin de déterminer les échantillons sélectionnés (section 4.3.1.2) avant de présenter des statistiques descriptives sur la politique de distribution des entreprises appartenant à ces échantillons (section 4.3.1.3).

4.3.1.1 Présentation des données

Trois grandes sources de données sont mobilisées : les liasses fiscales d'entreprises correspondent aux données collectées par l'administration fiscale dans le but du prélèvement des impôts sur les bénéfices ; les données des greffes des tribunaux de commerce ; et finalement la base non-salariés de l'Insee. Les données fiscales ont l'avantage d'être beaucoup plus complètes mais ne sont disponibles que jusqu'en 2016, alors que les données du registre national du commerce permettent de mesurer des effets pour les comptes de 2018.

Les données fiscales d'entreprise. Les données fiscales mobilisées correspondent à un appariement de trois fichiers distincts : les fichiers des bénéfices industriels et commerciaux au régime normal (BIC-RN) ; le fichier des périmètres des groupes fiscaux (PGF) et l'enquête sur les liaisons financières entre sociétés (LIFI) de groupe. Les fichiers PGF et LIFI permettent de repérer les unités légales appartenant à un groupe fiscal ou bien à un groupe économique.

Les réformes d'intérêt portent sur la fiscalité des personnes physiques. Dès lors, il est important de considérer des entreprises indépendantes et susceptibles de verser des dividendes à des personnes physiques. À partir de l'appariement

des BIC-RN à LIFI, nous définissons comme indépendantes, les entreprises dont plus de 50 % des actions appartiennent à des personnes physiques si ce ratio est renseigné dans les liasses fiscales ou, si ce ratio n'est pas renseigné, comme les entreprises n'étant pas signalées comme filiale d'un groupe au sens fiscal (PGF) ou économique (LIFI).

Le fichier BRN-RN contient une variable afférente aux dividendes distribués au titre de l'exercice clos à une date donnée. Les résultats en instance d'affectation et les prélèvements opérés sur les réserves peuvent être affectés à une réserve (légale ou autres), au report à nouveau, au versement de dividendes aux associés ou actionnaires de l'entreprise, ou encore à une distribution entre associés autre qu'une distribution de dividendes. Ces deux types de rémunération des associés sont pris en compte.

Comptes annuels du registre national du commerce et des sociétés. Afin de mesurer les dividendes pour les exercices comptables finissant en 2017 et 2018, nous exploitons les Comptes annuels déposés auprès des greffes des tribunaux de commerce [6].

Les données sont complètes pour les exercices clos en 2017 et partielles pour les exercices clos en 2018. En particulier, les entreprises ayant clôturé leur compte au 31 décembre de 2018 n'ont pas encore toutes déposé leurs comptes annuels à la fin août 2019. Cette limite incite à interpréter les statistiques agrégées pour 2018 issues des données de greffe avec prudence du fait d'effets de composition. Ces effets de composition sont néanmoins certainement limités car nous ne sélectionnons parmi les entreprises présentes dans les comptes annuels de 2017 et 2018 que celles présentes dans les liasses fiscales en 2016 et dont nous pouvons déterminer qu'elles appartiennent à des personnes physiques – ainsi l'ensemble

6. Ces données sont rendues disponibles en ligne par l'Institut national de propriété intellectuelle (INPI) sur le site https://www.inpi.fr puis centralisées dans le registre national du commerce et des sociétés. La mise à jour du site est quotidienne et notre dernière extraction utilisée pour ce rapport date du 27 août 2019.

des entreprises incluses en 2017 et 2018 le sont également en 2016.

Par ailleurs, nous présentons des statistiques de 2007 à 2018 pour un autre échantillon composé des entreprises ayant déposé leurs comptes en 2018. Cet échantillon est plus petit mais présente l'avantage d'être stable au cours du temps – c'est-à-dire que les entreprises utilisées pour construire les statistiques ne varient pas d'une année à l'autre.

Contrairement aux liasses fiscales, ces données ne renseignent pas directement les dividendes versés par les entreprises. Elles contiennent néanmoins assez d'information sur le résultat de chaque exercice et l'évolution des réserves entre exercices afin d'en déduire par une méthode indirecte le montant des dividendes [7].

La base non-salariés. Ce fichier de données est constituée à partir des déclarations sociales des indépendants provenant de deux principaux fournisseurs (l'ACOSS et la CCMSA). Les données sont complétées chaque année par des variables provenant des DADS grand format et des répertoires SIRENE.

La base non-salariés permet d'étudier l'emploi et les revenus d'activité des non-salariés de façon quasi-exhaustive. Elle est utile à l'objet de notre étude car elle permet de déterminer quelles entreprises ont été dirigé à un moment donné entre 2006 et 2015 par un gérant majoritaire et sous quelle catégorie juridique.

4.3.1.2 Constitution de l'échantillon d'analyse

Une fois les données appariées, nous réalisons plusieurs filtres afin d'isoler un groupe d'entreprises pertinents. Nous ne sélectionnons que les exercices clos en décembre d'une année donnée [8]. Nous ne conservons que les entreprises entièrement possédées par des personnes physiques – cette restriction exclut implicite-

7. La comparabilité entre dividendes renseignés directement par les entreprises et ceux déduits indirectement est testée à partir des liasses fiscales qui comportent les deux ensembles d'informations.

8. Cela permet de limiter la possibilité que certaines entreprises dans l'échantillon aient joué sur la date précise du versement des dividendes afin d'éviter, ou *a contrario*, de profiter des réformes de la fiscalité des dividendes de 2013 et 2018.

ment les observations pour lesquelles les données d'actionnariat sont manquantes. De plus, nous excluons les entreprises dont le capital social est manquant en 2016 ou 2017 (car nous ne pouvons pas calculer les dividendes pour ces entreprises).

Au sein de cet échantillon, nous distinguons les sociétés à responsabilité limitée (SARL) avec gérant majoritaire et les autres sociétés – principalement des sociétés anonymes (SA) et des sociétés par actions simplifiée (SAS). Cette distinction est motivée par la réforme concomitante à la mise au barème des dividendes qui affecte les SARL à gérant majoritaire – voir section 3.3 [9].

4.3.1.3 Statistiques descriptives

Séries agrégées. Les graphiques 4.9a et 4.9b présentent respectivement la part des entreprises versant des dividendes (marge extensive) et le ratio dividendes sur capitaux propres. Chaque graphique contient deux séries. La première série (en gris – dividendes observés) est construite sur la base des dividendes tels que reportés dans les liasses fiscales des entreprises. La deuxième série (en noir – méthode indirecte) est construite sur la base d'une reconstitution des dividendes à partir des résultats et de l'évolution des réserves. Cette deuxième série présente l'avantage d'être calculable à partir des données des greffes des tribunaux de commerce et donc d'être disponible pour les années 2017 et 2018.

Le graphique 4.9a montre une baisse très nette à la marge extensive entre 2012 et 2013 avec une diminution de la part des entreprises distributrices de 44,4 % à 28,8 % selon la série des dividendes observés. Les dividendes déduits (méthode indirecte) suggèrent un taux plus élevé de versement de dividendes. Il est rassurant de constater que cette série suit une dynamique très proche de celle des dividendes observés. On constate une légère remontée de la part des entreprises versant des dividendes entre 2015 et 2017 (+1,75 points par an) qui s'accélère nettement entre 2017 et 2018 (+4,94 points). Cette hausse correspond à environ 30 % de la baisse

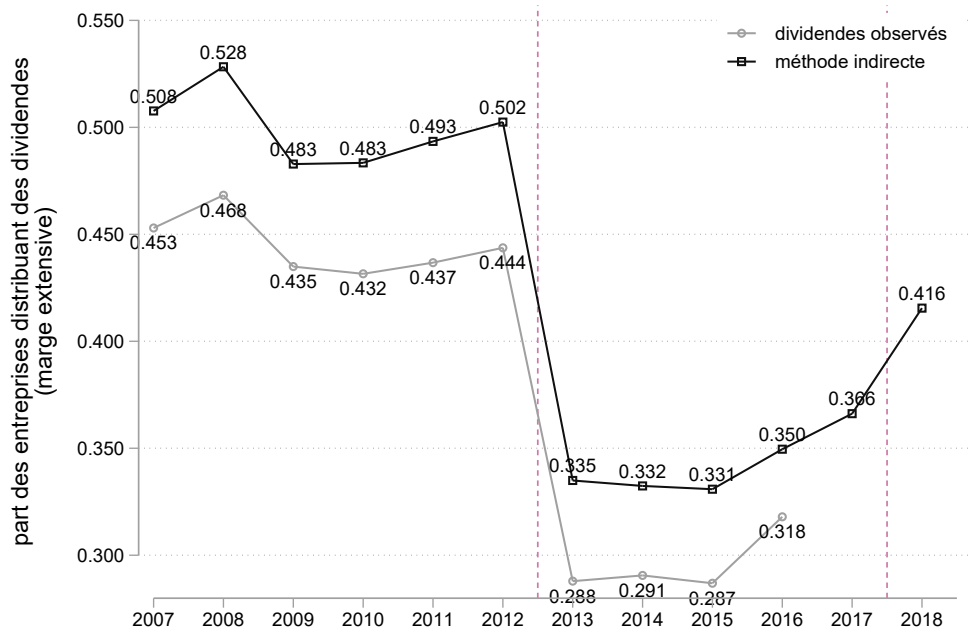
9. C'est cette réforme qui est étudiée par Boissel and Matray (2019).

observée entre 2012 et 2013 (-16,7 points).

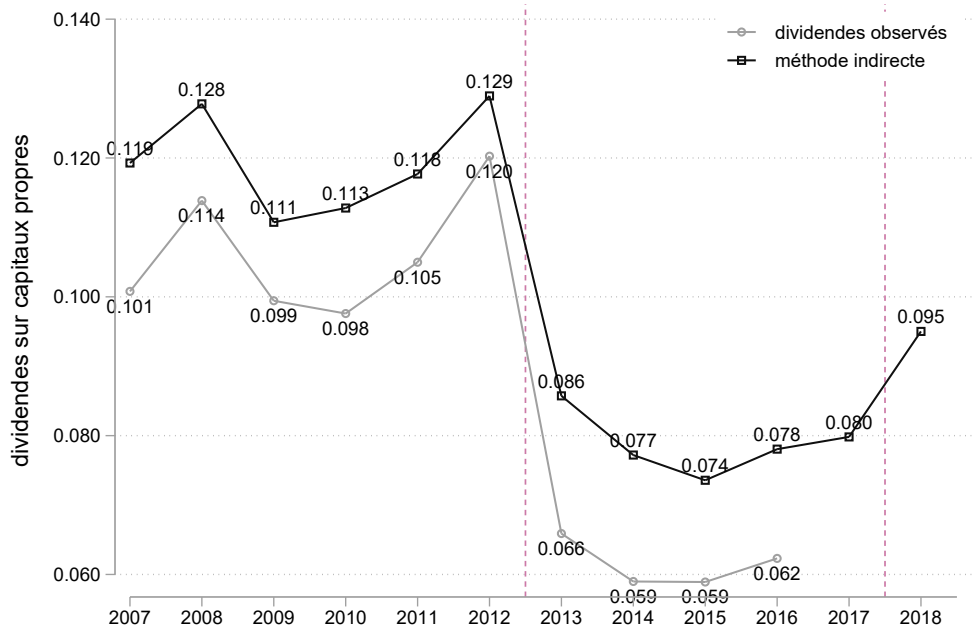
Le graphique 4.9b montre une forte diminution du ratio dividendes sur capitaux propres entre 2012 et 2013 (-4,3 points). Cette baisse est largement attribuable à la marge extensive, c'est-à-dire à la part croissante d'entreprises ne versant aucun dividendes en 2013. On constate une hausse très nette de ce ratio entre 2017 et 2018 (+1,5 points). La netteté de l'évolution des dividendes les années de réformes de la fiscalité est fortement suggestive d'un effet causal de la fiscalité sur les versements des entreprises.

GRAPHIQUE 4.9 – Versement de dividendes par les entreprises détenues par des personnes physiques (2007–2018)

(a) Part des entreprises versant des dividendes



(b) Dividendes sur capitaux propres



NOTES : Les entreprises retenues dans l'échantillon sont entièrement possédées par des personnes physiques l'année en cours et en 2016 pour les années 2017 et 2018. Leur catégorie juridique est déterminée sur la base de l'année en cours, ou en 2016 pour les années 2017 et 2018. Le ratio dividendes sur capitaux propres est winsorisé au centile 1 et 99 – les valeurs en deçà du 1er centile et au-delà du 99^{e}centile de chaque année sont rendues égales au 1er et 99^{e} centile respectivement.
SOURCE : BIC-BRN (DGFiP), PGF (DGFiP), LIFI (Insee) pour les années 2007-2016 ; comptes annuels du registre national du commerce et des sociétés pour les années 2017-2018 (INPI).

Distinction par catégorie juridique. De façon schématique, on peut considérer la mise en place du PFU à partir de 2018 comme le négatif de la mise au barème des dividendes (fin du PFL) qui est intervenue à partir de 2013. Néanmoins, l'année 2013 est également marquée par une réforme des prélèvements sociaux sur les versements de dividendes par les SARL à dirigeant majoritaire. Cette réforme n'a pas été annulée par celle de 2018. Dès lors, dans le but de distinguer l'effet des deux réformes, il est intéressant de comparer les réactions des entreprises selon qu'elles sont des SARL à dirigeant majoritaire ou d'autres sociétés, notamment les SA et SAS.

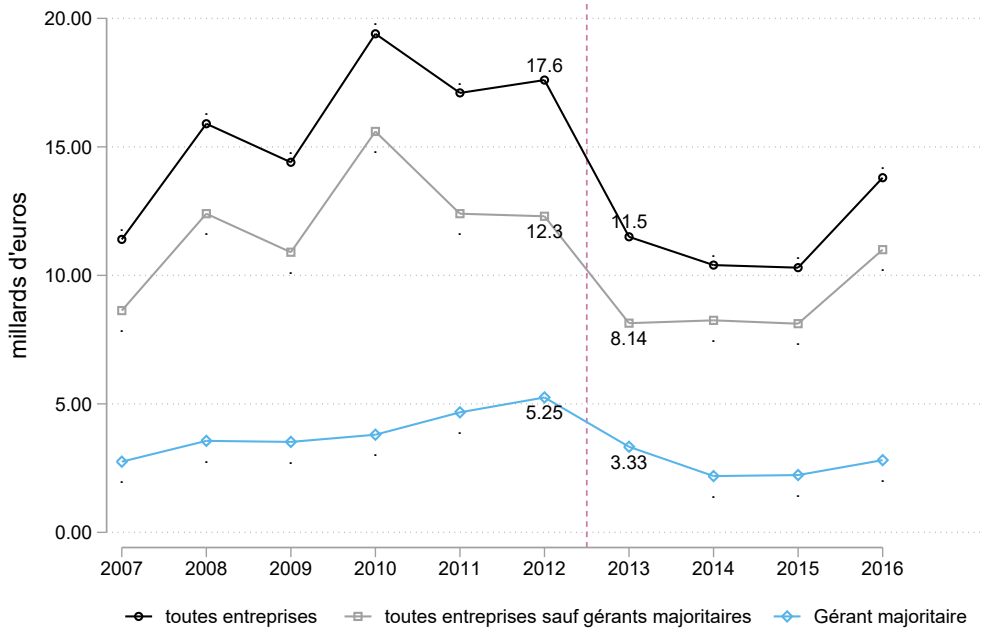
Le graphique 4.10 présente l'évolution des montants agrégés de dividendes versés selon le statut de l'entreprise. Le panel A présente une décomposition des entreprises selon que le dirigeant est gérant majoritaire ou non. Ce statut est déterminé à l'aide de la base non-salariés de l'Insee [10]. La chute du montant agrégé de dividendes entre 2012 et 2013 est de l'ordre de 6,1 milliards d'euros (de 17,6 à 11,5 milliards) qui peut se décomposer en une baisse pour les entreprises à gérant majoritaire de 1,9 milliards d'euros et une baisse de 4,2 milliards d'euros pour les autres sociétés.

Le panneau b) du graphique 4.10 réalise une décomposition alternative moins précise selon le statut juridique de l'entreprise, en distinguant les SARL des SA et SAS. La baisse des dividendes des SARL est plus importante que celle des entreprises à gérants majoritaires car toutes les SARL ne sont pas à gérant majoritaire.

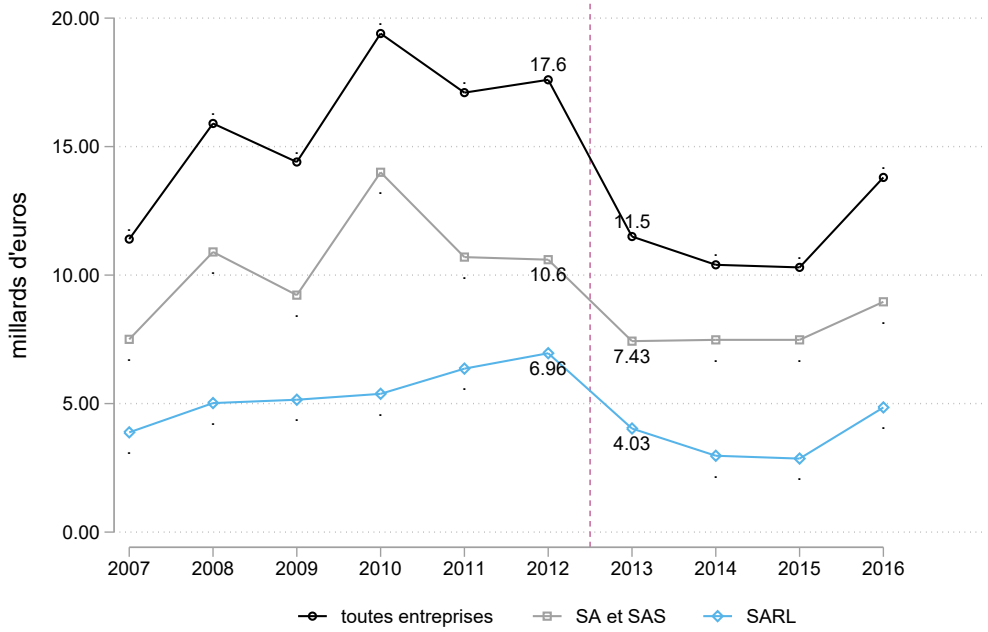
10. La variable représentée est le montant de dividendes versés par les entreprises présentes dans les BIC RN (régime normal) pondéré par la part des actions de l'entreprise qui est détenue directement par des personnes physiques. Les entreprises sont considérées comme étant à gérant majoritaire tout au long de la période si elles apparaissent comme telles dans la base non salarié au cours d'au moins une année. Il est possible qu'elles changent de statut au cours de la période. Dès lors les séries présentées dans le graphique constituent une borne supérieure du montant de dividendes versés par les entreprises à gérant majoritaire et une borne inférieure du montant distribué par les autres entreprises.

GRAPHIQUE 4.10 – Évolution des dividendes versés selon le statut de l'entreprise (en milliards d'euros)

(a) Entreprises à gérant majoritaire ou non



(b) Statut juridique de l'entreprise

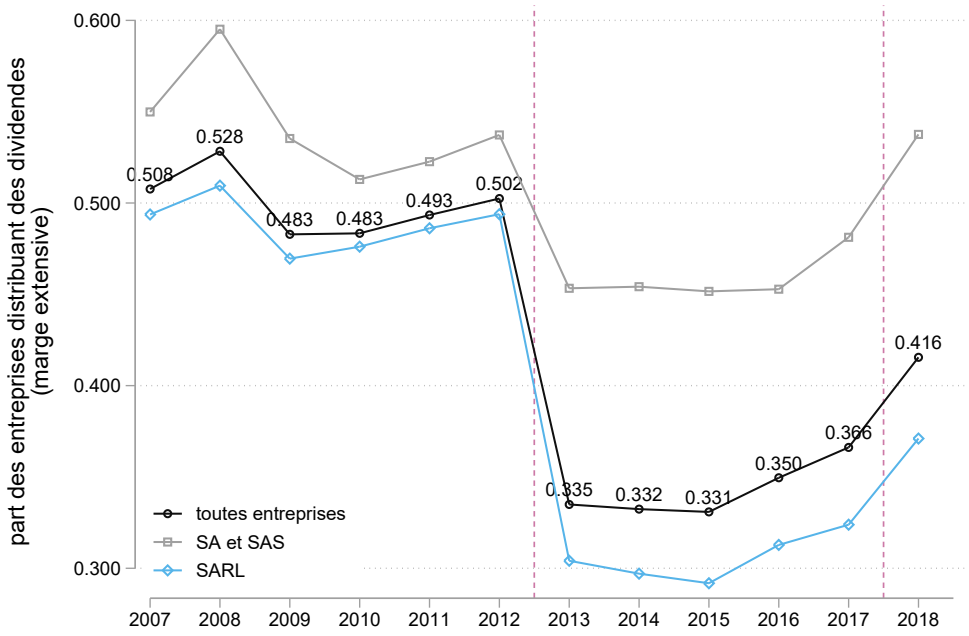


NOTES : Les entreprises retenues dans l'échantillon sont entièrement possédées par des personnes physiques l'année en cours. Le statut de gérant majoritaire est déterminé avec la base non-salariés. La catégorie juridique est déterminée sur la base de l'année en cours.

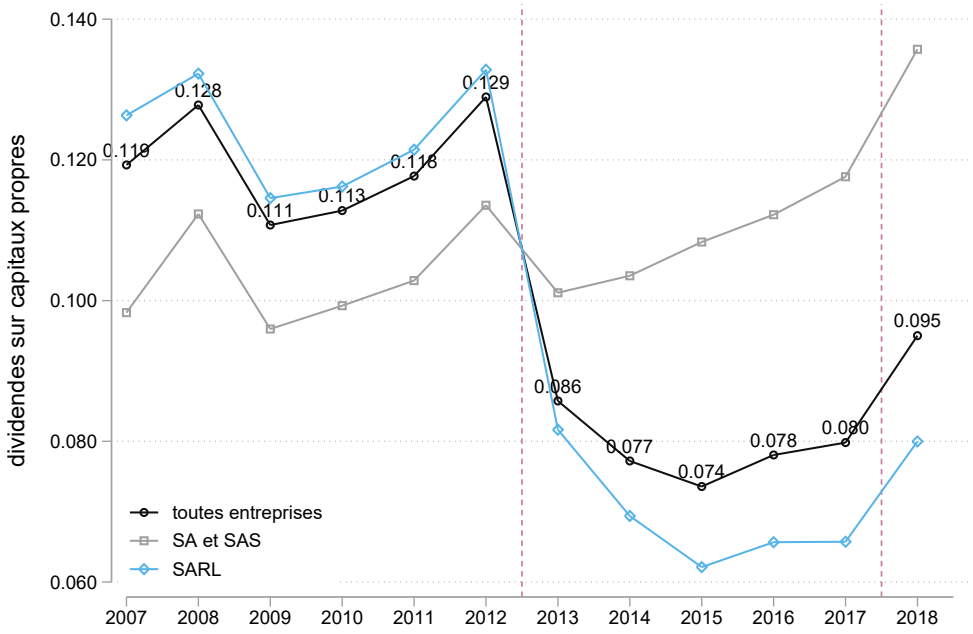
SOURCES : BIC-BRN, DGFiP ; PGF, DGFiP ; LIFI, Insee ; base non-salariés, Insee.

GRAPHIQUE 4.11 – Versement de dividendes par les entreprises détenues par des personnes physiques selon le statut juridique de l'entreprise

(a) Part des entreprises versant des dividendes



(b) Dividendes sur capitaux propres



NOTES : Les entreprises retenues dans l'échantillon sont entièrement possédées par des personnes physiques l'année en cours et en 2016 pour les années 2017 et 2018. Leur catégorie juridique est déterminée sur la base de l'année en cours, ou 2016 pour les années 2017 et 2018. Le ratio dividendes sur capitaux propres est winsorisé au centile 1 et 99 – les valeurs en deçà du 1er centile et au-delà du 99^{e}centile de chaque année sont rendues égales au 1er et 99^{e} centile respectivement.
SOURCE : BIC-BRN (DGFiP), PGF (DGFiP), LIFI (Insee) pour les années 2007-2016 ; comptes annuels du registre national du commerce et des sociétés pour les années 2017-2018 (INPI).

Le graphique 4.11a montre l'évolution de la marge extensive. On constate que la part des SARL qui versent des dividendes connait une baisse plus marquée que celle des SA et SAS. La baisse différentielle provient vraisemblablement de la hausse des prélèvements sociaux. La hausse qui intervient entre 2017 et 2018 semble en revanche d'une ampleur similaire (en points de pourcentage) entre SA/SAS et SARL. On remarque que la part de SA/SAS versant des dividendes revient en 2018 à son niveau de 2012. Le graphique 4.11b montre le ratio entre dividendes et capitaux propres et soutient la même interprétation que dans le cas de la marge extensive : un déclin plus marqué des SARL entre 2012 et 2013 et une hausse uniforme entre 2017 et 2018, suggérant que la baisse différentielle intervenue entre 2012 et 2013 reflète la hausse des prélèvements sociaux – voir Boissel and Matray (2019) pour une analyse de la réforme spécifique aux SARL à gérants majoritaires.

4.4 Le cas des entreprises cotées

Cette partie s'intéresse au cas des entreprises cotées. Ces entreprises constituent une catégorie d'analyse intéressante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le simple fait d'être coté en bourse implique que les informations financières et en particulier sur les dividendes sont publiques et disponibles pour 2018. L'horizon d'étude peut donc être facilement étendu à la période post-PFU. De plus, en dépit de leur nombre restreint, environ 880 en moyenne sur la période de 2006 à 2018, les entreprises cotées tendent à être plus grandes que les entreprises privées et représentent une part importante des dividendes totaux. Enfin, si leur propriété tend à être dispersée, on constate néanmoins une certaine variation dans la structure de l'actionnariat des entreprises cotées, qu'il s'agisse de la part des investisseurs étrangers, de la part des actions détenues par des directeurs/gestionnaires ou encore de la détention directe d'action par des actionnaires physiques plutôt que par des personnes morales. Ces dimensions peuvent être exploitées afin d'estimer les

effets de la fiscalité des dividendes sur le comportement des entreprises en matière de dividendes ou d'investissement.

Dans cette section, nous présentons dans un premier temps les données utilisées afin de rendre compte des politiques de distribution des entreprises cotées (paragraphe 4.4.1). Nous présentons plusieurs séries sur l'évolution des dividendes, la détention d'avoirs liquides et l'investissement des entreprises cotées sur la période de 2006 à 2018 (paragraphe 4.4.3). Enfin, dans la section 4.4.4 nous comparons l'évolution de plusieurs sous groupes d'entreprises cotées qui varient en matière d'exposition ou de réactivité aux réformes de la fiscalité des dividendes. Cet exercice ne met pas en avant d'effet net de la réforme sur les entreprises cotées.

4.4.1 Présentation des données

Les données utilisées proviennent de deux sources principales (Compustat Global et la base Orbis) et couvrent trois ensembles de variables que nous décrivons ci-dessous.

Dividendes versés. Nous utilisons les données de Compustat Global. Cette base contient des informations sur les dividendes, le cours et le nombre d'actions pour toutes les sociétés cotées en France à une fréquence journalière. Nous en déduisons un montant total de dividendes par titre pour chaque année. Nous associons chaque titre à l'entreprise cotée en question à l'aide de l'identifiant SIREN et via la base Orbis.

Informations financières. Nous obtenons via *Compustat Global* un ensemble d'informations financières annuelles sur les entreprises cotées en France. L'appariement de cette base aux dividendes permet de calculer un taux de dividendes, défini comme le ratio entre le montant de dividendes distribués et capitaux propres pour chaque entreprise. Nous calculons également des variables concernant la pro-

fitabilité des entreprises, leurs liquidités et leur taux d'investissement.

Données sur la structure de l'actionnariat. Nous disposons d'informations sur la structure de l'actionnariat via Orbis pour un sous-ensemble des entreprises cotées. Nous construisons trois variables décrivant la structure de l'actionnariat qui sont censées affecter le degré de réactivité et d'exposition des entreprises considérées aux réformes de la fiscalité des dividendes perçus par les personnes physiques en France.

1. La première variable est une variable indicatrice égale à 1 si la part totale des actions possédées par des actionnaires étrangers est supérieure à 50 %. Les réformes qui ont eu lieu en 2013 et 2018 ont modifié la taxation des dividendes perçus par des personnes physiques domiciliées fiscalement en France. Dès lors, des entreprises cotées majoritairement détenues par des actionnaires étrangers sont moins susceptibles d'être affectées par les réformes en question.
2. La deuxième variable est une variable indicatrice égale à 1 si les directeurs ou gestionnaires de l'entreprise détiennent une part strictement positive des actions de l'entreprise. La détention d'action par les gestionnaires de l'entreprise implique que ces derniers sont susceptibles d'être affectés à titre individuel par les variations de l'imposition des dividendes et ont donc une incitation individuelle à ajuster la politique de distribution de l'entreprise en conséquence. Ces entreprises sont donc susceptibles d'être plus réactives à la fiscalité (voir par exemple Chetty and Saez, 2005, pour le cas américain).
3. La troisième variable est une variable indicatrice égale à 1 si des actionnaires physiques – plutôt que des entreprises ou autres personnes morales – détiennent directement une part strictement positive des actions de l'entreprise. Les réformes portant sur la fiscalité des personnes physiques, il est plausible que les entreprises détenues en partie par des actionnaires physiques soient

plus réactives aux variations de taxation induites par les réformes que les entreprises détenues par des personnes morales qui ne sont elles pas ou peu affectées.

4.4.2 Définition de l'échantillon d'analyse

L'analyse porte sur trois échantillons. Le premier concerne l'ensemble des observations pour lesquelles les données de dividendes ne sont pas manquantes. Le deuxième échantillon se concentre sur les entreprises présentes chaque année entre 2006 à 2018 dans la base de données dividendes et financières. On parle d'échantillon cylindré. Enfin, le troisième échantillon porte sur l'ensemble des entreprises dont au moins l'une des trois variables décrivant la structure de l'actionnariat en 2011 est bien renseignée. Des statistiques descriptives sont présentées dans la table 4.3. L'échantillon 1 comporte environ 880 entreprises chaque année alors que les échantillons 2 et 3 en comportent 721 et 605 respectivement. On constate néanmoins que les échantillons 2 et 3 contiennent l'essentiel de l'investissement agrégé des entreprises cotées – respectivement 98 % et 94 %.

TABLEAU 4.3 – Statistiques descriptives sur les entreprises cotées (en milliard d'euros courants)

	Échantillon 1 (toutes firmes)			Échantillon 2 (cylindré)			Échantillon 3 (actionnariat)		
	Dividendes	Investissement	# firmes	Dividendes	Investissement	# firmes	Dividendes	Investissement	# firmes
2006	42,35	85,06	891	39,34	80,04	721	30,55	75,33	605
2007	49,07	91,59	921	46,01	85,65	721	35,36	81,86	605
2008	51,12	101,5	909	49,78	98,54	721	40,44	94,99	605
2009	42,84	89,12	900	42,01	87,39	721	37,24	84,53	605
2010	43,34	92,60	893	42,51	91,09	721	37,01	87,36	605
2011	49,04	105,1	893	47,59	101,5	721	39,45	97,17	605
2012	48,41	112,5	879	46,90	108,9	721	41,98	104,0	605
2013	49,02	106,7	878	47,91	103,9	721	41,97	99,28	605
2014	51,01	108,1	885	48,94	105,2	721	41,26	101,9	605
2015	55,59	110,5	885	52,09	107,8	721	43,57	103,8	605
2016	56,62	103,0	886	55,37	100,1	721	44,16	95,95	605
2017	57,16	105,8	869	56,01	103,6	721	43,86	99,24	605
2018	61,40	113,5	843	60,38	112,6	721	47,15	108,5	605
Moyenne	50,54	101,9	887,1	48,83	98,95	721	40,31	94,92	605

NOTES : Les dividendes sont calculés sur la base de données Compustat Global. L'investissement provient de la variable *capital expenditure* dans Compustat Global. La construction des échantillons est décrite dans la section 4.4.1.
SOURCES : Compustat et Orbis.

4.4.3 Statistiques descriptives sur la période 2006 à 2018

Versement de dividendes. Le graphique 4.12 représente la trajectoire de plusieurs indicateurs du versement de dividendes au cours de la période 2006 à 2018. Deux lignes verticales rouges indiquent les dates de 2013 et 2018 qui correspondent aux principales années de réforme de la fiscalité des dividendes en France. Le panneau (a) documente la marge extensive, c'est-à-dire la part des entreprises versant des dividendes strictement positifs. La panneau (b) documente l'évolution du ratio du montant des dividendes sur les capitaux propres. Trois moments de cette distribution représentés : la moyenne, la médiane et le quartile supérieur.

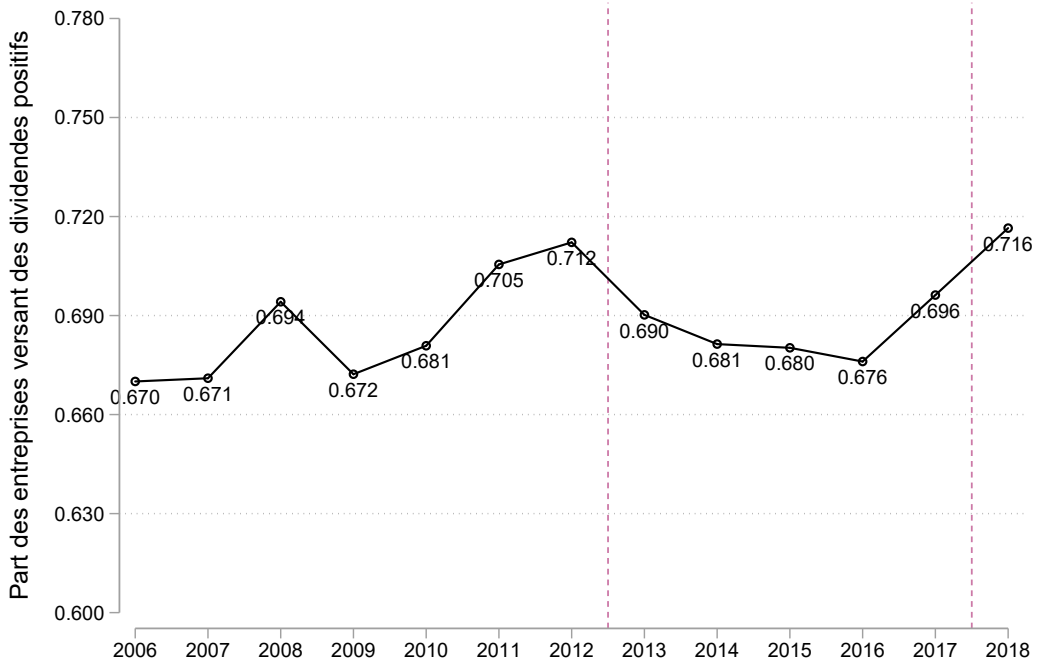
Le panneau (a) montre un déclin des distributions de dividendes à la marge extensive entre 2012 et 2013 (-2,2 points de pourcentage) et une hausse entre 2017

et 2018 (+2 points de pourcentage). Ces évolutions ne sont néanmoins pas assez nettes pour que l'on puisse les attribuer clairement aux réformes de la fiscalité des dividendes qui sont intervenues en 2013 et 2018. Par exemple la hausse de 2 points de pourcentage observée entre 2017 et 2018 est d'une ampleur similaire à celle qui a eu lieu entre 2016 et 2017 – une période où la fiscalité des dividendes n'a pas connu de réformes majeures. On constate une forte stabilité de la part des entreprises versant des dividendes ce qui est en cohérence avec la littérature antérieure sur le comportement des entreprises cotées en matière de distribution (voir notamment la revue de littérature de Allen and Michaely, 2003).

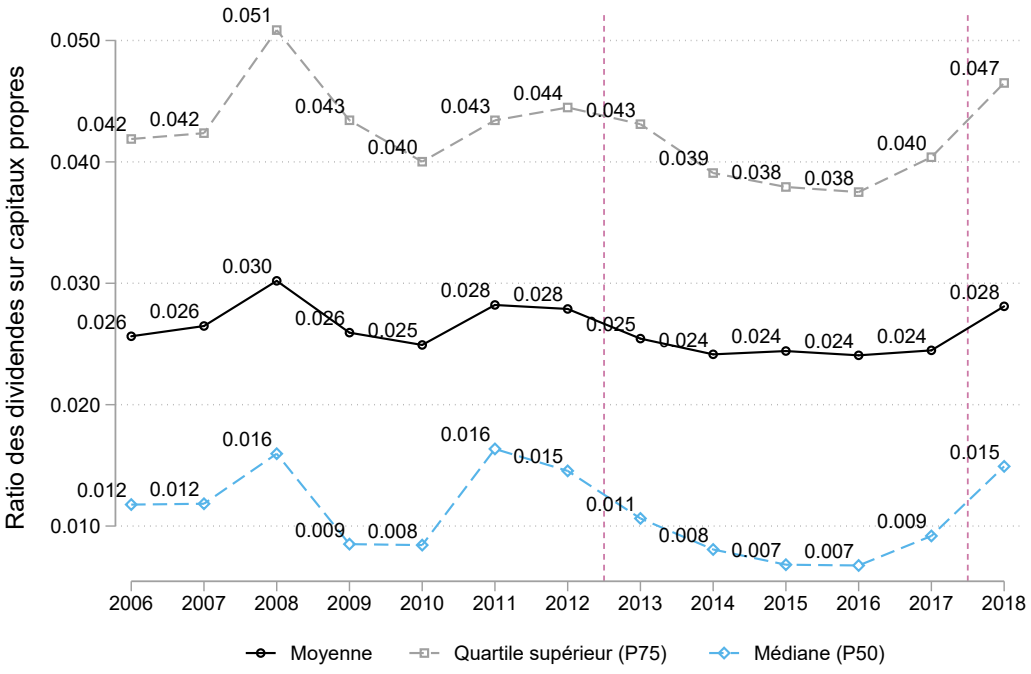
Sur le panneau (b), on constate une grande stabilité de la valeur moyenne du ratio des dividendes sur les capitaux propres, avec un minimum de 2,4 % et un maximum de 3 %. Comme dans le cas de la marge extensive, on constate une baisse entre 2012 et 2013 (-0,3 points de pourcentage ou -10 %) et une hausse entre 2017 et 2018 (+0,4 points de pourcentage ou +16 %). Des évolutions du même signe sont observées pour la médiane et le quartile supérieur, même si l'ampleur de la baisse du quartile supérieur est très limitée entre 2012 et 2013. Ces évolutions sont suggestives d'un effet possible des réformes fiscales, mais comme dans le cas de la marge intensive, les variations ne sont pas assez marquées pour qu'un lien causal puisse être raisonnablement établi.

GRAPHIQUE 4.12 – Évolution des dividendes versés par les entreprises cotées (2006–2018) – marge extensive et intensive

(a) Marge extensive : part des entreprises versant des dividendes



(b) Marge intensive : ratio dividendes sur capitaux propres



NOTES : Les statistiques (moyenne, médiane et 3e quartile) sont non-pondérées. La moyenne du ratio est winsorisée entre le 1er et 95e centile.

SOURCE : Compustat Global Data ; base Orbis.

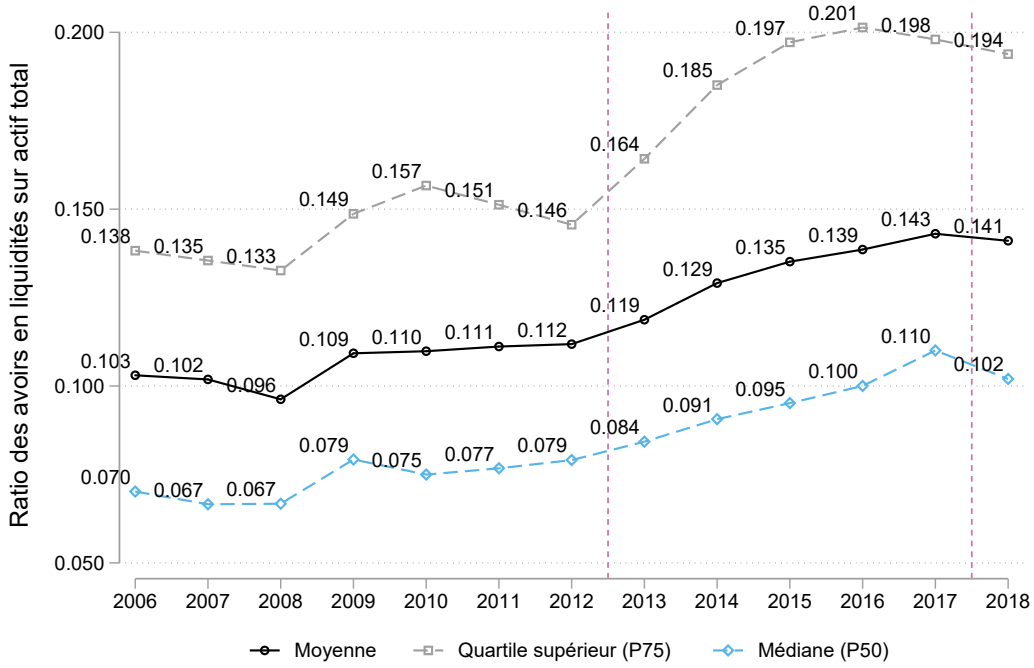
Détention de liquidités et investissement. Au-delà de la politique de distribution de dividendes, la fiscalité sur les revenus du capital est supposée affecter le coût du capital et l'investissement. Une hausse de la taxation des dividendes qui est perçue comme temporaire peut également inciter les entreprises à augmenter leurs détentions d'actifs liquides (« encapsulage »), possiblement en vue de les redistribuer une fois la hausse annulée. Le graphique 4.13 rend compte de l'évolution des détentions de liquidités (panneau a) et de l'investissement (panneau b).

On constate dans le panneau (a) une tendance à la hausse de la détention d'actifs liquides (exprimé en fraction des capitaux propres). La valeur moyenne augmente lentement de 2009 à 2012 (+ 0.1 point par an) et connaît une forte accélération de 2012 à 2017 (+0.5 point par an) avant de légèrement décliner entre 2017 et 2018 (- 0.2 points). Le profil de cette série temporelle est compatible avec un certain encapsulage des dividendes non-versés. Néanmoins, de nombreux facteurs non-fiscaux contribuent à déterminer l'évolution des détentions de liquidités (voir notamment Khder and Ray, 2019).

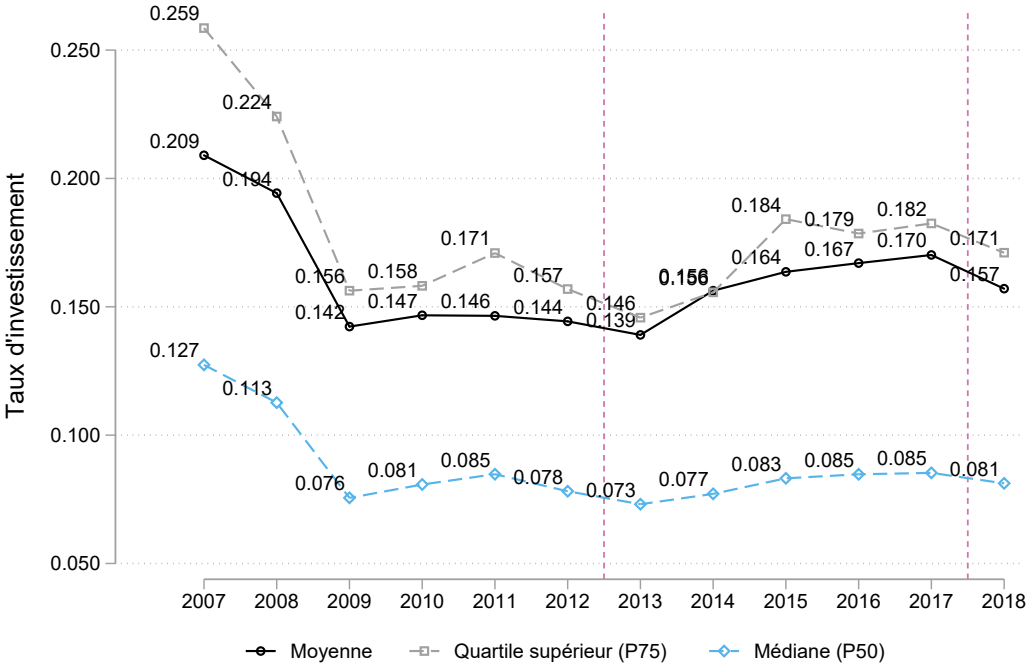
Le panneau (b) montre les taux d'investissement, défini comme le ratio des dépenses en capital (*capital expenditure*) sur la valeur comptable des biens tangibles (*property, plant and equipment*). Le dénominateur est évalué l'année précédente ce qui explique l'absence de données pour 2007. Aucun des trois moments présentés dans le panneau ne soutient l'idée d'une stimulation de l'investissement par la réforme de 2018, ni d'une baisse suite à celle de 2013. Naturellement, des estimations fondées sur la comparaison d'entreprises similaires mais différentiellement exposées aux chocs de fiscalité sont nécessaires afin de neutraliser le rôle de la conjoncture et d'évaluer l'effet propres des réformes fiscales. Ce constat s'applique tout particulièrement au cas de l'investissement qui montre une plus forte cyclicité (sensibilité au cycle économique) que les variables de détention d'actifs liquides ou encore de dividendes.

GRAPHIQUE 4.13 – Évolution des avoirs en liquidités et de l'investissement par les entreprises cotées (2006–2018)

(a) Avoirs en liquidités sur actif total



(b) Taux d'investissement



NOTES : L'investissement est calculé comme le ratio des dépenses en capital (*capital expenditure*) sur les actifs tangibles l'année précédente (*property, plant and equipment*). Les capitaux propres (*shareholder equity*) sont issus des comptes annuels tels que reportés dans Compustat.

SOURCE : Compustat, Orbis.

4.4.4 Comparaison entres groupes d'entreprises avant et après les réformes

Les statistiques agrégées présentées dans la section 4.4.3 ne sont pas suffisantes afin d'isoler l'effet propre des réformes fiscales sur le comportement de distribution de dividendes, d'investissement et de détention d'avoirs liquides. Dans cette section nous visons à isoler l'effet des réformes en comparant des entreprises différemment exposées aux réformes – voir description des trois groupes dans la partie 4.4.1.

L'analyse graphique ne permet pas d'isoler clairement un effet différentiel des réformes fiscales sur les groupes d'entreprises construits que ce soit à la marge extensive (Figure 4.14) ou bien prenant en compte à la fois les marges extensive et intensive (Figures 4.15 et 4.16).

Les graphiques présentés dans cette section incluent les entreprises appartenant au secteur financier. Néanmoins l'ensemble des résultats sont comparables lorsque l'échantillon est restreint aux entreprises non-financières. L'exclusion des activités financières diminue naturellement le niveau total des dividendes de l'échantillon mais n'affecte pas les résultats en termes d'évolution relative entre groupes d'entreprises considérés.

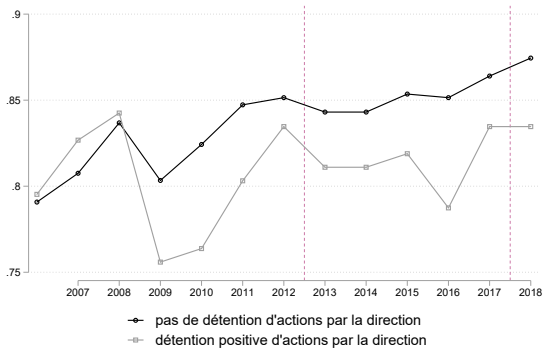
Le graphique 4.14 montre l'évolution de la part d'entreprises reportant des dividendes positifs. Le panneau (a) montre l'évolution des entreprises dont une partie des actions sont détenues par l'équipe de direction de l'entreprise (ligne grise) et celle dont la direction ne possède pas directement d'action (ligne noire). On constate que les deux groupes d'entreprises suivent des tendances assez proches sans que d'effet différentiel des réformes ne soit clairement perceptible. Il en est de même pour les entreprises possédées dans une plus ou moins forte mesure par des actionnaires étrangers – voir panneau (b) : les deux groupes d'entreprises suivent des tendances largement parallèles sans qu'un changement net ne soit perceptible

entre 2012 et 2013 ou entre 2017 et 2018. Le panneau (c) compare les entreprises dont la détention directe est entièrement le fait de personnes morales (ligne noire) à celles partiellement détenues par des personnes physiques. La proportion d'entreprises versant des dividendes est plus élevée parmi les entreprises entièrement détenues par des personnes morales. L'écart tend à se réduire au cours de la période post-2013, ce qui contredit l'idée que le groupe des entreprises cotées détenues en partie par des personnes physiques aurait une politique de distribution plus élastique à la fiscalité.

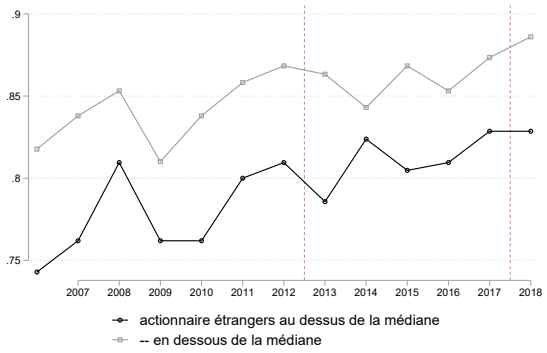
Le graphique 4.15 présente la même structure que le graphique 4.14 mais montre l'évolution du ratio moyen des dividendes distribués par rapport aux capitaux propres. Ici encore, les comparaisons entre différents groupes d'entreprises ne mettent pas en avant d'effets différentiels clairs des réformes de 2013 et 2018. Le graphique 4.16 montre l'évolution relative de la médiane du ratio dividendes sur capitaux propres. Là encore, on ne parvient pas à isoler d'effets différentiels des réformes. Cet ensemble de résultats suggère que les entreprises cotées ont été globalement peu réactives aux réformes considérées.

GRAPHIQUE 4.14 – Évolution de la probabilité de verser des dividendes par type d'entreprises cotées

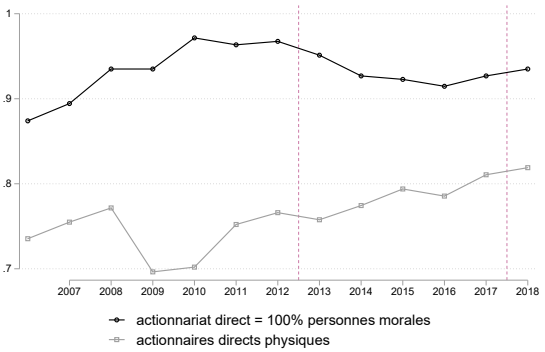
(a) Gestionnaire actionnaire direct



(b) Part des actionnaires étrangers supérieure à la médiane



(c) Part des actionnaires physiques strictement positive

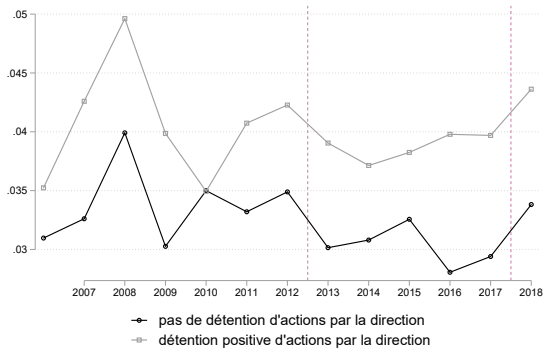


NOTES : Ce graphique compare les trajectoires de distribution de dividendes (marge extensive) de plusieurs groupes d'entreprises. La panel (a) compare les entreprises dont les directeurs/gestionnaires de l'entreprises détiennent une part strictement positive des actions de l'entreprise à celles pour lesquelles cette part est nulle. Le panel (b) compare les entreprises dont la part totale des actions possédées par des actionnaires étrangers est supérieure à 50 % à celles pour lesquelles cette part est inférieure à 50 %. Le panel (c) compare les entreprises dont les actions sont en partie détenues directement par des personnes physiques à celles entièrement détenues par des personnes morales. Voir sous-section 4.4.1 pour plus de détails.

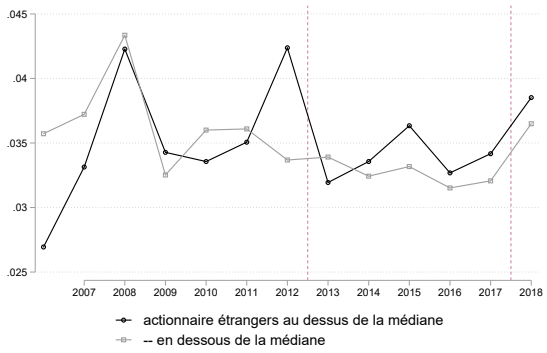
SOURCES : Compustat Global, Orbis.

GRAPHIQUE 4.15 – Évolution de la moyenne du ratio de dividendes sur capitaux propres par type d'entreprises cotées

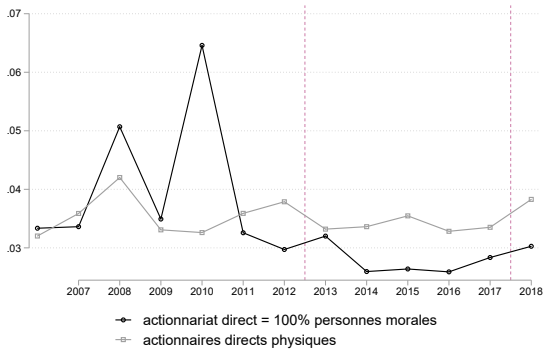
(a) Gestionnaire actionnaire direct



(b) Part des actionnaires étrangers supérieure à la médiane



(c) Part des actionnaires physiques strictement positive

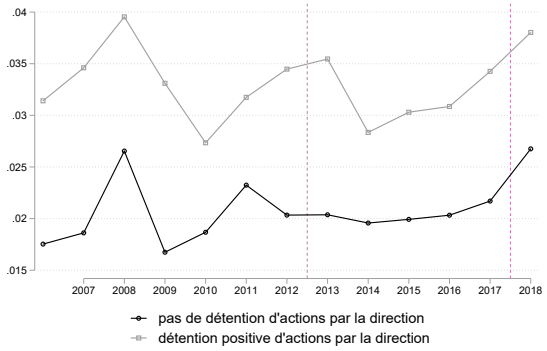


NOTES : Ce graphique compare l'évolution de la moyenne du ratio des dividendes sur capitaux propres entre groupes d'entreprises. Le ratio est winsorisé entre le 1er et 99^{e}percentile. La panel (a) compare les entreprises dont les directeurs/gestionnaires de l'entreprises détiennent une part strictement positive des actions de l'entreprise à celles pour lesquelles cette part est nulle. Le panel (b) compare les entreprises dont la part totale des actions possédées par des actionnaires étrangers est supérieure à 50 % à celles pour lesquelles cette part est inférieure à 50 %. Le panel (c) compare les entreprises dont les actions sont en partie détenues directement par des personnes physiques à celles entièrement détenues par des personnes morales. Voir sous-section 4.4.1 pour plus de détails.

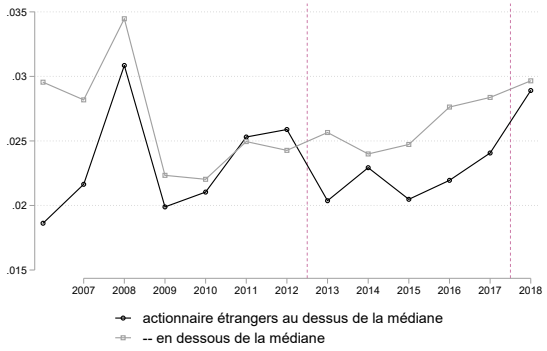
SOURCES : Compustat Global, Orbis.

GRAPHIQUE 4.16 – Évolution de la médiane du ratio de dividendes par type d'entreprises cotées

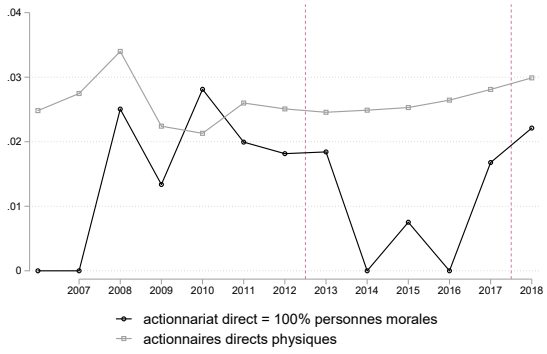
(a) Gestionnaire actionnaire direct



(b) Part des actionnaires étrangers supérieure à la médiane



(c) Part des actionnaires physiques strictement positive



NOTES : Ce graphique compare l'évolution de la médiane du ratio des dividendes sur capitaux propres entre groupes d'entreprises. La panel (a) compare les entreprises dont les directeurs/gestionnaires de l'entreprises détiennent une part strictement positive des actions de l'entreprise à celles pour lesquelles cette part est nulle. Le panel (b) compare les entreprises dont la part totale des actions possédées par des actionnaires étrangers est supérieure à 50 % à celles pour lesquelles cette part est inférieure à 50 %. Le panel (c) compare les entreprises dont les actions sont en partie détenues directement par des personnes physiques à celles entièrement détenues par des personnes morales. Voir sous-section 4.4.1 pour plus de détails.

SOURCES : Compustat Global, Orbis.

Conclusion du chapitre

Ces résultats impliquent que la baisse agrégée constatée en 2013 et la remontée observée en 2018 sont principalement déterminées par le comportement des entreprises non-cotées. La plus faible réactivité des entreprises cotées en matière de politique de distribution est largement documentée en finance d'entreprise (Michaely and Roberts, 2011, voir par exemple). Dès lors, l'estimation de la sensibilité des politiques de dividendes à la fiscalité des revenus du capital au niveau des personnes physiques se concentrera sur les entreprises non-cotées. Les entreprises cotées pourraient, compte tenu de leur faible réactivité et d'une tendance similaire aux entreprises non cotées avant la réforme de 2013, constituer un groupe de contrôle intéressant pour évaluer l'impact causal de la réforme de 2013 sur la politique de distribution des dividendes.

Chapitre 5

Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes pour les ménages

Ce chapitre présente les résultats d'une évaluation d'impact de la suppression du PFL de 2013 sur les revenus des ménages, et en particulier sur les dividendes reçus. La méthode utilisée est une approche de différence de différences, exploitant le fait que la hausse de la fiscalité en 2013 n'a pas touché les ménages ayant opté avant la réforme pour le barème. Nous présentons les données utilisées et la méthode (partie 5.1), puis documentons précisément le différentiel de choc fiscal entre nos groupes de traitement et de contrôle (partie 5.2). Les résultats sont détaillés et discutés dans la partie 5.3.

5.1 Données et méthode d'évaluation

5.1.1 Les données fiscales

L'impact de la mise au barème des dividendes de 2013 est estimé avec les fichiers POTE panélisés. Les fichiers POTE sont les fichiers administratifs exhaustifs de l'impôt sur le revenu (IR). Ils renseignent pour chaque foyer fiscal français l'ensemble des informations de leur déclaration de revenus, à savoir le montant

renseigné dans chaque case de la déclaration de l'IR. Nous disposons de ces informations pour les revenus des années 2006 à 2017 (c'est-à-dire pour les déclarations des années 2007 à 2018). Ces fichiers sont panélisés : un même foyer fiscal dispose d'un identifiant unique et inchangé entre les années, de sorte qu'il est possible de suivre chaque foyer fiscal au cours du temps. L'utilisation de ces données nous permet donc d'observer les éventuelles réactions comportementales des foyers fiscaux aux réformes fiscales, et s'inscrit dans le contexte actuel de l'évaluation des récentes mesures fiscales relatives aux dividendes [1].

5.1.2 La méthode de différence de différences

Ce panel nous permet d'estimer l'impact de la mise au barème des dividendes par la méthode de « différence de différences ». Nous définissons un groupe de foyers fiscaux affectés par la mise au barème des dividendes (*groupe de traitement*), ainsi qu'un groupe non affecté (*groupe de contrôle*), et comparons la dynamique des dividendes avant et après la réforme entre ces deux groupes. Cette méthode repose sur l'hypothèse que la dynamique des dividendes (et non pas le niveau de dividendes) entre les deux groupes avant la réforme est similaire (« hypothèse de tendance commune »). Sous cette hypothèse, si l'on observe une différence de dynamique entre les deux groupes après l'entrée en vigueur de la mesure évaluée, cette différence est attribuée à l'effet de la réforme.

Pour tester la validité de l'hypothèse identifiante, nous pouvons comparer avant la réforme l'évolution des groupes de traitement et de contrôle pour vérifier qu'ils évoluent de façon similaire.

Définition des groupes de contrôle et de traitement. Afin d'estimer l'impact de la mise au barème sur les dividendes, l'analyse se focalise sur les foyers fis-

1. Aghion et al. (2019), Guillot (2019) et Lefèbvre et al. (2019) utilisent également ces nouvelles sources dans le cadre de travaux visant à évaluer les réactions comportementales des agents à la fiscalité.

caux ayant perçu des dividendes en 2012, c'est-à-dire durant l'année précédant la réforme[2]. Ces foyers fiscaux sont définis comme « traités » lorsqu'ils ont recours au PFL en 2012 pour au moins une partie de leurs dividendes, et comme « contrôle » s'ils ont opté pour le barème progressif pour l'ensemble de leurs dividendes. Ainsi, nous assignons à chaque foyer fiscal de notre échantillon un statut de traitement constant au cours du temps, car défini en fonction de leur décision en 2012 uniquement.

Formellement, nous estimons l'équation suivante :

$$ln\ D_{it} = \beta_t T_i * \mathbb{1}_{\text{année == t}} + \lambda_t + \mu_i + \gamma_t X_i * \mathbb{1}_{\text{année == t}} + \epsilon_{it} \tag{5.1}$$

$ln\ D_{it}$ est le logarithme du montant de dividendes perçus par le foyer fiscal i l'année t. L'utilisation du logarithme permet d'atténuer l'effet des valeurs extrêmes ainsi que d'estimer des coefficients ayant une interprétation en termes de variation en pourcentage des dividendes perçus, et non en termes de variation absolue. Cette spécification est également estimée pour d'autres sources de revenus que les montants de dividendes reçus. T_i est une variable égale à 1 si le foyer fiscal i est traité (déclare un montant non nul de dividendes au PFL en 2012), zéro sinon. Cette variable étant constante au cours du temps pour un foyer fiscal donné, elle ne dépend que de i et non de t. Cette variable est interagie avec une indicatrice égale à 1 pour les observations de l'année t et zéro sinon. Ces termes d'interaction nous permettent d'estimer un effet de traitement spécifique à chaque année. λ_t est un « effet fixe année », capturant des effets affectant de manière similaire les dividendes reçus de l'ensemble des foyers fiscaux durant une année donnée. μ_i

2. Plus précisément, nous sélectionnons les foyers fiscaux ayant perçu au moins 1 000 euros de dividendes en 2012, déclarés au barème ou au PFL. Ce seuil permet d'exclure les foyers fiscaux pour lesquels les dividendes représentent un enjeu relativement faible sur leur taux effectifs d'imposition. Afin de fonder nos estimations sur un ensemble de foyers fiscaux pour lesquels une dynamique complète est observée durant la période d'intérêt, nous ne gardons, parmi les foyers fiscaux respectant la condition précédente relative aux dividendes, que ceux présents dans les fichiers de l'IR pour l'ensemble des années 2006 à 2017.

représente un « effet fixe foyer fiscal », capturant l'effet de l'ensemble des caractéristiques des foyers fiscaux constantes au cours du temps. Cet effet fixe permet de raisonner en termes de variation des dividendes d'un foyer fiscal au cours du temps. Les coefficients d'intérêt sont représentés par le terme β_t, qui correspond à la différence moyenne de dynamique durant l'année t entre les dividendes des foyers fiscaux traités, et les dividendes des foyers fiscaux du groupe de contrôle. Cette équation est estimée sur la période 2008-2017. En plus de contrôler pour des effets fixes année et foyer fiscal, nous classons les foyers fiscaux en fonction de la part de leurs dividendes dans leur revenu fiscal de référence en 2012, et contrôlons par les éventuelles différences de dynamique entre les groupes de foyers fiscaux ainsi définis. Les foyers fiscaux ayant des parts différentes de dividendes dans leurs revenus sont potentiellement hétérogènes en termes de composition de portefeuille d'actions, d'où l'intérêt de ces contrôles supplémentaires [3]. Le terme X_i représente les variables associées à ces groupes de foyers fiscaux en termes de part de dividendes. Nous définissons trois groupes : les foyers fiscaux dont les dividendes représentent en 2012 moins de 25 % de leur revenu fiscal de référence, ceux dont cette part est située entre 25 % et 50 %, et ceux au-dessus de 50 %. Cette classification ne dépend que de l'année 2012 et est fixe pour un foyer fiscal au cours du temps, raison pour laquelle le terme X_i n'est pas indicé par t. L'interaction de ce terme avec les indicatrices de chaque année vise à capturer la dynamique des dividendes de chacun de ces groupes.

3. Il est par exemple probable que les foyers fiscaux dont les dividendes constituent une part importante de leurs revenus sont en moyenne des foyers ciblant de manière plus personnalisée les entreprises dans lesquelles ils investissent, et détenant par conséquent davantage d'actions dans des entreprises non cotées. Au regard des différences d'impact de la réforme entre sociétés cotées et non cotées montrées dans le chapitre 4, il est donc important de prendre en compte les éventuelles différences de dynamique des dividendes entre ces groupes de foyers fiscaux.

5.1.3 Définition de l'échantillon d'estimation

De manière simplifiée, opter pour le PFL en 2012 n'est rentable pour un foyer fiscal qu'à partir d'un revenu imposable situé dans la tranche à 41 % du barème progressif, dont le seuil d'entrée s'établissait à 70 830 euros annuels par part fiscale. Même au-dessus de ce seuil, le choix pour le PFL n'est pas automatiquement rentable. Afin d'avoir des groupes de contrôle et de traitement de niveaux de revenus relativement homogènes, et dans lequel le choix du PFL est relativement fréquent, nous restreignons notre échantillon aux foyers fiscaux dont le « revenu imposable augmenté » par part se situe au-dessus de 120 000 euros. Alors que seuls 22 % des foyers fiscaux dont le revenu imposable augmenté par part se situe entre 70 830 et 120 000 euros choisissent le PFL, cette proportion monte à 50 % parmi les foyers fiscaux dont cette même mesure de revenu est supérieure à 120 000 euros. Nous définissons le « revenu imposable augmenté » comme le revenu imposable auquel est ajouté le montant des dividendes déclarés au PFL, nets des abattements auxquels ces dividendes auraient été sujets s'ils avaient été soumis au barème progressif. Cette mesure du revenu imposable permet de renseigner la tranche du barème progressif dans laquelle le foyer fiscal se serait situé en optant pour le barème pour l'ensemble de ses dividendes. Il s'agit donc de la mesure du revenu imposable pertinente pour l'appréciation de l'arbitrage auquel un foyer fait face dans son choix de régime d'imposition de ses dividendes.

Les foyers fiscaux optant pour le PFL ont en moyenne des niveaux de revenus plus élevés que ceux optant pour le barème (voir partie 4.2.2). En prenant en compte les restrictions déjà évoquées ci-dessus, les foyers fiscaux traités ont un revenu fiscal de référence par part moyen de 403 115 euros, tandis que ce montant s'élève à 256 798 euros pour les foyers fiscaux du groupe de contrôle. Plus le revenu d'un foyer fiscal observé durant une année donnée est élevé, plus la probabilité que ces revenus contiennent une composante exceptionnelle est im-

portante, et plus il est probable d'observer pour ce même foyer fiscal des niveaux de revenu moins importants durant les autres années. Ce problème de « retour à la moyenne » (Gruber and Saez, 2002; Kleven and Schultz, 2014) peut amener à conclure à une dynamique des dividendes moins importante chez les foyers fiscaux traités que chez les foyers fiscaux non affectés par la mise au barème de 2013. Afin d'éviter ce biais d'estimation, nous restreignons notre échantillon aux foyers fiscaux pour lesquels la condition de revenu imposable augmenté par part évoquée ci-dessus est respectée pour les quatre années précédant la réforme (à savoir de 2009 à 2012).

En plus de la mise au barème des dividendes, est entrée en vigueur en 2013 l'intégration dans le champ des cotisation sociales d'une partie des dividendes des gérants majoritaires des SARL (voir la description au chapitre 2). Les fichiers de l'IR ne permettent pas d'identifier précisément ces gérants majoritaires. En revanche, il est possible d'exclure de notre échantillon un ensemble de foyers fiscaux susceptibles de contenir ces gérants de société. Une telle restriction permet de ne pas capturer dans nos estimations des effets de cette réforme concomitante. Les contribuables peuvent renseigner dans leur déclaration fiscale le montant de leurs cotisations de retraite supplémentaire, qui sont déductibles de leur revenu net imposable. Dans la déclaration de revenus figurent trois cases contenant, chacune pour une personne distincte du foyer fiscal, le montant de cotisations versées au titre d'un ensemble de contrats de retraites supplémentaires, dont les contrats dits « Madelin ». Ces contrats étant destinés aux indépendants, les foyers fiscaux renseignant un montant dans ces cases sont susceptibles d'être gérants majoritaires de SARL. Nous excluons de notre échantillon les foyers fiscaux ayant rempli au moins une fois une de ces cases entre 2009 et 2012 [4].

La tableau 5.1 présente l'échantillon final, composé de 4 009 foyers fiscaux trai-

4. Il s'agit des cases 6QS, 6QT et 6QU du formulaire 2042 de la déclaration de revenus. Au total, cette restriction amène à supprimer 17 % des foyers fiscaux ayant été sélectionnés jusqu'à ce stade.

tés, et de 3 839 foyers fiscaux dans le groupe de contrôle. Chacun de ces foyers fiscaux est présent dans les fichiers POTE panélisés pour l'ensemble des années de la période d'analyse. Le tableau 5.1 montre pour chacun de ces deux groupes la moyenne en 2012 prise par différentes variables. De manière cohérente avec les statistiques descriptives du chapitre 4, les foyers fiscaux traités ont des niveaux de revenu fiscal de référence et de dividendes plus importants que les foyers fiscaux du groupe de contrôle.

TABLEAU 5.1 – Statistiques descriptives – échantillon d'analyse

	Groupe de traitement	Groupe de contrôle
Revenu fiscal de référence par part fiscale	560 432	338 760
Dividendes par part fiscale	276 756	53 755
Salaires par part fiscale	110 129	92 824
Nombre de foyers fiscaux	4 009	3 839

NOTE : Ce tableau représente la moyenne de différentes variables au sein des groupes de traitement et de contrôle durant l'année 2012. Il renseigne également le nombre de foyers fiscaux présents dans chacun de ces deux groupes. Chaque foyer fiscal est présent dans l'échantillon pour chaque année de la période d'analyse (2008-2017).
SOURCE : Fichiers POTE panélisés, 2008-2017.

Ces différences de caractéristiques entre le groupe de traitement et le groupe de contrôle ne remettent pas en cause pour autant la validité de notre stratégie d'identification de l'impact de la mise au barème sur les dividendes perçus. L'hypothèse nécessaire à la validité de notre stratégie de « différence des différences » est la similarité entre les deux groupes de la *dynamique* de leurs dividendes avant la réforme. Le respect de cette condition est indiqué dans les coefficients β_t pour l'ensemble des années pré-réforme : pour t allant de 2008 à 2012, β_t doit être non significativement différent de zéro.

5.2 Les évolutions fiscales dans notre échantillon d'analyse

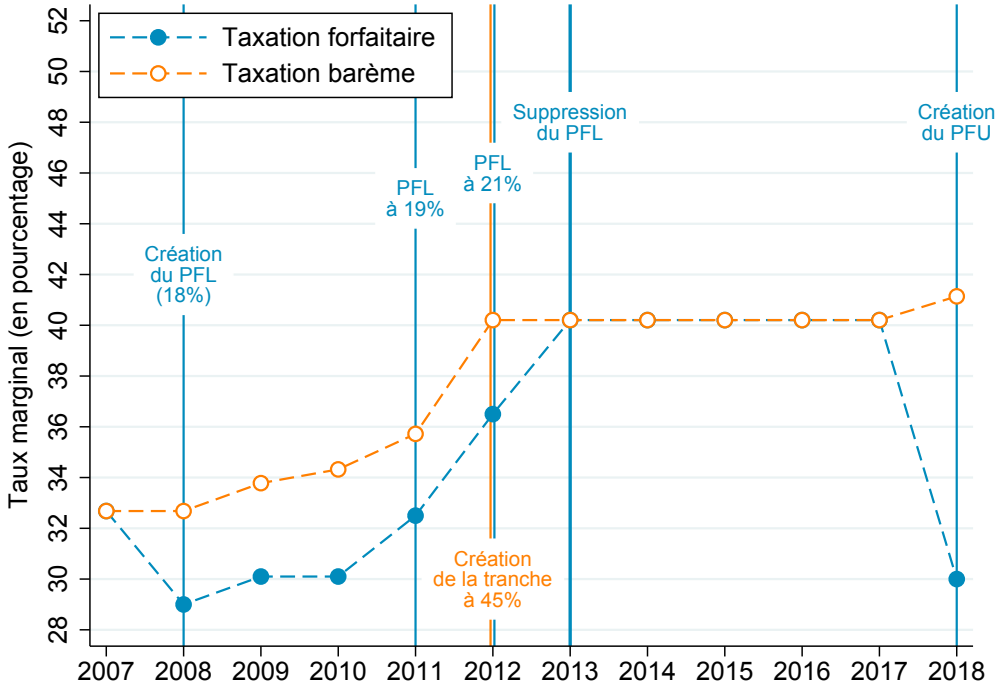
Avant de procéder à l'estimation de l'effet de la mise au barème de 2013 sur les dividendes reçus par les ménages, il est nécessaire de caractériser avec précision l'impact de cette réforme sur les taux marginaux d'imposition du groupe de traitement et du groupe de contrôle, mais aussi de recenser les éventuelles autres réformes fiscales ayant pu affecter les décisions de ces deux groupes sur la période analysée.

Afin de caractériser les changements de fiscalité sur l'ensemble de la période d'analyse, nous mobilisons le modèle de microsimulation TAXIPP développé par l'Institut des politiques publiques [5]. Ce modèle simule la législation socio-fiscale sur une vaste période historique. Il permet d'une part de mener des analyses par cas-types, c'est-à-dire de décrire la fiscalité pour des cas simplifiés de foyers fiscaux. Cette analyse a pour but de visualiser l'impact de chaque réforme fiscale pouvant affecter les taux marginaux des deux groupes de foyers fiscaux sur la période étudiée. Ce modèle peut, d'autre part, s'appliquer à des bases de données et caractériser les taux d'imposition de foyers fiscaux présents dans les fichiers administratifs. Nous appliquons TAXIPP aux fichiers POTE panélisés et caractérisons les évolutions des taux marginaux d'imposition du groupe de traitement et du groupe de contrôle sur l'ensemble de la période d'analyse.

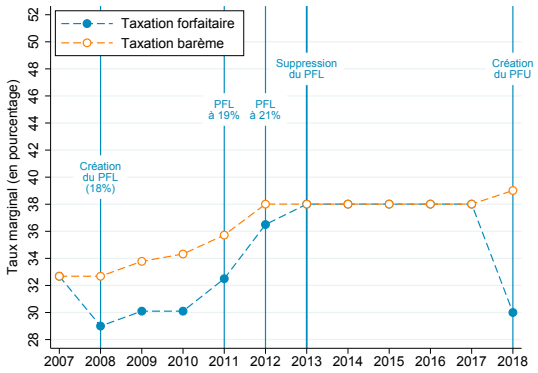
5. Voir Ben Jelloul et al. (2019) pour une documentation détaillée de la version actuelle du modèle TAXIPP. L'ensemble des informations relatives au modèle TAXIPP sont accessibles sur le site web de l'IPP : https://www.ipp.eu/methodes/taxipp-outils/

GRAPHIQUE 5.1 – Évolution des taux marginaux de taxation sur les dividendes (2007–2018)

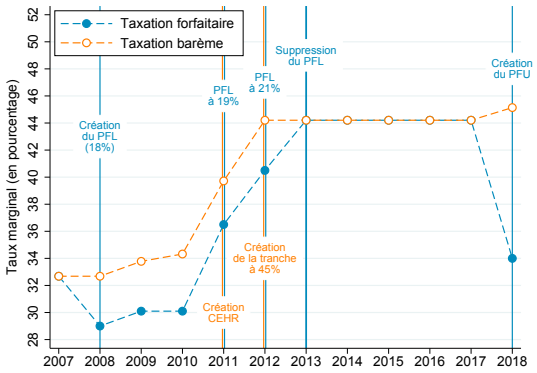
(a) Tranche à 45 %



(b) Tranche à 41 %



(c) Tranche à 45 % et CEHR



NOTE : Chaque graphique représente, pour un cas-type donné, l'évolution du taux marginal sur les dividendes pour deux options : le choix de déclarer ses dividendes au barème progressif de l'IR, et le choix de les soumettre à la taxation forfaitaire libératoire de l'IR. Ces taux marginaux correspondent au cas simplifié d'un foyer constitué d'un célibataire, sans enfant, ne bénéficiant d'aucun crédit ou réduction d'impôt, et n'étant pas gérant majoritaire de SARL.

Le graphique 5.1a correspond à un foyer dont le RNI le place dans la tranche à 45 % chaque année, c'est-à-dire supérieur à 150 000 euros en 2012 par exemple. Le graphique 5.1b correspond à un foyer dont le revenu net imposable (RNI) le place dans la tranche à 41 % chaque année, c'est-à-dire compris entre 70 830 et 150 000 euros en 2012 par exemple. Le graphique 5.1c correspond à un foyer dont le RNI le place dans la tranche à 45 % chaque année et dont le revenu fiscal de référence est supérieur à 500 000 euros chaque année ce qui le rend redevable de la CEHR au taux de 4 %.

SOURCE : TAXIPP 1.0, Barèmes IPP.

Le graphique 5.1 décrit l'évolution des taux marginaux de prélèvements obligatoires appliqués aux dividendes entre 2007 et 2018 pour trois cas-types différents. Dans ce graphique et dans la suite de ce chapitre, les taux marginaux présentés sont des taux marginaux de prélèvements obligatoires incluant l'impôt sur le revenu et les prélèvement sociaux. Ces taux sont calculés en tenant compte de l'application du barème progressif, de la Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (CEHR), des abattements, de la CSG déductible et des prélèvements sociaux (voir les notes du graphique pour le détail de la méthode de calcul). Chaque sous-figure du graphique 5.1 se concentre sur un cas-type particulier en termes de revenu imposable et représente les taux marginaux correspondants aux deux options de taxation possibles des dividendes, à savoir la taxation au barème progressif et la taxation forfaitaire (c'est-à-dire le PFL entre 2008 et 2012, puis le PFU en 2018). Nous ne représentons pas de cas-types associés aux trois premières tranches du barème progressif (tranches à 30 %, 14 % et 5,5 %) dans la mesure où le PFL n'est pas intéressant en règle générale pour les foyers situés dans ces tranches.

Le graphique 5.1 illustre les variations importantes qu'a connu la fiscalité des dividendes durant la période pré-réforme entre 2008 et 2012. Ces variations sont le fait de changements législatifs s'appliquant à la taxation au barème mais aussi à des changements liés au PFL (voir le graphique et la note de lecture associée pour le détails de ces réformes). Les taux marginaux connaissent une augmentation entre 2008 et 2013 pouvant atteindre 11,5 points de pourcentage. Par contraste, la fiscalité des dividendes est restée particulièrement stable après la réforme de 2013, et ce jusqu'en 2018, année de l'instauration du prélèvement forfaitaire unique (PFU). La réforme de 2013 a entraîné une augmentation du taux marginal de taxation appliqué aux dividendes pour les foyers au PFL en 2012. Cette augmentation est plus importante pour les foyers taxés à 45 % en 2013 (+ 3,7 points de pourcentage) que pour les foyers taxés à 41 % (+ 1,5 points de pourcentage). Les foyers qui optaient déjà pour le barème en 2012 n'ont, quant à eux, pas connu de variation de

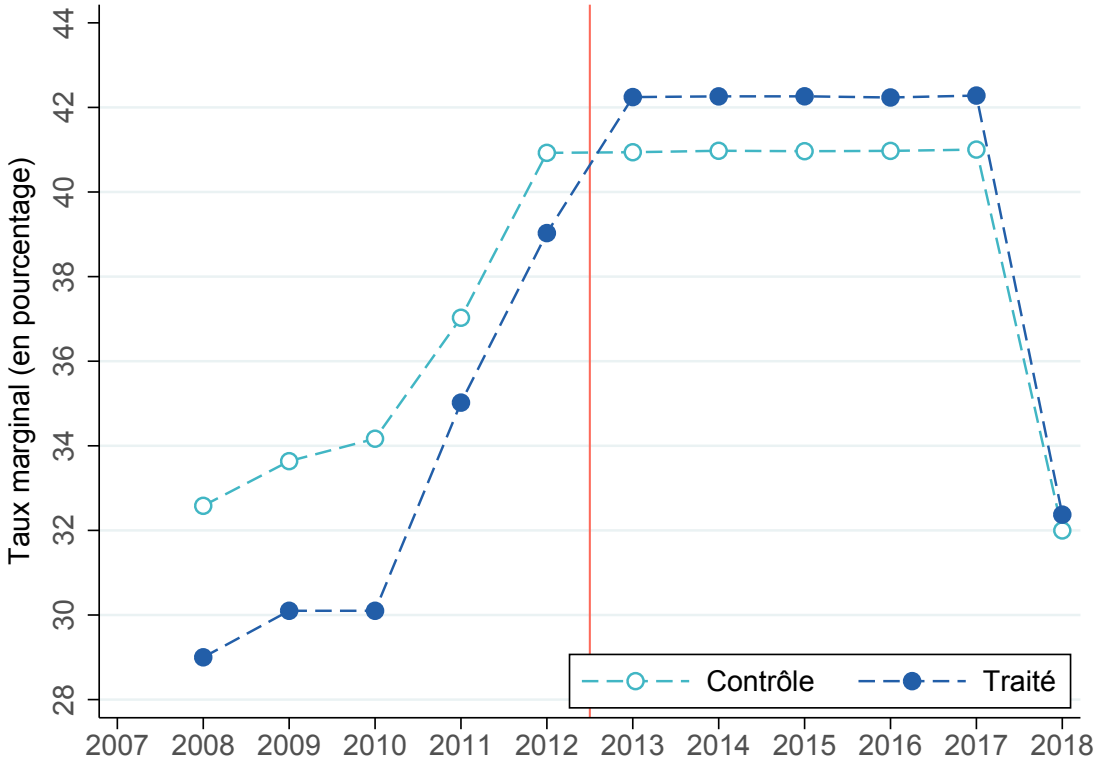
taux marginal entre 2012 et 2013. Ils ne sont affectés ni par la réforme de 2013, ni par une réforme concomitante, d'où le fait de les considérer comme un groupe de contrôle dans notre stratégie d'estimation.

La méthode de différence de différences exploitant les différences de dynamique entre les groupes de traitement et de contrôle, la validité de cette stratégie nécessite une évolution parallèle des taux marginaux de taxation entre ces deux groupes avant la réforme. Le graphique 5.1 montre la présence d'une tendance parallèle entre 2008 et 2012 pour les foyers fiscaux situés dans la tranche à 45 %, qu'ils soient ou non dans le champ de la CEHR. L'année 2013 vient rompre cette évolution parallèle. Une différence de dynamique est naturellement observée entre 2007 et 2008, du fait de la création du PFL, d'où le fait d'exclure 2007 dans notre échantillon d'analyse. Concernant la tranche à 41 %, les taux de taxation ont une tendance croissante légèrement plus importante dans le groupe de traitement que dans le groupe de contrôle, notamment du fait de l'année 2012, où le taux du PFL passe de 19 % à 21 %.

L'analyse de la réforme de 2013 est intéressante pour appréhender les effets du PFU, dans la mesure où elle constitue une réforme allant dans le sens inverse. Néanmoins, son ampleur est à relativiser au regard de la baisse de taux marginal associée à la mise en place du PFU en 2018. Comme l'illustre le graphique 5.1, l'instauration du PFU implique une variation de taux marginal près de deux fois plus importante que celle de la réforme de 2013. Cette différence est primordiale dans l'utilisation de l'évaluation de la réforme de 2013 pour appréhender les effets du PFU.

Le graphique 5.2 décrit l'évolution des taux marginaux de taxation des dividendes au sein de notre groupe de contrôle et de notre groupe de traitement. Ce graphique est issu de l'application du modèle TAXIPP sur l'échantillon présenté dans la section 5.1. Il a pour but d'isoler l'impact des évolutions de la législation fis-

GRAPHIQUE 5.2 – Évolution de la taxation des dividendes entre groupe de traitement et contrôle



NOTE : Le graphique représente l'évolution du taux marginal contrefactuel moyen du groupe de traitement et du groupe de contrôle, tels que définis dans la section 5.1. Le taux marginal contrefactuel d'une année N est calculé en appliquant la législation de l'impôt sur les revenus N aux revenus de 2012 du foyer après ajustement. L'ajustement consiste à multiplier les revenus de 2012 par un facteur égal au ratio entre le seuil de la première tranche du barème de l'année N et le seuil de la première tranche du barème de 2012. Le taux contrefactuel d'un foyer vise à mesurer le taux marginal auquel ce foyer serait sujet durant une année donnée si ses décisions étaient identiques à celles de 2012.
LECTURE : Le taux de taxation des traités est de 40,4 % en 2012 en moyenne. Le taux de taxation des contrôles est de 39 % en 2012 en moyenne.
SOURCE : TAXIPP 1.0 appliqué aux fichiers POTE panélisés, Barèmes IPP.

cale sur nos deux groupes au regard de leurs caractéristiques en 2012, sans prendre en compte les éventuelles réactions comportementales des foyers fiscaux composant ces groupes. Afin d'éliminer de telles réactions, nous avons calculé pour chaque année le taux marginal « contrefactuel » de chaque foyer fiscal, c'est-à-dire le taux qui s'appliquerait au foyer au regard de la législation de l'année, en supposant que celui-ci ait pris les mêmes décisions de revenus qu'en 2012.

Ce graphique montre une évolution globalement parallèle des taux marginaux

de taxation entre les deux groupes sur la période de 2008 à 2012, ce qui nous conforte dans la capacité de nos groupes de traitement et de contrôle à isoler l'effet de la réforme de 2013. En cohérence avec les cas-types du graphique 5.1, le graphique 5.2 montre une hausse globale moyenne des taux marginaux de taxation entre 2008 et 2012, à la fois pour le groupe de traitement et le groupe de contrôle. L'évolution non parallèle entre 2011 et 2012 soulignée dans le cas-type du graphique 5.1b ne se retrouve pas, du fait de la part relativement faible dans notre échantillon des foyers fiscaux situés dans la tranche à 41 %. En revanche, le taux d'imposition moyen du groupe traité augmente davantage entre 2010 et 2011 que le groupe contrôle du fait d'un effet de composition : les foyers fiscaux du groupe de traitement ont en moyenne des revenus plus élevés que le groupe de contrôle (voir le tableau 3.1), et sont donc plus fréquemment redevables de la CEHR introduite en 2011 [6]. Cette différence relative à la CEHR explique l'écart de taux moyen entre les deux groupes à partir de 2013. Entre 2012 et 2013, l'écart de taux marginal de taxation entre les deux groupes augmente d'environ 3 points de pourcentage. C'est l'effet de ce choc différencié que l'analyse par différence de différences vise à évaluer.

5.3 Résultats

5.3.1 Évolution des revenus des groupes traité et contrôle

Afin d'avoir un premier aperçu des résultats de la méthode de différence de différences, les graphiques 5.3a à 5.3c comparent des statistiques agrégées par année entre le groupe de traitement et le groupe de contrôle. Le graphique 5.3a représente la moyenne du logarithme des dividendes au sein de chacun de ces deux groupes pour chaque année. Afin de comparer les dynamiques des deux groupes, en neu-

6. En 2012, 75,4 % des foyers traités sont redevables de la CEHR contre 53,6 % des foyers non traités.

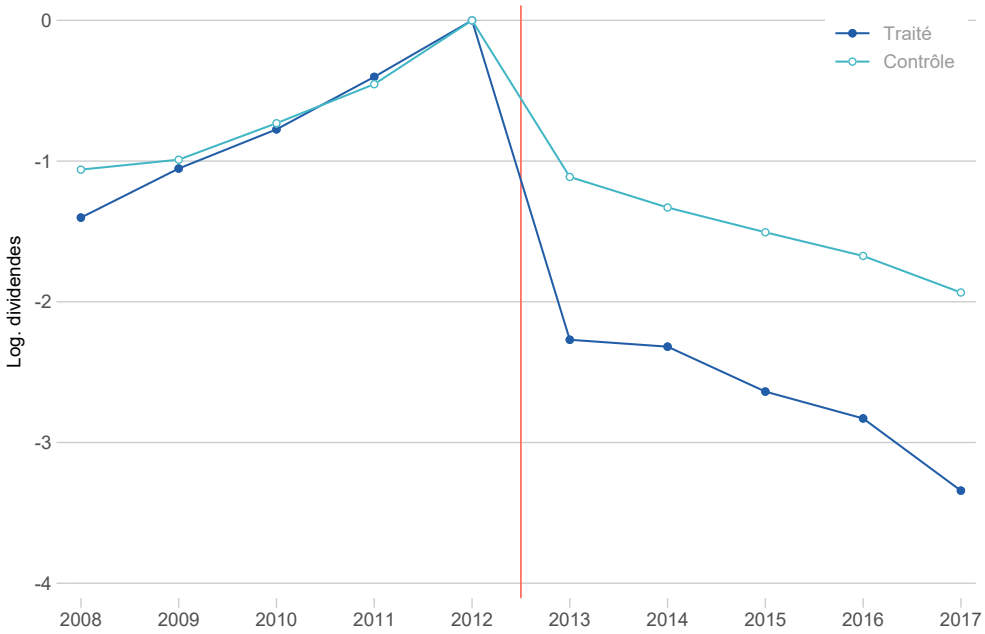
tralisant leurs différences en termes de niveaux de dividendes, ces moyennes de logarithme sont normalisées par la moyenne de l'année 2012. Les graphiques 5.3b et 5.3c représentent des graphiques similaires, en représentant l'évolution des revenus des valeurs mobilières autres que les dividendes (intérêts, assurance-vie) ainsi que des salaires.

Le graphique 5.3a montre que la dynamique des dividendes déclarés est similaire entre le groupe de traitement et le groupe de contrôle, ce qui plaide en faveur de la validité de notre stratégie d'estimation. À partir de 2013, on observe une baisse des dividendes pour les deux groupes, davantage marquée pour le groupe de traitement. Ceci suggère un impact négatif de la mise au barème sur les dividendes reçus par les foyers fiscaux ayant recours au PFL en 2012. Les salaires et les autres revenus des valeurs mobilières présentent également des dynamiques similaires entre les deux groupes avant la réforme, mais aucune différence de dynamique entre les groupes traité et contrôle n'est observée à partir de 2013. Ces statistiques descriptives suggèrent un effet négatif de la réforme sur les dividendes reçus par les foyers fiscaux ayant recours au PFL en 2012 mais ne plaident pas en faveur de l'existence d'un basculement vers les salaires (*income shifting*) ou d'un effet apparent sur les autres catégories de revenus des valeurs mobilières.

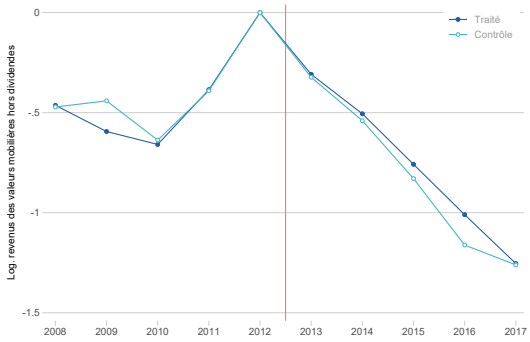
En plus d'un effet négatif de la mise au barème sur les dividendes reçus par les foyers fiscaux optant pour le PFL avant la réforme, le graphique 5.3a suggère une baisse relativement marquée pour l'ensemble des foyers fiscaux, traités comme non traités. Autrement dit, le montant de dividendes déclarés aurait subi une baisse en 2013, même chez les foyers fiscaux dont la réforme ne modifie pas le taux effectif d'imposition. Ce constat peut s'expliquer par le fait que les décisions de versement des dividendes relèvent des entreprises, et non des ménages. Ainsi, un actionnaire minoritaire au sein d'une société peut voir ses dividendes diminuer, ou sans en avoir exprimé la volonté.

GRAPHIQUE 5.3 – Évolution de revenus entre groupe de traitement et groupe de contrôle

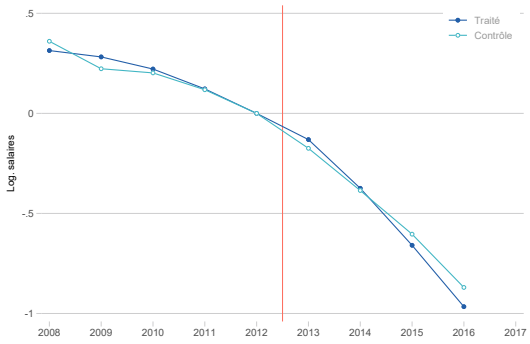
(a) Dividendes



(b) Revenus des valeurs mobilières hors dividendes



(c) Salaires



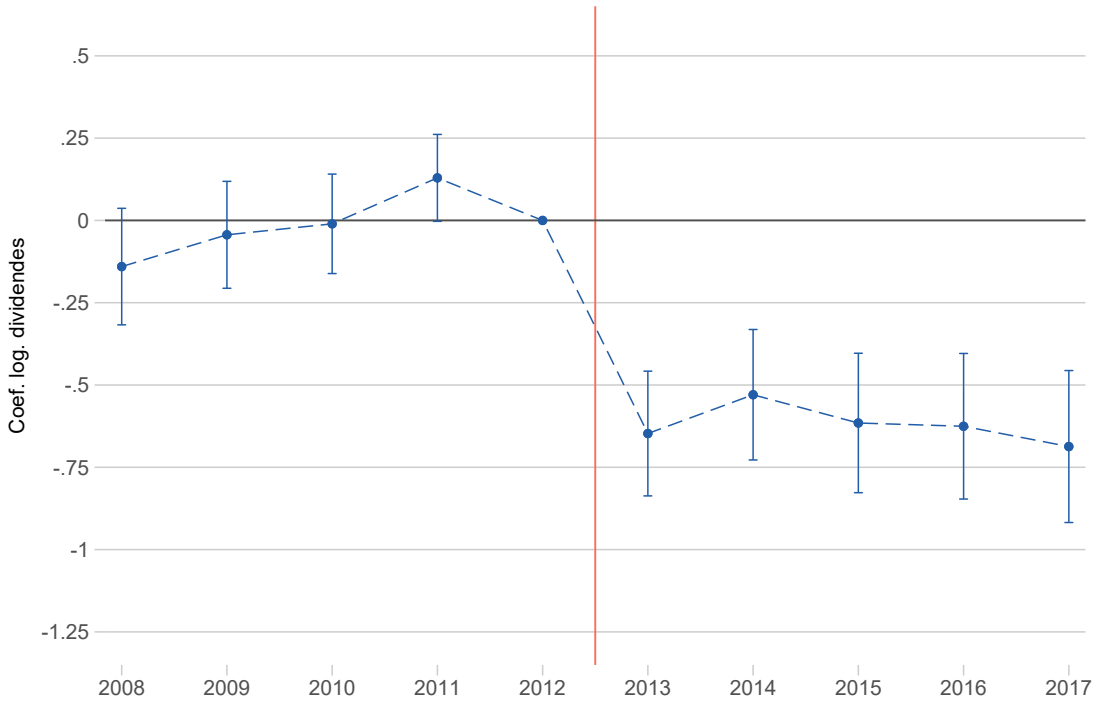
NOTE : Le graphique représente, pour différentes catégories de revenus déclarés, l'évolution du logarithme moyen de cette variable dans les groupes de traitement et de contrôle. Les logarithmes moyens ont été normalisés par leur valeur en 2012. Ainsi la valeur représentée pour une année N correspond à la différence entre le montant moyen du logarithme de revenus déclarés en N et le montant moyen du logarithme de revenus déclarés en 2012. Les autres revenus du capital correspondent aux revenus des produits de placement à revenus fixes et des assurances-vies déclarés en cases 2EE, 2DH, 2CH, 2TS, 2TR et 2GO du formulaire n°2042 de la déclaration des revenus. Les salaires sont définis comme les revenus d'activité déclarés en cases 1AJ, 1BJ, 1CJ et 1DJ du même formulaire.

SOURCE : Fichiers POTE panélisés, 2008-2017.

5.3.2 Résultats de la différence de différences

Le graphique 5.4 montre les effets de traitement moyens sur les dividendes reçus chaque année, estimés à partir de l'équation 5.1. Les coefficient des années 2009 à 2012 sont proches de zéro et non-significatifs. Autrement dit, les résultats suggèrent une absence de différence de dynamique de dividendes reçus entre les foyers fiscaux traités et non traités pour la période pré-réforme. Ce premier constat soutient l'hypothèse de tendance commune avant la réforme, nécessaire à la validité de notre spécification de différence de différences.

GRAPHIQUE 5.4 – Effet de la mise au barème de 2013 sur les dividendes reçus par les ménages



NOTE : Ce graphique représente les coefficients estimés de l'effet du traitement sur les dividendes perçus par les ménages. Ces coefficients sont tirés de l'équation 5.1 et correspondent aux termes β_t, en prenant 2012 comme année de référence. Chaque coefficient est encadré par son intervalle de confiance à 95 %.

SOURCE : Fichiers POTE panélisés, 2008-2017.

Impact causal de la réforme sur les dividendes déclarés. Le graphique 5.4 montre l'apparition d'un écart de dynamique important entre les groupes de traitement et de contrôle en 2013. On observe une chute relativement élevée des dividendes reçus parmi les foyers fiscaux traités, comparé aux foyers fiscaux du groupe de contrôle. Cet écart observé en 2013 persiste pour l'ensemble des années jusqu'en 2017. Cette chute de l'effet de traitement en 2013, accompagnée de cette persistance, plaide en faveur de l'attribution de cet effet à la réforme de la mise au barème de 2013. Les effets estimés sont d'ampleur non négligeables. La valeur minimale des coefficients des années après réforme est de 0,52. Ce coefficient s'appliquant au logarithme des dividendes, cela correspond à une diminution de 40 % de la variable d'intérêt. Autrement dit, on observe en moyenne suite à la réforme une baisse de 40 % des dividendes perçus chez les foyers fiscaux ayant opté pour le PFL en 2012, comparé aux foyers fiscaux ayant opté pour le barème.

Impact causal de la réforme sur les autres revenus. Les graphiques 5.5a à 5.5c représentent les effets de la mise des dividendes au barème sur d'autres sources de revenus. Le graphique 5.5a suggère une absence d'effet de la mise au barème des dividendes en 2013 sur les salaires, ce qui va à l'encontre de la présence d'un phénomène d'*income shifting*. En moyenne, les redevables des foyers fiscaux ayant opté pour le PFL en 2012 voient le montant de leurs dividendes baisser, sans que cela se répercute sur une augmentation des salaires.

La baisse du montant des dividendes perçus par les foyers fiscaux affectés fiscalement par la réforme de 2013 peut traduire un changement de composition du portefeuille de ces redevables. La fiscalité des dividendes devenant moins avantageuse pour ces foyers fiscaux, l'intérêt de ces derniers à revendre leurs titres peut s'en trouver accru. Un tel mécanisme suggèrerait une hausse des plus-values engendrée par la réforme de la mise au barème de 2013. Les résultats du gra-

phique 5.5b soulignent une absence d'effet sur le montant perçu de plus-values, et ne permettent donc pas de conclure à un tel phénomène.

Enfin, nos résultats ne suggèrent aucun effet de la réforme sur le montant des revenus des valeurs mobilières autres que les dividendes, comme l'illustre le graphique 5.5c. Ces revenus contiennent notamment les rémunérations des placements à revenu fixe, affectés également par la mise au barème, mais moins volatiles par nature que les dividendes. Ces revenus contiennent aussi les produits d'assurance-vie dans le champ de la déclaration de l'impôt sur le revenu, mais non concernés par la réforme de la mise au barème de 2013.

Test de robustesse. La mise au barème de 2013 est concomitante à une réforme de la fiscalité des dividendes des gérants majoritaires de SARL. Comme expliqué précédemment, l'échantillon utilisé dans les estimations précédentes exclut un ensemble de foyers fiscaux suspectés d'être sujets à cette réforme afin de résoudre ce problème potentiel pour l'identification.

Afin de tester la robustesse de nos résultats, nous mettons en place la même procédure d'estimation sur un échantillon se restreignant aux foyers fiscaux « retraités », définis comme les foyers fiscaux où le déclarant principal (et le conjoint en cas d'imposition commune) ne déclare pas en 2012 de salaires et déclare un montant positif de pensions de retraite[7]. Le graphique 5.6 montre les résultats produits avec cet échantillon alternatif. Ces résultats restent qualitativement inchangés par rapport à l'estimation principale. L'ampleur des coefficients estimés avec l'ensemble des contrôles est également très proche entre l'échantillon principal et cet échantillon alternatif.

7. En revanche, les foyers fiscaux précédemment suspectés d'être gérants majoritaires de SARL au regard de leur déclaration de cotisations de retraite supplémentaire sont inclus dans cet échantillon alternatif.

Discussion. Les résultats de ce chapitre suggèrent une baisse importante du montant de dividendes déclarés du fait de la suppression du PFL en 2013. Les foyers affectés par la réforme, c'est-à-dire dont tout ou partie des revenus de leurs actions étaient imposés au PFL, déclarent des dividendes en baisse de 40 % par rapport aux foyers ayant déclaré l'ensemble de leurs dividendes au barème en 2012. Cet effet est d'autant plus fort qu'il est potentiellement sous-estimé par le fait que les foyers fiscaux du groupe de contrôle peuvent être sujets au traitement. En effet, la politique de versement de dividendes est une décision relevant de l'entreprise, de telle sorte qu'un foyer fiscal ayant opté pour le barème pour ses dividendes en 2012 peut détenir des actions dans des entreprises dont la majorité des actionnaires ont opté pour le PFL [8]. Les résultats du graphique 5.3a montrent en effet une baisse marquée des dividendes en 2013 y compris pour le groupe de contrôle, ce qui suggère de tel effets indirects de la réforme au sein du groupe de contrôle.

Une question importante pour l'interprétation de ces résultats est de savoir dans quelle mesure les réponses comportementales de la réforme 2013 sont valides pour des extrapolations à d'autres réformes de la fiscalité du capital (ce que les économistes appellent la *validité externe* d'une étude). Plusieurs remarques sont ici nécessaires. Premièrement, la forte réaction mesurée ne concerne que les dividendes et n'est pas généralisable à l'ensemble des revenus du capital. Autant les statistiques descriptives agrégées que celles relatives à nos groupes de contrôle et de traitement suggèrent une réactivité bien moindre des autres catégories de revenus du capital dans le champ des réformes étudiées (voir les graphiques 4.3 et 5.3b). Deuxièmement, le groupe de ménage touché par la suppression du PFL correspond à une partie étroite de la population, à hauts revenus, avec une part importante de dividendes dans ces revenus. Le PFU devrait quant à lui être intéressant financièrement pour un ensemble plus large de foyers fiscaux, dont les re-

8. Inversement, un foyer fiscal ayant opté pour le PFL en 2012 peut détenir des parts dans des entreprises dont la majorité des actionnaires sont non affectés par la réforme de 2013.

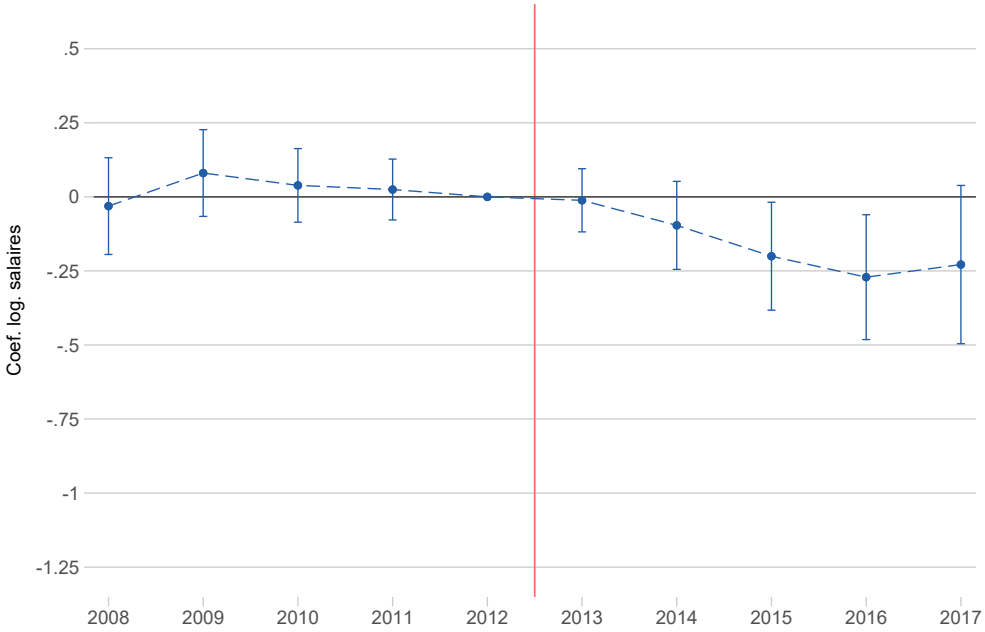
venus imposables seraient en moyenne inférieurs à ceux des foyers fiscaux optant pour le PFL [9]. Sous l'hypothèse que les réactions comportementales augmentent avec le revenu des foyers fiscaux (qu'un foyer fiscal est d'autant plus réactif à la fiscalité qu'il se situe en haut de la distribution des revenus), l'ampleur des réactions des foyers fiscaux affectés par le PFU devrait être inférieure en moyenne à celle des foyers fiscaux affectés par la suppression du PFL. Troisièmement, la réforme de 2013 peut avoir été perçue de façon particulière au sens où plusieurs réformes annoncées de façon concomitantes lors de la campagne présidentielle de 2012 ont pu jouer sur la perception de celles-ci – il est par exemple possible que les ménages aient perçu les hausses de taux de taxation comme plus importantes que ce qu'elles ont effectivement été ; une telle explication se retrouve renforcée par le constat qu'une partie des ménages avait opté en 2012 pour le PFL à tort, reflétant un manque de connaissance des détails de la législation fiscale.

Le chapitre suivant, analysant des données administratives relatives aux entreprises, va permettre de creuser les mécanismes sous-jacents à la baisse massive des dividendes reçus par les ménages. En exploitant les premières informations disponibles pour 2018, issues des greffes des tribunaux de commerce, nous pourrons alors fournir une première analyse des réactions à l'instauration du PFU.

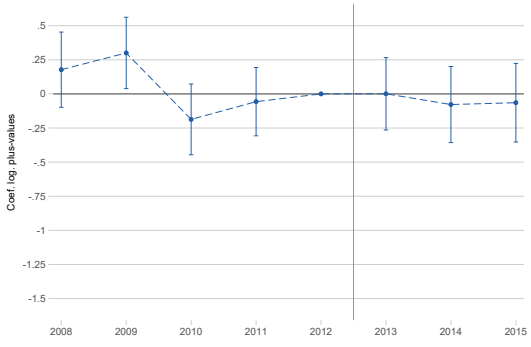
9. Cette différence de spectre est potentiellement d'autant plus importante que le PFU est l'option par défaut retenue dans les déclarations de revenus, ce qui n'était pas le cas pour le PFL (voir le chapitre 3).

GRAPHIQUE 5.5 – Effet de la mise au barème de 2013 – autres catégories de revenus

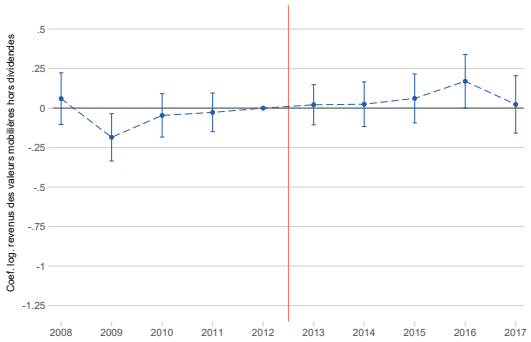
(a) Salaires



(b) Plus-values



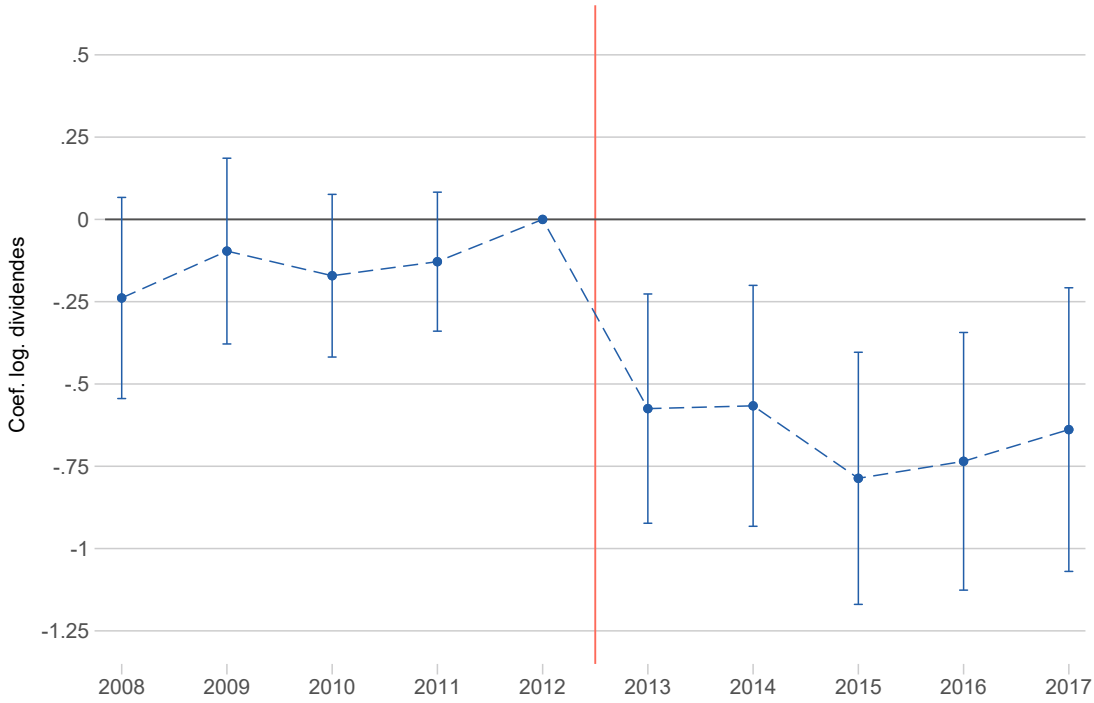
(c) Revenus des valeurs mobilières hors dividendes



NOTE : Ce graphique représente les coefficients estimés de l'effet du traitement sur différentes catégories de revenus perçus par les ménages. Ces coefficients sont tirés de l'équation 5.1 et correspondent aux termes β_t, en prenant 2012 comme année de référence. Chaque coefficient est encadré par son intervalle de confiance à 95 %.

Les coefficients associés à l'effet sur les plus-values (graphique 5.5b) on été estimés sans les termes X_i (sans contrôler par les différences de dynamique entre les groupes de foyers fiscaux définis en fonction de la part de leurs dividendes dans leurs revenus). En incluant ces contrôles, on obtient des coefficients négatifs quelque soit l'année considérée, significativement différents de zéro, mais non significativement différents entre eux. Ce constat suggère un effet de retour à la moyenne et souligne le caractère relativement exigeant de la spécification avec les termes X_i lorsque l'on cherche à expliquer le montant de plus-values. En effet, les plus-values sont caractérisées par une forte volatilité au cours du temps pour un foyer fiscal donné, ce qui rend les coefficients sensibles à l'ajout de variables de contrôle supplémentaires. SOURCE : Fichiers POTE panélisés, 2008-2017.

GRAPHIQUE 5.6 – Test de robustesse - restriction aux foyers fiscaux retraités



NOTE : Ce graphique représente les coefficients estimés de l'effet du traitement sur les dividendes perçus par les ménages, en prenant un échantillon appliquant un filtre différent de l'échantillon principal pour exclure les foyers fiscaux potentiellement gérants majoritaires de SARL. A la place de la restriction relative aux montants déclarés de cotisations à des contrats dits Madelin, cet échantillon se restreint aux foyers fiscaux « retraités », définis comme les foyers fiscaux où le déclarant principal (ainsi que le conjoint en cas de déclaration commune) ne déclare aucun salaire en 2012 mais un montant positif de pensions de retraite.

Ces coefficients sont tirés de l'équation 5.1 et correspondent aux termes β_t, en prenant 2012 comme année de référence. Chaque coefficient est encadré par son intervalle de confiance à 95 %.

SOURCE : Fichiers POTE panélisés, 2008-2017.

Chapitre 6

Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes pour les entreprises

Ce chapitre présente une évaluation d'impact des réformes de 2013 et 2018 à l'aide d'une méthode de différence en différences à partir des données d'entreprise. Nous mesurons les impacts de la fiscalité des dividendes sur les choix de distribution des profits, sur l'investissement et les autres évolutions du bilan comptable des entreprises.

6.1 Effets de la réforme de 2013

6.1.1 Méthodologie

La méthode retenue dans ce chapitre est une évaluation par différence en différences, exploitant le fait que selon la structure de leur actionnariat certaines entreprises ne sont pas touchées par l'évolution de la fiscalité des personnes physiques en France. Les données sources sont celles décrites au chapitre 4, c'est-à-dire les données fiscales d'entreprise jusqu'en 2016 et les données des greffes des tribunaux de commerce jusqu'en 2018.

Construction des groupes de contrôle et de traitement. La réforme analysée concernant l'imposition des personnes physiques, l'exposition des entreprises à cette réforme dépend considérablement de la structure de leur actionnariat au moment de la réforme. En effet, si des sociétés possédées largement par des personnes physiques semblent susceptibles de réduire leurs montants de dividendes versés, les sociétés détenues à une forte proportion par des personnes morales paraissent moins exposées et donc moins susceptibles de réagir à des variations dans la fiscalité des personnes physiques.

La construction de nos groupes de traitement et de contrôle suit cette intuition. Nous utilisons comme groupe de traitement l'ensemble des sociétés possédées intégralement par des personnes physiques en 2011, et comme groupe de contrôle l'ensemble des entreprises dont les éventuels actionnaires physiques possèdent ensemble moins de 50 % du capital et dont aucun actionnaire personne morale ne possède plus de 95% des parts.

Le choix de notre groupe de contrôle mérite une discussion approfondie, puisque d'autres groupes d'entreprises potentiellement peu affectées par la réforme auraient pu être constitués. D'une part, comme suggéré dans le chapitre 4, les sociétés cotées semblent peu sensibles à la fiscalité des personnes physiques sur les dividendes dans leur politique de distribution, et constituent à ce titre un groupe de contrôle intéressant. Leur taille très importante les rend en revanche potentiellement moins comparables, en termes de variables réelles comme l'investissement ou l'emploi, au groupe de traitement. Un second groupe de contrôle naturel consiste dans l'ensemble des sociétés ayant une tête de groupe étrangère, qui ne sont donc pas concernées par les variations de fiscalité des dividendes reçus en France. Ce groupe est cependant composé pour l'essentiel de filiales de grands groupes multinationaux, et souffre donc du même défaut que les sociétés cotées.

Les sociétés possédées par des personnes morales constituent en revanche un groupe particulièrement intéressant, dans la mesure où elles sont nombreuses,

de tailles variées, mais *a priori* pas directement affectées par la mise au barème de l'IR des dividendes pourvu que les actionnaires physiques pris ensemble n'en détiennent directement qu'une part minoritaire. Néanmoins, ce groupe nécessite d'être affiné : tout d'abord, un grand nombre de ces sociétés sont intégrées fiscalement, c'est-à-dire qu'elles font ensemble leur déclaration à l'impôt sur les sociétés. Dans ce cas, l'unité de décision pertinente est plus probablement celle de la tête du groupe fiscal. Afin de considérer un groupe de firmes dont la décision de versement n'est pas la conséquence d'une décision unilatérale d'une tête de groupe la possédant entièrement, nous considérons donc comme groupe de contrôle la sous-population de firmes détenues par une ou plusieurs entreprises, et dont aucune ne possède plus de 95 % du capital. Ce cas où le capital d'une entreprise est partagé entre plusieurs actionnaires dont au moins une personne morale (comme c'est le cas des *joint ventures* possédées en commun par deux entreprises distinctes) permet de considérer des entreprises qui n'ont pas une unique tête de groupe. Elles devraient ainsi appliquer une politique de distribution de dividendes relativement indépendante d'actionnaires physiques qui ne la détiennent que très indirectement.

6.1.2 Construction de l'échantillon d'estimation

Restrictions d'échantillon. Nous restreignons l'échantillon d'étude de la manière suivante. En premier lieu, nous ne conservons dans l'échantillon que les firmes ayant effectivement été soumises à la réforme, c'est-à-dire étant présentes dans l'échantillon à la fois dans l'année précédant la réforme (2011) et l'année de la réforme (2012). Par ailleurs, afin d'être capables de définir précisément nos groupes de traitement et de contrôle, nous ne conservons que les firmes dont les variables de composition de l'actionnariat sont correctement définies dans les données en 2011. Nous excluons également les firmes dont la taille (consolidée au ni-

veau du groupe auquel elles appartiennent si elles ne sont pas indépendantes) les inscrit dans la catégorie des micro-entreprises au sens de la loi de modernisation de l'économie de 2008 [1]. En outre, nous excluons des groupes de contrôle les firmes étant présentes ou dont la tête de groupe est présente dans un groupe de traitement.

En second lieu, afin d'exclure du champ de l'analyse les effets de la réforme concomitante impliquant la soumission aux cotisations sociales des dividendes versés par des gérants majoritaires de SARL, nous excluons toutes les unités légales (SIREN) pour lesquelles figure au moins une année un gérant majoritaire dans le fichier « Base Non Salariés » sur la période 2006 - 2015. Ainsi, nous excluons l'ensemble des sociétés ayant versé au moins une fois des rémunérations à leur gérant majoritaire entre 2006 et 2015, ou des dividendes entre 2013 et 2015. Cette restriction permet d'exclure de manière fine les sociétés exposées à la réforme analysée dans Boissel and Matray (2019), sans se priver de l'ensemble des SARL, un grand nombre d'entre elles étant susceptibles d'être possédées intégralement par des actionnaires physiques (et donc d'entrer dans notre groupe de traitement) sans pour autant être gérées par un actionnaire majoritaire.

Statistiques descriptives. Le tableau 6.1 présente des statistiques sur les caractéristiques respectives des groupes de traitement et de contrôle mesurées en 2011, avant la réforme de la mise au barème des dividendes. Les entreprises des deux groupes sont dans leur majorité des PME puisque la médiane des effectifs se situe à 17 salariés pour le groupe de traitement et 20 salariés pour le groupe de contrôle tandis qu'un nombre très faible (moins de 10 %) d'entreprises dépasse la centaine de salariés. Néanmoins, comme l'indique le chiffre d'affaires médian (2,3 millions d'euros pour les entreprises traitées et 3,9 millions d'euros dans le groupe

1. C'est-à-dire avec un effectif salarié inférieur à 10 personnes, et un chiffre d'affaires ou un bilan inférieur à 2 millions d'euros.

TABLEAU 6.1 – Statistiques descriptives des groupes de traitement et de contrôle en 2012

	Groupe de traitement				Groupe de contrôle			
	Moyenne	Médiane	1er décile	9e décile	*Moyenne*	Médiane	1er décile	9e décile
Effectifs employés	*25,24*	17,00	8,00	45,00	*43,54*	20,00	4,00	105,00
Chiffre d'affaires – k €	*4501,38*	2321,52	739,40	9171,61	*10736,89*	3939,47	438,78	26492,81
Valeur ajoutée – k €	*1382,42*	872,62	359,37	2612,44	*2595,46*	1119,56	54,32	6246,33
EBITDA – k €	*251,61*	102,35	-53,93	651,24	*519,15*	152,65	-282,52	1602,65
Total des salaires – k €	*781,86*	512,63	241,00	1434,88	*1391,74*	638,69	41,45	3430,28
Part des salaires des dirigeants	*0,09*	0,04	0,00	0,24	*0,05*	0,00	0,00	0,16
Résultat brut – k €	*163,75*	58,70	-44,57	425,54	*303,92*	78,88	-239,46	1013,19
Capitaux propres – k €	*1533,77*	560,64	58,74	3088,96	*3754,33*	768,82	-30,29	8380,34
Capital social – k €	*328,28*	80,00	7,70	576,00	*1127,72*	180,00	15,20	2704,62
Investissement – k €	*94,09*	11,82	-17,85	193,59	*279,64*	19,43	-20,31	641,01
Part d'actionnaires physiques	*1,00*	1,00	1,00	1,00	*0,11*	0,00	0,00	0,37
Nombre d'actionnaires physiques	*3,95*	3,00	1,00	7,00	*2,61*	1,00	0,00	7,00
Dividendes versés – k €	*80,39*	0,00	0,00	200,00	*179,39*	0,00	0,00	475,00
Part des sociétés avec dividendes > 0	*0,41*	0,00	0,00	1,00	*0,35*	0,00	0,00	1,00
Div, par euro de capitaux propres	*0,08*	0,00	0,00	0,25	*0,10*	0,00	0,00	0,33
Observations	16609				9861			

NOTES : Ce tableau présente des statistiques (moyenne, médiane, 1er et dernier décile) sur les caractéristiques des entreprises présentes respectivement dans le groupe de traitement et dans le groupe de contrôle. Les variables sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale.
SOURCES : Fichier des Bénéfices industriels et commerciaux - régime normal (BIC-RN), Fichier des déclarations de groupes (FDG), Périmètres des groupes fiscaux (PERIM), Enquêtes et fichiers de liaisons financières (LIFI), Déclarations annuelles de données sociales (DADS Postes), Base non salariés.

de contrôle), il s'agit d'organisations importantes dans leur environnement économique et géographique. Enfin, ce sont des entreprises pour lesquelles le choix de rémunération des dirigeants est susceptible d'avoir un impact important sur les dividendes puisque le salaire des dirigeants représente 9 % de la masse salariale dans le groupe de traitement et 5 % dans le groupe de contrôle.

Le tableau nous renseigne aussi sur la comparabilité des deux groupes préalablement à la réforme que nous cherchons à évaluer. De manière peu surprenante puisque leur actionnariat est plus diversifié, les entreprises du groupe de contrôle sont en moyenne environ deux fois plus grandes que les entreprises du groupe de traitement. Néanmoins, compte tenu de la très forte concentration de la distribution de la taille des entreprises, cet écart reste contenu et la plupart des membres de chaque groupe a son équivalent en taille dans l'autre groupe, ce qui est un meilleur indicateur de la qualité des groupes de traitement et de contrôle. Par ailleurs, en ce qui concerne la politique de dividendes, les deux groupes sont très similaires

puisque la proportion d'entreprises payant des dividendes est de 41 % dans le groupe de traitement et de 35 % dans le groupe de contrôle, tandis que la moyenne du ratio de dividendes sur fonds propres est de 8 % dans le premier groupe contre 10 % dans le second.

En résumé, la constitution de notre échantillon permet de tirer des conclusions sur l'impact de la taxation des dividendes qui sont à la fois causales (validité interne) et représentatives d'une part importante de l'économie française (validité externe).

6.1.3 Effets sur la politique de distribution.

Dans cette sous-section nous appliquons la méthode de différence de différences aux groupes de traitement et de contrôle décrits plus haut. Nous montrons les résultats de deux types d'estimation en différence-de-différences : des estimations statiques d'une part, où le coefficient que nous interprétons est associé à une simple variable indicatrice de traitement multipliée par une variable indicatrice de la période *post* traitement ; des estimations dynamiques d'autre part, où nous estimons un coefficient associé à chacune des variables d'année en interaction avec la variable indicatrice de traitement. Ces coefficients s'interprètent respectivement comme l'effet moyen sur la variable dépendante du fait de recevoir le traitement sur la période après la réforme, et comme l'effet année par année d'avoir reçu le traitement.

Dans chaque cas, nous utilisons trois spécifications pour l'estimation : une spécification de base n'incluant que des effets-fixes entreprise et année, une spécification ajoutant à cela des effets-fixes de catégorie de taille × année, et une dernière spécification utilisant des effets-fixes taille × âge × secteur × année, permettant d'évacuer d'éventuelles évolutions différenciées liées à la composition des groupes de traitement et contrôle [2].

2. Les catégories de taille sont les quartiles de chiffre d'affaires en 2011. L'âge est défini par

Afin d'harmoniser la date à laquelle les entreprises reçoivent ou non le traitement, nous ne gardons que les entreprises clôturant leur exercice comptable au 31 décembre de l'année N, qui représentent la vaste majorité des entreprises. Si la réforme est mise en place sur les revenus perçus en 2013, la mise au barème des revenus du capital était un engagement du candidat Hollande [3], et l'incertitude sur une éventuelle rétroactivité de cette mesure aurait pu créer des effets d'anticipation sur les dividendes versés en 2012. Nous fixons donc comme année de référence dans les estimations en différence-de-différences l'année 2011, et étudions les réactions à partir de 2013, avec néanmoins une possibilité d'observer des effets dès 2012.

Le graphique 6.1 présente les effets de la réforme de 2013 (la barémisation) sur la probabilité de verser des dividendes. Le panneau (a) présente l'évolution de la part des entreprises versant des dividendes au sein du groupe de contrôle et du groupe de traitement. La ligne rouge verticale pleine correspond à l'année de la réforme. On constate que le groupe de traitement présente une plus forte propension à distribuer des dividendes avant 2013 que le groupe de contrôle. En dépit de différences en *niveau*, on constate que l'*évolution* des deux groupes est largement parallèle avant la réforme. Entre les années 2012 et 2013, la part des entreprises distribuant des dividendes chute fortement au sein du groupe de traitement alors qu'elle est relativement stable au sein du groupe de contrôle, ce qui démontre un effet très net de la réforme. Le panel (b) présente les coefficients issus des régressions et confirme la présence d'un effet significatif et économiquement important. La probabilité de verser des dividendes baisse d'environ 7 points de pourcentage au sein du groupe de traitement ce qui correspond à 17 % de la moyenne pré-réforme.

Le graphique 6.2 décrit les effets de la même réforme de 2013 sur le ratio

rapport à 2011 : date de création moins de 4 ans auparavant, de 4 à 10 ans auparavant, ou plus de 10 ans auparavant. Les secteurs sont divisés en 18 sections de la NAF rev.2.

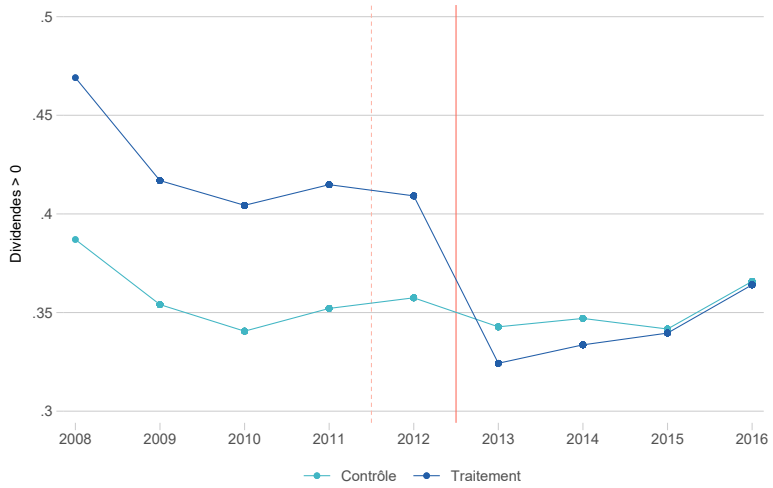
3. Engagement 14 : « Les revenus du capital seront imposés comme ceux du travail. ».

entre dividendes et capitaux propres (ces derniers étant mesurés en 2011). Le panneau (a) présente l'évolution de la moyenne de cette variable au sein du groupe de contrôle et du groupe de traitement. On constate que le groupe de contrôle verse en moyenne un plus fort niveau de dividendes relativement à leurs capitaux propres. En dépit de différences en *niveau*, on observe que l'*évolution* des deux groupes est largement parallèle avant la réforme. Entre les années 2012 et 2013, la moyenne des dividendes sur capitaux propres chute fortement au sein du groupe de traitement ce qui contraste avec la relative stabilité de la moyenne du groupe de contrôle. Le panel (b) présente les coefficients issus des régressions et confirme la présence d'un effet significatif et économiquement important. Le ratio dividendes sur capitaux propres baisse d'environ 1,6 centime pour un euro de fonds propres au sein du groupe de traitement ce qui correspond à 20,7 % de la moyenne pré-réforme (environ 8 centimes par euro de capitaux propres). Une fois encore l'absence de coefficients significativement différents de 0 avant la réforme soutient une interprétation causale des coefficients post-réforme.

Il est important de noter que ces effets mesurés constituent nécessairement une borne inférieure de l'effet de la réforme sur les entreprises affectées. En effet, la réforme affecte les individus bénéficiant du PFL, et le fait pour une société d'être possédée à 100 % par des personnes physiques n'approxime qu'indirectement une telle exposition. On peut ainsi s'attendre à ce qu'un grand nombre des actionnaires physiques sélectionnés dans notre groupe de traitement au travers de l'entreprise qu'ils possèdent n'aient en réalité pas opté pour le PFL, et ne soient donc pas affectés par la réforme. Il s'agit donc d'une mesure des effets de l'intention de traiter (*intent-to-treat*), et non du traitement effectivement reçu. Ceci permet de réconcilier la magnitude des effets mesurés au niveau entreprise (baisse de 20,7 % de la moyenne pré-réforme du niveau de dividendes) avec celle des effets mesurés chez les ménages (baisse autour de 40 % de la moyenne pré-réforme du niveau de dividendes).

GRAPHIQUE 6.1 – Probabilité de verser des dividendes (marge extensive)

(a) Moyennes annuelles



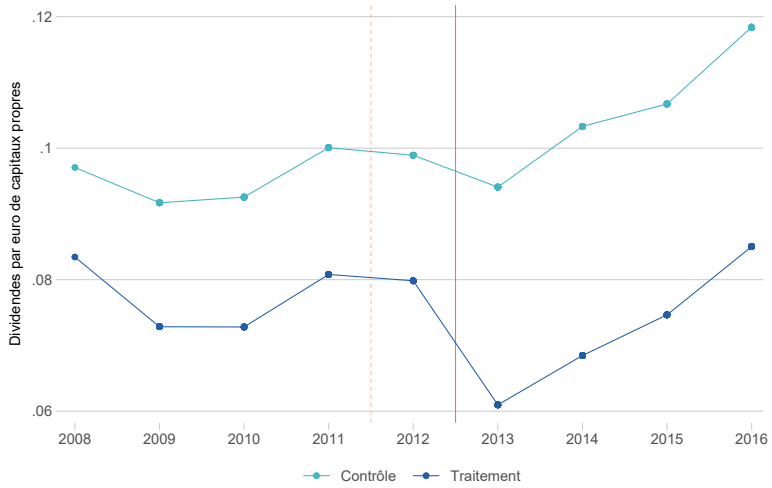
(b) Coefficients de régression



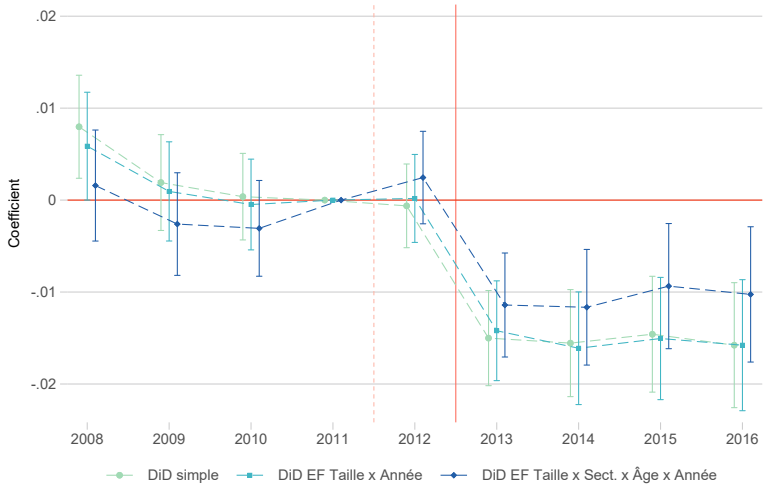
NOTES : La variable étudiée est une variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque les dividendes versés par l'entreprise dans l'année sont strictement positifs. Le panneau (a) représente des évolutions annuelles de la moyenne de cette variable, tandis que le panneau (b) représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant cette variable comme variable dépendante, avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Les valeurs sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Dans le panneau (a), chaque point représente une moyenne. Dans le panneau (b), les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 % et avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.
SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

GRAPHIQUE 6.2 – Versements de dividendes par euro de capitaux propres

(a) Moyennes annuelles



(b) Coefficients de régression



NOTES : La variable étudiée est le montant de dividendes versés divisés par le niveau des capitaux propres fixé en 2011. Le panneau (a) représente des évolutions annuelles de la moyenne de cette variable, tandis que le panneau (b) représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant cette variable comme variable dépendante, avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Les valeurs sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Dans le panneau (a), chaque point représente une moyenne. Dans le panneau (b), les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 %. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.

SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

6.1.4 Décomposition comptable des versements de dividendes

Les versements de dividendes peuvent s'exprimer selon une décomposition comptable, permettant d'associer les variations de dividendes à des variations concomitantes d'autres agrégats comptables. Ainsi, on peut écrire, en notant t l'année de référence et $\Delta_{t-1;t}$ les variations entre l'année $t-1$ et l'année t :

$$\begin{aligned}\text{Dividendes}_t = \text{Résultat net augmenté}_t - \text{Dépenses discrétionnaires}_t \\ + \Delta_{t-1;t}\text{Dettes financières} + \text{Émissions fonds propres}_t \\ - \text{Investissement}_t - \Delta_{t-1;t}\text{Autres actifs}\end{aligned}$$

Les éléments de cette décomposition sont définis de la manière suivante. Le résultat net augmenté est égal au résultat net comptable auquel s'ajoutent les dotations aux amortissements et les dépenses discrétionnaires, afin de représenter l'ensemble du bénéfice à disposition des propriétaires de l'entreprise. Ces dépenses discrétionnaires incluent les salaires des dirigeants, ainsi que les dépenses dites somptuaires et autres avantages personnels enregistrés dans la liasse fiscale. La variation de dettes financières est composée de la variation de l'encours d'obligations et de dettes auprès des établissements de crédit. L'émission de fonds propres consiste dans les augmentations de capitaux propres hors réserves, c'est-à-dire les variations de capital social ainsi que les émissions de passif résiduel (provisions, subventions, écarts de conversion). L'investissement correspond à la variation d'immobilisations corporelles et incorporelles. Les autres actifs contiennent les liquidités, l'actif circulant net et les immobilisations financières.

Le tableau 6.2 présente des coefficients de régression obtenus à partir d'une méthode de différence-de-différences statique, c'est-à-dire estimant le coefficient associé à une variable 'Traitement × Période *post* réforme'. Les variables de résultat

TABLEAU 6.2 – Coefficients d'estimation sur les variables de la décomposition comptable – différence-de-différences statique

Var. dépendante			Coefficients (1)	(2)	(3)
	Dividendes (effectifs)		- 1,671***	- 1,619***	- 1,057***
			(0,197)	(0,208)	(0,213)
	Dividendes (calculés)		- 1,756***	- 1,693***	- 1,219***
			(0,220)	(0,232)	(0,240)
Ressources	Émissions de fonds propres	(+)	1,284***	1,356***	1,070***
			(0,194)	(0,200)	(0,198)
	Dépenses discrétionnaires	(-)	- 0,239	- 0,199	- 0,0357
			(0,151)	(0,157)	(0,164)
	$\Delta_{t-1;t}$ Dettes financières	(+)	0,438	0,262	-0,342
			(0,702)	(0,740)	(0,730)
Emplois	Résultat net augmenté	(+)	- 2,521***	- 2,656***	- 1,459*
			(0,788)	(0,831)	(0,837)
	$\Delta_{t-1;t}$ Autres actifs	(-)	1,183	0,923	1,317
			(0,862)	(0,896)	(0,893)
	Investissement	(-)	0,0027	0,0848	-0,630
			(0.433)	(0.456)	(0.452)
Effets fixes					
	SIREN		Oui	Oui	Oui
	année		Oui	Oui	Oui
	taille × année		Non	Oui	Non
	taille × âge × secteur × année		Non	Non	Oui
Nombre d'entreprises			24 214	24 214	24 212
Nombre d'observations			176 974	176 974	176 921
Erreur div. calc / div. effectifs			+ 5.1 %	+ 4.6 %	+ 15.3 %

NOTES : Ce tableau présente des coefficients de régression de différence-de-différences statique, utilisant pour variable dépendante les différentes variables de la décomposition comptable, pour variable d'intérêt une interaction 'traitement × période post réforme', et incluant différents ensembles d'effets fixes (EF) selon les spécifications (1), (2) ou (3). Les coefficients s'interprètent comme des centimes par euro de capitaux propres en 2011. Les écarts-types sont groupés au niveau entreprise et indiqués entre parenthèses sous les coefficients. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnels sur l'échantillon sont exposés en section 6.1.2.
SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

net augmenté et de dépenses discrétionnaires n'étant pas disponibles pour 2016 [4], la période considérée est ici 2008 - 2015, et la période *post* réforme est donc 2013 - 2015. Les coefficients présentés correspondent donc à un effet moyen de la réforme

4. Indisponibilité des données DADS 2016 au moment de la construction de l'échantillon.

sur la variable dépendante considérée pour la période 2013 - 2015, en incluant au moins des effets-fixes année et entreprise. Ce tableau permet incidemment de vérifier la validité de la décomposition comptable présentée ci-dessus : la somme des coefficients associés à chacune des variable de la décomposition (en respectant le signe associé à chaque variable dans la décomposition) devrait être égale au coefficient associé aux dividendes versés. La ligne montrant le rapport entre dividendes calculés (somme des coefficients de la décomposition) et dividendes effectivement versés fait la preuve de cette validité. En effet, si cette somme perd logiquement en précision avec l'ajout de nombreux effets-fixes, le pourcentage d'erreur entre la prédiction de notre décomposition et le coefficient de traitement associé aux dividendes effectifs est autour de 5 % dans les deux premières versions de l'estimation.

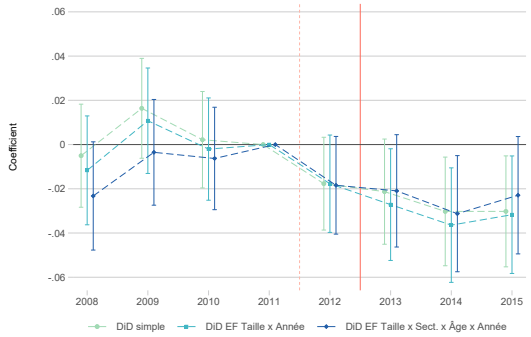
Effets sur le résultat net augmenté et les dépenses discrétionnaires. Le premier élément sur lequel la décomposition présentée ci-dessus permet d'apporter des éléments de réponse est l'effet induit par la réforme sur le résultat net, ainsi que sur les dépenses discrétionnaires. Le tableau 6.2 et les graphiques 6.3.a et 6.4.a montrent ainsi une baisse conséquente du résultat net augmenté suite à la réforme chez les traités, dont la magnitude oscille autour de 2 centimes par euro de capitaux propres en 2011 et est statistiquement significative, alors que l'évolution de la variable était comparable à celle du groupe de contrôle avant la réforme. Ceci suggère donc que la réforme a causé une baisse du résultat déclaré par les entreprises traitées.

Ceci est cohérent avec le fait que les dépenses discrétionnaires composées des salaires et des éléments déclarés à l'administration fiscale comme ayant été des usages à des fins personnelles, n'augmentent pas au cours de la période comme le montrent le tableau 6.2 ainsi que les graphiques 6.3.b et 6.4.b. Elle demeurent en outre à des niveaux très faibles.

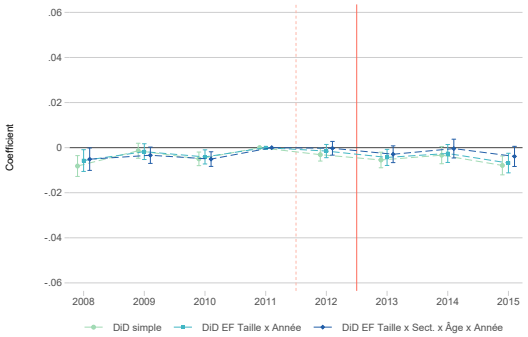
Cela rejette donc dans notre cadre d'analyse l'hypothèse de l'*income shifting*,

GRAPHIQUE 6.3 – Effets de la réforme de 2013 sur la décomposition comptable des dividendes

(a) Résultat net augmenté



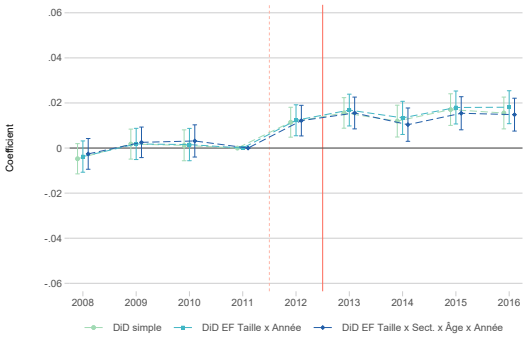
(b) Dépenses discrétionnaires (incl. salaires des dirigeants)



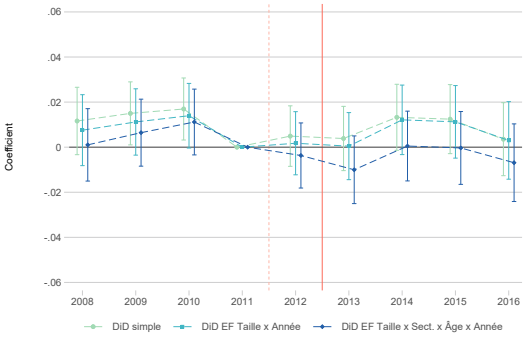
(c) Variations de dettes financières



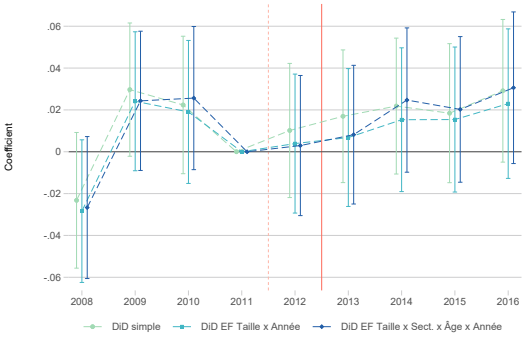
(d) Émissions de fonds propres



(e) Investissement



(f) Variations d'autres actifs



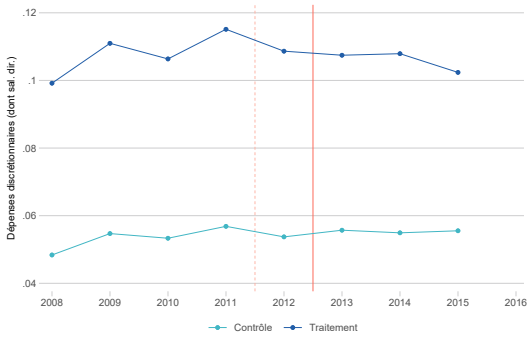
NOTES : Chaque graphique représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant une variable différente de la décomposition comptable des dividendes comme variable dépendante, avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Les panneaux représentent les effets sur (a) le résultat net augmenté des dépenses discrétionnaires ; (b) les dépenses discrétionnaires (incluant les salaires de dirigeants) ; (c) les variations de dettes financières ; (d) les émissions de fonds propres ; (e) l'investissement ; (f) les variations d'autres actifs. Les valeurs de chacune des variables sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 %. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.
SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

GRAPHIQUE 6.4 – Évolutions moyennes des variables de la décomposition comptable des dividendes autour de la réforme de 2013

(a) Résultat net augmenté



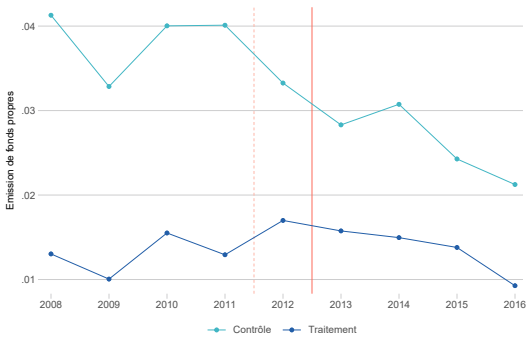
(b) Dépenses discrétionnaires (incl. salaires des dirigeants)



(c) Variations de dettes financières



(d) Émissions de fonds propres



(e) Investissement



(f) Variations d'autres actifs



NOTES : Chaque graphique représente des moyennes annuelles d'une variable différente de la décomposition comptable des dividendes pour le groupe de traitement (symboles bleu foncé) et le groupe de contrôle (symboles bleu clair). Les panneaux représentent les effets sur (a) le résultat net augmenté des dépenses discrétionnaires ; (b) les dépenses discrétionnaires (incluant les salaires de dirigeants) ; (c) les variations de dettes financières ; (d) les émissions de fonds propres ; (e) l'investissement ; (f) les variations d'autres actifs. Les valeurs de chacune des variables sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.

SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

selon laquelle les dirigeants d'entreprise soumis à une hausse de la taxation des dividendes décident de s'accorder des augmentations de salaire, et suggère même des effets inverses à cette hypothèse. Nous nous penchons plus attentivement sur la question de l'*income shifting* et des externalités fiscales éventuellement causées par la réforme dans la sous-section suivante.

Effets sur les dettes financières et les émissions de fonds propres. La décomposition comptable des dividendes permet ensuite d'étudier les effets de la réforme dans le comportement des firmes traitées sur les variations de passif ayant lieu soit à travers des variations de dettes financières (bancaires ou obligataires), soit à travers l'émission de fonds propres hors réserves (capital social ou passif résiduel).

Le tableau 6.2 et les graphiques 6.3.c et 6.4.c représentent les effets estimés sur les variations de dettes financières pour les traités. Le graphique ne permet néanmoins pas de conclure à un effet de la réforme sur les variations de dettes financières des traités relativement aux entreprises du groupe de contrôle : les tendances des deux groupes sont significativement différentes avant la réforme, tandis que les effets estimés après la réforme ne sont pas significativement différents de zéro.

Les graphiques 6.3.d et 6.4.d présentant les effets sur les émissions de fonds propres donnent en revanche une image beaucoup plus nette des effets de la réforme sur cette variable. En effet, les fonds propres augmentent très nettement après la réforme chez les traités, et ces émissions restent stables tout au long de la période postérieure à la réforme. D'après les coefficients présentés dans le tableau 6.2, elles sont légèrement supérieures à 1 centime par euro de capitaux propres en 2011, et constituent donc une force allant dans le même sens que la baisse de dividendes (vers une augmentation des capitaux propres) et de même magnitude que cette dernière.

Effets sur l'investissement et les variations d'autres actifs. Enfin, la décomposition comptable inclut les variations dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire l'investissement (la variation d'immobilisations corporelles et incorporelles) ainsi que la variation des autres actifs (liquidités, l'actif circulant net incluant par exemple les stocks ou la différence entre créances et dettes non financières, et la variation des immobilisations financières. Cette partie de la décomposition permet donc d'étudier d'éventuels phénomènes dits d'« encapsulage », c'est-à-dire d'accumulation de réserves de liquidités ou d'actifs financiers moins liquides dans l'entreprise, en vue d'une distribution future dans un cadre fiscal plus favorable. Elle permet également d'étudier l'effet de la réforme sur l'investissement : l'augmentation de la fiscalité des dividendes est-elle nocive aux décisions d'investissement (*old view*), le report du versement de dividendes est-il au contraire de nature à stimuler l'investissement décidé par l'entreprise (*new view*), ou encore la réforme n'a-t-elle aucun effet sur l'investissement ?

Les graphiques 6.3.e et 6.4.e présentent les effets sur l'investissement des entreprises traitées induits par la réforme. Il est difficile de conclure à un quelconque effet significatif : d'une part, les tendances d'investissement semblent divergentes entre entreprises traitées et contrôles avant la réforme ; d'autre part, l'ajout de variables de contrôle rend les effets estimés presque exactement égaux à zéro en 2013 et 2014, suggérant que les coefficients positifs observés dans la série sont entièrement dûs à des effets de composition des groupes. Le tableau 6.2 confirme cette perspective, puisque les effets moyens durant la période *post*-réforme mesurés sur l'investissement sont non-significatifs et très proches de zéro.

Les graphiques 6.3.f et 6.4.f présentent les effets liés à la réforme sur la variation des autres types d'actifs. Les évolutions pré-réforme sont également légèrement différentes entre groupes, quoique les coefficients soient non-significatifs dans l'ensemble des spécifications présentées. On observe dans les années suivantes des coefficients positifs et relativement stables, mais non significatifs au

seuil de 5 %. À nouveau, les coefficients statiques présentés dans le tableau 6.2 confirment l'existence d'un coefficient positif plutôt élevé (autour de 1 centime par euro de capitaux propres) mais estimé peu précisément, suggérant une variance importante dans les comportements individuels d'augmentation de ces autres actifs.

6.1.5 Discussion des résultats

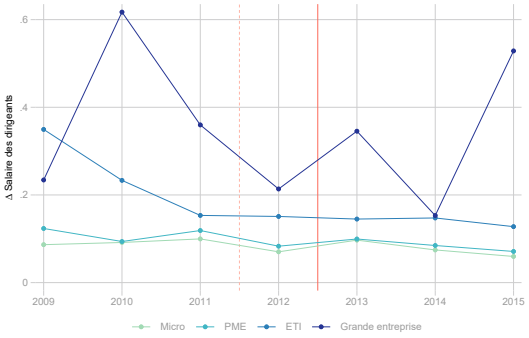
Discussion des effets mesurés sur la décomposition comptable. L'image générale ressortant de la décomposition comptable des dividendes suggère deux forces principales. D'une part, les versements de dividendes diminuent, ce à quoi s'ajoute une augmentation moyenne des émissions de fonds propres : ces deux phénomènes amènent à une augmentation des capitaux propres de l'entreprise. Ces résultats indiquent que certains actionnaires subissant la hausse du taux d'imposition sur les dividendes, ou anticipant des hausses de fiscalité sur le revenu ou le patrimoine, ont pu vouloir soustraire une part de leurs placements financiers de la base de l'IR. Ils les ont ainsi soumis au régime plus favorable de l'IS, en attendant la mise en place d'une taxation des dividendes plus avantageuse ou en espérant profiter lors de la revente de l'entreprise d'une taxation des plus-values plus favorable.

En parallèle, on observe conjointement une augmentation (non-significative mais de coefficient important) des autres actifs de l'entreprise, et surtout une baisse de son résultat net augmenté, c'est-à-dire une baisse des bénéfices déclarés et une hausse de l'actif ne correspondant pas à des investissements. Cette baisse du résultat peut s'interpréter de deux manières. D'une part, elle peut être due à des dépenses personnelles des dirigeants prises en charge par leur entreprise et non comptabilisées comme salaires. D'autre part, cette baisse du résultat pourrait refléter des investissements intangibles comptabilisés comme des charges dans le

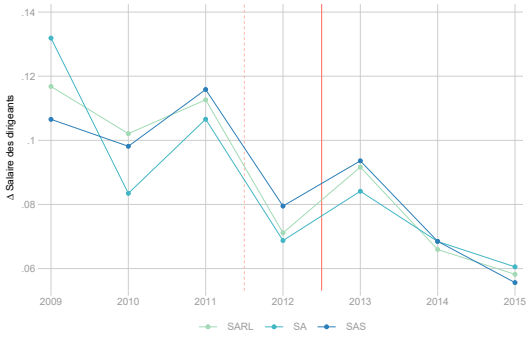
compte de résultat plutôt que comme une augmentation de l'actif. Ce peut être le cas par exemple de dépenses de publicité, de formation, de R&D ou d'innovations de procédé.

GRAPHIQUE 6.5 – Variations annuelles des salaires des dirigeants d'entreprises décomposées par catégorie

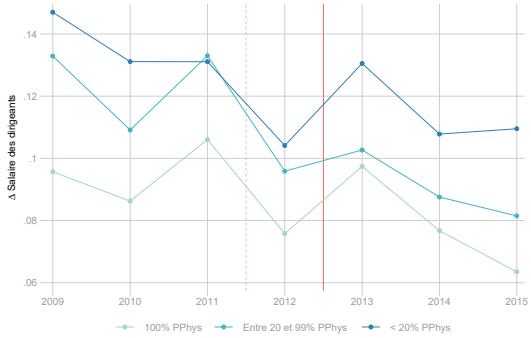
(a) De taille



(b) De catégorie juridique



(c) De structure actionnariale



NOTES : Évolution des salaires versés aux dirigeants (tels que déclarés dans les DADS pour des salariés ayant CS = 2) par catégories d'entreprises. Ces variations sont décomposées par catégorie (a) de taille d'entreprise (au sens de la loi LME) ; (b) de statut légal ; (c) de structure actionnariale. Chaque point représente la moyenne de la variation des salaires entre l'année N-1 et l'année N.
SOURCES : Fichiers DADS Postes, BIC-RN, FDG, LIFI.

Phénomènes d'*income shifting* et conséquences fiscales. Les graphiques 6.3.b et 6.4.b présentent respectivement les coefficients de régression et les évolutions moyennes entre groupes de traitement et de contrôle des dépenses discrétionnaires. Celles-ci incluent les rémunérations versées aux dirigeants [5]. Ces graphiques

5. Salaires versés à des salariés ayant pour catégorie socio-professionnelle 2 dans les données de déclaration annuelle de données sociales (DADS)

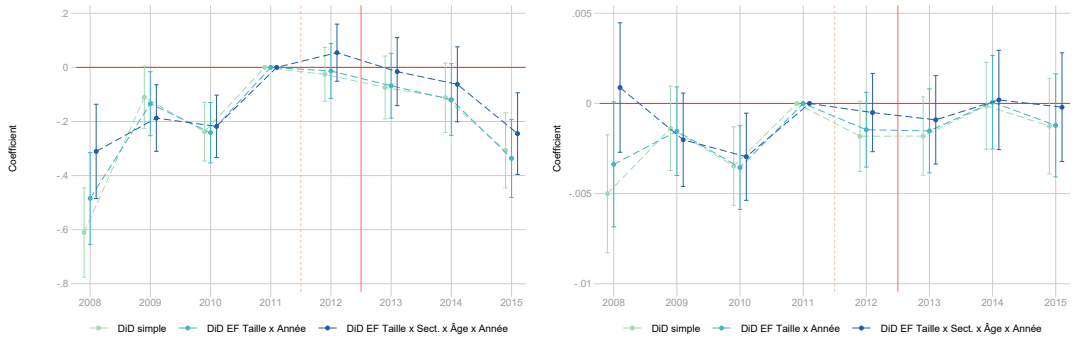
montrent ainsi des effets non-significatifs sur les salaires des dirigeants suite à la réforme.

Afin de vérifier que cette absence d'effet ne semble pas contredite par les évolutions générales des salaires des dirigeants, le graphique 6.5 montre les évolutions moyennes des rémunérations des dirigeants dans les entreprises décomposées par taille, catégorie juridique et structure actionnariale. Il montre ainsi des moyennes de variations de salaires d'une année sur l'autre. Ces décompositions confirment très largement que les rémunérations des dirigeants n'ont pas connu des dynamiques exceptionnelles autour de la réforme de 2013 : outre les grandes entreprises, dont l'évolution apparaît très bruitée, les dynamiques de salaires semblent évoluer conjointement quelle que soit la décomposition opérée. Le graphique 6.6 présente également des coefficients de régression de la fonction asinh (fonction proche du log définie en 0) des salaires versés aux dirigeants, ainsi que la part de ces salaires dans le total, entre groupe de contrôle et groupe de traitement. Il confirme l'absence d'*income shifting* visible dans notre cadre d'étude.

Une dernière question consiste dans une éventuelle différence dans la capacité des dirigeants de sociétés possédées par des personnes physiques (notre groupe de traitement) à être complètement libres de la fixation de leur salaire. En effet, si la possession complète du capital rend les intérêts des différents actionnaires convergents quant à la politique de distribution de dividendes de l'entreprise, celle-ci n'implique pas nécessairement que le dirigeant puisse réagir en augmentant son salaire. Ainsi, nous produisons les mêmes analyses que celles présentées dans le graphique 6.6, en restreignant le groupe de traitement aux entreprises possédées entièrement par une unique personne physique, de manière à s'assurer du caractère totalement discrétionnaire du montant de la rémunération versée. Ces effets sont présentés dans le graphique 6.7. Ce graphique confirme l'absence d'effet mesuré sur les salaires suite à la réforme sur la population de firmes dont la politique

GRAPHIQUE 6.6 – Effets de la réforme sur les salaires versés aux dirigeants (asinh des salaires versés et part du total des salaires dans l'entreprise)

(a) Montant (asinh) (b) Part dans le total



NOTES : Chaque graphique représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant une variable de salaires des dirigeants (définis comme les CS = 2 dans la source DADS) comme variable dépendante, avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Les panneaux représentent les effets sur (a) le niveau des salaires, transformé par la fonction asinh (équivalent du log défini en 0) ; (b) la part des salaires totaux de l'entreprise versée aux dirigeants. Les valeurs de chacune des variables sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 %. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.
SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, PERIM, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

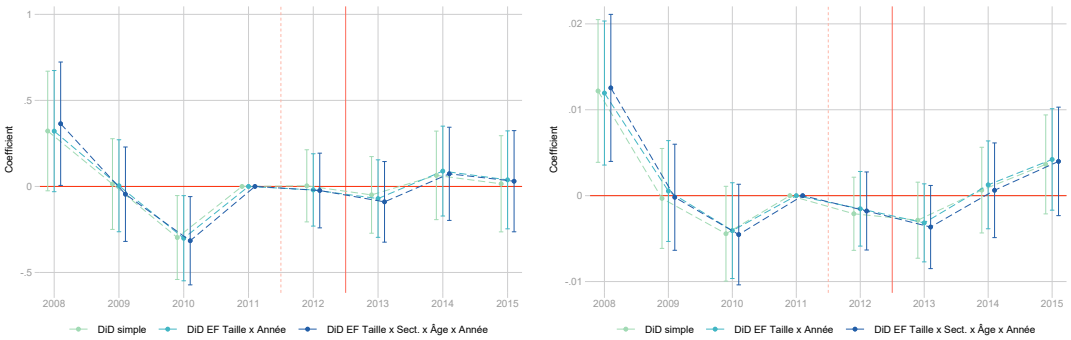
de salaires versés aux dirigeants est *a priori* totalement libre.

Les conséquences fiscales de cette absence d'*income shifting* sont doubles. Tout d'abord, la baisse des dividendes versés aux actionnaires implique un affaiblissement de cette base taxable, sans pour autant se traduire par une hausse de la base taxable des revenus du travail, ce qui implique une perte de recettes fiscales. En outre, les conséquences de la réforme sur le résultat déclaré par les entreprises a également des répercussions sur la base de l'impôt sur les sociétés, dont les recettes baissent ainsi mécaniquement. La réforme implique donc une érosion conjointe de la base taxable de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés.

Comme le souligne le chapitre 3, l'absence d'*income shifting* observé lors de la réforme de 2013 ne permet néanmoins pas de transposer ce résultat à la réforme de

GRAPHIQUE 6.7 – Effets de la réforme sur les salaires versés aux dirigeants (asinh des salaires versés et part du total des salaires dans l'entreprise – groupe de traitement alternatif)

(a) Montant (asinh) (b) Part dans le total



NOTES : Chaque graphique représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant une variable de salaires des dirigeants (définis comme les CS = 2 dans la source DADS) comme variable dépendante, avec des écarts-types groupés au niveau entreprise. Les panneaux représentent les effets sur (a) le niveau des salaires, transformé par la fonction asinh (équivalent du log défini en 0) ; (b) la part des salaires totaux de l'entreprise versée aux dirigeants. Les valeurs de chacune des variables sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 %. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées entièrement par une unique personne physique, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.
SOURCES : Fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

2018. En effet, plusieurs éléments peuvent laisser supposer une possible asymétrie entre ces réformes : la différence de taux plus marquée en 2018 rend l'incitation à substituer des dividendes aux salaires nettement plus élevée que ne l'était sa réciproque en 2013 ; les anticipations sur la durabilité des nouvelles règles fiscales peut également avoir incité des dirigeants d'entreprises à mettre en place des mécanismes d'*income shifting*.

6.2 Effets de la réforme de 2018

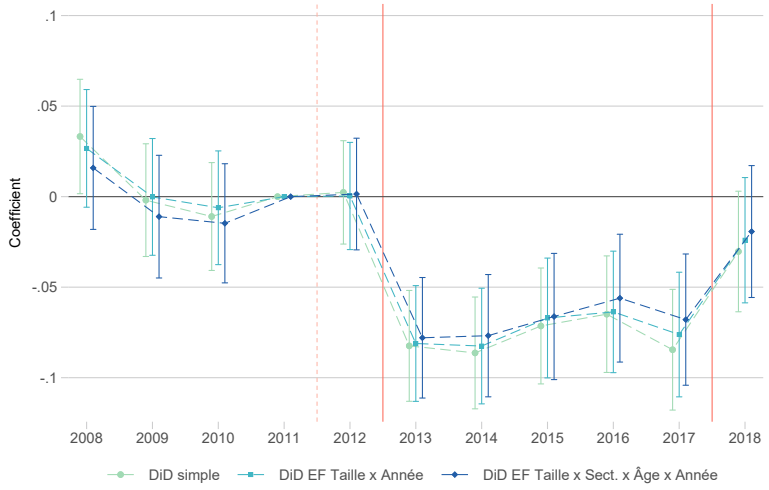
6.2.1 Effets sur les entreprises exposées aux réformes de 2013 et 2018

Le premier exercice que nous réalisons afin de mettre en exergue les réponses des entreprises à l'instauration du PFU en 2018 est de répéter l'exercice réalisé sur la réforme de 2013. Nous sélectionnons ainsi les mêmes groupes de traitement et de contrôle que dans la section 6.1.3, en imposant que les entreprises respectent encore les contraintes imposées sur la structure actionnariale en 2016, dernière année pour laquelle nous disposons des données pour établir cet élément. Nous contraignons également les entreprises à être présentes en 2016 et en 2017, de manière similaire à l'obligation de présence en 2011 et 2012 imposée pour faire partie de l'échantillon d'estimation pour la réforme de 2013.

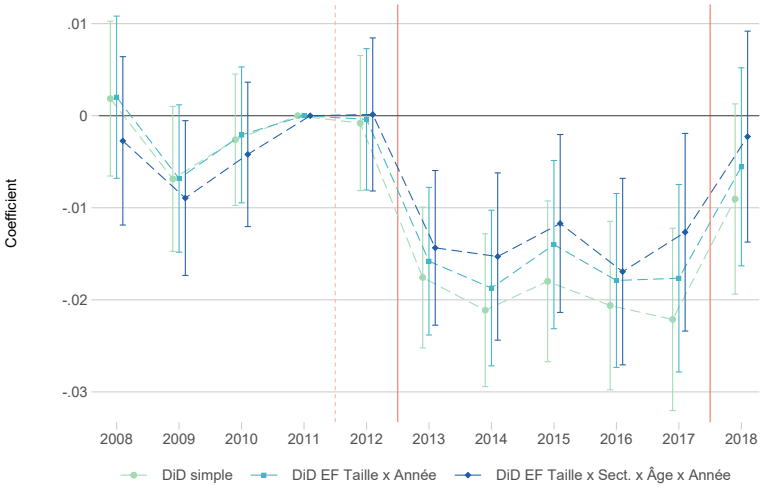
Les coefficients de régression présentés dans le graphique 6.8 montrent que les entreprises possédées par des personnes physiques en 2011 et en 2016 réagissent fortement à l'instauration du PFU en 2018, avec une importante remontée des dividendes versés, tant à la marge extensive (panneau a) qu'en montant rapporté aux capitaux propres (panneau b). En effet, la probabilité de verser des dividendes en 2018 remonte d'environ 5 points de pourcentage de plus dans le groupe de traitement que dans le groupe de contrôle en comparaison avec 2017. De manière analogue, le montant de dividendes versés par euro de capitaux propres augmente d'environ 1 centime par rapport au groupe de contrôle, en comparaison avec 2017. Pour ces deux variables, le niveau de dividendes versés en 2018 n'est plus significativement différent de celui qui était versé en 2012, alors qu'il l'était encore en 2017. Ces éléments suggèrent très fortement un effet causal à la hausse de la réforme de 2018 sur les versements de dividendes par les firmes affectées.

GRAPHIQUE 6.8 – Effets du PFU sur les versements de dividendes

(a) Marge extensive



(b) Dividendes sur capitaux propres



NOTES : Chaque graphique représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant des variables de distribution de dividendes comme variable dépendante, avec des erreurs standard groupées au niveau entreprise. Les panneaux représentent les effets sur (a) la marge extensive (dividendes versés positifs) ; (b) les dividendes versés par euro de capitaux propres fixés en 2011. Les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 %. L'ensemble des entreprises présentes dans le groupe de traitement ou le groupe de contrôle sont des entreprises présentes en 2011 et en 2012, et clôturant leur exercice le 31 décembre. Les entreprises retenues dans le groupe de traitement sont entièrement possédées par des personnes physiques en 2011 et en 2016. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposés en section 6.1.2.
SOURCES : Registre du commerce et des sociétés, fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

6.2.2 Analyses des effets de la mise en place du PFU

Description des variables dépendantes. En l'absence de données fiscales, la construction des dividendes versés en 2018 est réalisée à l'aide des données du registre du commerce et des sociétés, issues des greffes des tribunaux de commerce, en suivant la méthode décrite dans le chapitre 4. Ces données sont moins exhaustives que les données fiscales et possiblement moins précises. Ces deux aspects rendent la mise en place de la décomposition comptable plus délicate. En conséquence nous agrégeons les postes de la décomposition de la façon suivante :

$$\text{Dividendes}_t = \overbrace{\text{Résultat net}_t + \Delta_{t-1;t}\text{Dettes financières} + \text{Émissions fonds propres}_t}^{\Delta_{t-1;t}\text{élément du passif}} - \underbrace{\text{Investissement}_t + \Delta_{t-1;t}\text{Autres actifs}}_{\Delta_{t-1;t}\text{élément de l'actif}}$$

où le résultat net est défini comme le résultat net augmenté (voir définition dans la section 6.1.3) auquel on soustrait les dépenses discrétionnaires.

Définition de l'échantillon d'estimation. L'échantillon est défini en suivant une procédure analogue à celle présentée dans la section 6.1.3, en imposant que les entreprises respectent encore les contraintes imposées sur la structure actionnariale en 2016 (au lieu de 2011). Nous contraignons également les entreprises à être présentes en 2017 et 2018 (c'est-à-dire dans les données de greffes) et à ne pas reporter de variables de bilan incorrectes au cours de la période d'estimation. Cette période d'estimation qui porte sur les exercices comptables clos entre 2014 et 2018. Nous ne retenons ici encore que les entreprises qui clôturent leur exercice en décembre.

Contrairement à l'analyse précédente, nous construisons les variables dépendantes en calculant leur ratio par rapport à la valeur du bilan plutôt que par rapport à la valeur des capitaux propres. Ce choix est dicté par la qualité apparem-

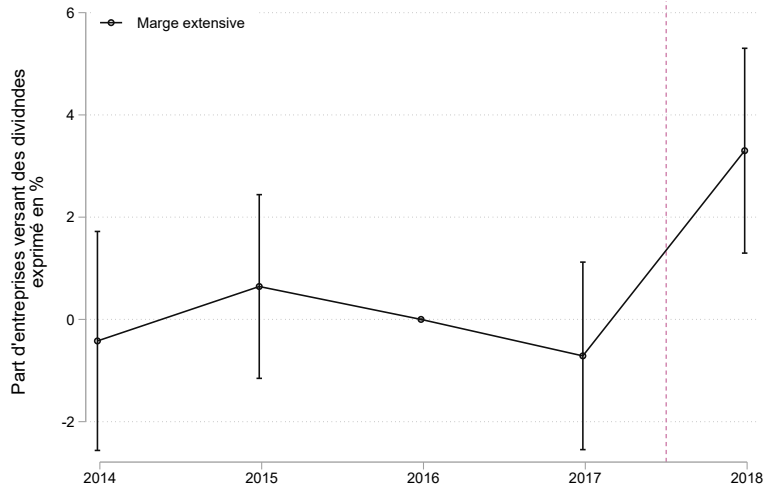
ment supérieure de la variable de bilan par rapport à celle documentant les capitaux propres dans les données de greffes. Nous fixons la valeur du bilan en 2016.

Effets sur la politique de distribution : analyse graphique. Nous analysons ici les effets de la réforme du PFU sur la distribution de dividendes, via une spécification de double-différence dynamique. Le panneau (a) du graphique 6.9.b présente les effets de la réforme du PFU sur la valeur moyenne des dividendes rapportée à celle du bilan en 2016. Les coefficients en noir représentent les résultats lorsque les dividendes sont obtenus par la méthode indirecte (cf. chapitre 4) et ceux en gris lorsque les dividendes sont calculés via la décomposition. Les deux variables aboutissent à des résultats qualitativement identiques. On constate une hausse des dividendes en 2018 au sein du groupe de traitement, d'environ 0,6 % par rapport à 2016 et relativement au groupe de contrôle. Les coefficients associés aux années 2014 et 2015 sont proches de 0, ce qui implique que les groupes de contrôle et de traitement étaient sur des trajectoires très comparables avant la mise en place du PFU. La présence d'une tendance commune avant la mise en place du PFU soutient l'interprétation causale des coefficients estimés pour 2018.

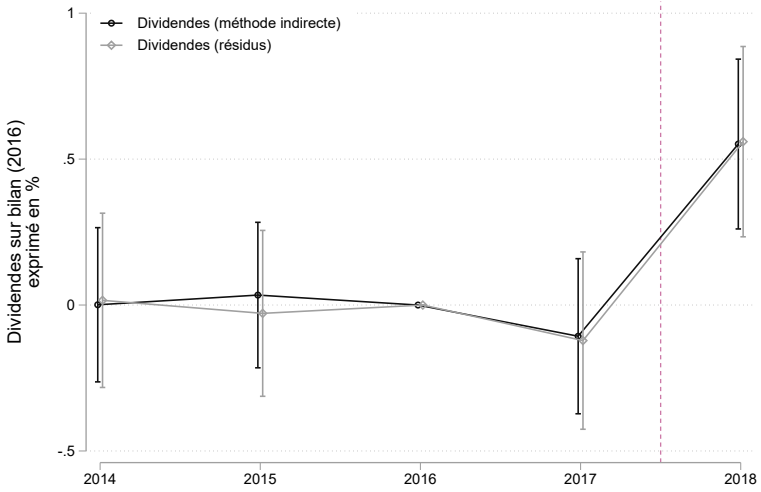
Le graphique 6.9.b présente les effets de la réforme du PFU sur la probabilité de verser des dividendes, c'est-à-dire la marge extensive. On constate une hausse de la part des firmes versant des dividendes en 2018 d'environ 3,3 % par rapport à 2016, au sein du groupe traité relativement aux firmes du groupe de contrôle. Ici encore, les coefficients associés aux années 2014 et 2015 sont proches de 0, et confirment que les groupes de contrôle et de traitement étaient sur des trajectoires similaires avant la mise en place du PFU.

GRAPHIQUE 6.9 – Versement de dividendes – coefficients de régression

(a) Marge extensive



(b) Dividendes sur bilan



NOTES : Ce graphique représente des coefficients de régression obtenus par différence-de-différences dynamique utilisant la variable en ordonnée comme variable dépendante, avec des écarts types groupés au niveau entreprise. Dans le panneau (a), la variable étudiée est le ratio entre le montant des dividendes et la valeur du bilan évalué en 2016. Les valeurs sont winsorisées aux centiles 1 et 99. Dans le panel (b), la variable étudiée est une variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque les dividendes versés par l'entreprise dans l'année sont strictement positifs. Les points représentent les coefficients estimés, les traits l'intervalle de confiance mesuré au seuil de risque de 5 % et avec des erreurs standard groupées au niveau entreprise. L'ensemble des entreprises présentes dans le groupe de traitement ou le groupe de contrôle sont des entreprises présentes en 2017 et en 2018, et clôturant leur exercice le 31 décembre en 2918. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.

SOURCES : Registre du commerce et des sociétés, fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

Décomposition comptable agrégée. Le Tableau 6.3 présente les résultats d'une régression de différence-de-différences statique. Cette spécification consiste essentiellement à comparer l'évolution de l'écart du groupe de traitement par rapport au groupe de contrôle (première différence) entre 2018 et la moyenne des années 2014 à 2017 (deuxième différence).

TABLEAU 6.3 – Coefficients d'estimation sur les variables de la décomposition comptable – différence-de-différences statique

	Coefficients				
	(1) Dividendes (calculés)	(2) $\Delta_{t,t-1}$ Éléments de l'actif	(3) $\Delta_{t,t-1}$ Éléments du passif	(4) Dividendes (méthode indirecte)	(5) Dividendes positifs
Effet PFU	0.604***	-1.570**	-0.507	0.580***	3.477***
	(0.150)	(0.624)	(0.609)	(0.128)	(0.845)
Observations	40139	40139	40139	40139	40205
R^2 ajusté	0.510	0.177	0.227	0.561	0.585

NOTES : Ce tableau présente les coefficients de régression de différence-de-différences statique, utilisant pour variable dépendante les différentes variables de la décomposition comptable simplifiée, pour variable d'intérêt une interaction 'traitement × période post réforme'. Les écarts types sont groupés au niveau entreprise et indiquées entre parenthèses sous les coefficients. Le groupe de traitement est composé des entreprises possédées à 100 % par des personnes physiques, le groupe de contrôle est constitué des entreprises possédées non intégralement par une personne morale. Des détails et restrictions additionnelles sur l'échantillon sont exposées en section 6.1.2.
SOURCES : Registre du commerce et des sociétés, fichiers BIC-RN, FDG, LIFI, DADS Postes, Base non salariés.

La colonne (1) du tableau 6.3 montre l'effet sur les dividendes calculés à partir de la décomposition. On constate un effet positif de 0.6 centimes par euro de bilan – identique à celui mis en avant par la régression dynamique ci-dessus (graphique 6.9.b). Les colonnes (2) et (3) montrent un effet négatif significatif sur les éléments d'actif (colonne 2), sans que l'on ne décèle d'effet sur les éléments de passif (colonne 3). La colonne (4) confirme l'effet sur les dividendes calculés selon la méthode indirecte (les dividendes calculés et ceux obtenus selon la méthode indirecte sont obtenus à partie de la même égalité comptable mais en utilisant différents éléments du bilan). Enfin, la colonne (5) confirme l'effet sur la marge extensive avec une hausse de 3,5 points de pourcentage de la probabilité de verser des dividendes.

L'effet sur les actifs des entreprises est fort. Il correspond à une diminution de

la taille des entreprises qui ont versé des dividendes et à une réallocation du capital depuis les entreprises vers ses actionnaires. Il est délicat, sur la seule base de cet effet partiel, de porter un jugement normatif sur la réforme du PFU. En effet, on peut déplorer une baisse des disponibilités des entreprises au profit de leurs actionnaires, ce qui peut nuire à l'investissement des entreprises en question. Néanmoins, il est possible qu'au moins une partie des dividendes versés soient investis dans d'autres entreprises ayant des opportunités d'investissement supérieures. Ainsi, dans une analyse théorique de la réforme américaine de 2003, Gourio and Miao (2010) trouvent que les effets positifs d'une réduction de l'impôt sur les dividendes sur la productivité globale et le stock de capital opère via la réduction des frictions dans la réaffectation du capital entre entreprises. Certaines entreprises jusqu'alors soumises à des contraintes de liquidité sont en mesure d'émettre des capitaux propres. Ces entreprises sont plus productives, émettent de nouveaux capitaux propres et investissent davantage dans le capital.

Selon l'efficacité des marchés financiers pour ré-allouer le capital rendu aux actionnaires et la propension de ces derniers à le réinvestir, la baisse des actifs des entreprises versant des dividendes peut ainsi être un développement positif ou négatif pour l'investissement agrégé et la croissance économique.

Conclusion générale

Cette étude exploite pour la première fois des données administratives de grande qualité combinant des sources sur les ménages et sur les entreprises. Avec l'aide de plusieurs stratégies d'identification, nous proposons des évaluations d'impact, de nature causale, des réformes de la fiscalité du capital en 2013 et en 2018.

Des effets majeurs de la fiscalité des dividendes sur les comportements de distribution

La réforme de 2013 mettant fin à l'option du prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) a conduit à une hausse significative de la fiscalité des revenus du capital pour une fraction limitée de ménages. A partir des données administratives de l'impôt sur le revenu, nous comparons des foyers fiscaux ayant opté pour le PFL avant la réforme à ceux qui étaient restés au barème, et qui sont non affectés par la réforme. Nous obtenons des effets comportementaux importants induits par cette cette réforme, à savoir une baisse de l'ordre de 40 % des dividendes reçus par les foyers fiscaux au PFL avant la réforme, relativement aux foyers fiscaux non affectés. En exploitant les données entreprises, nous parvenons à expliciter les mécanismes derrière cette forte baisse. Nous comparons les entreprises contrôlées exclusivement par des personnes physiques à des entreprises dont l'actionnariat est plus dispersé et où aucune personne physique a un contrôle de plus de 50 %. Cette analyse nous amène également à conclure à une baisse importante des di-

videndes versés, que nous interprétons comme la source de l'effet mesuré sur les dividendes reçus par les ménages. De façon importante, nous ne détectons aucune modification de la distribution des dividendes pour les entreprises cotées ou les entreprises contrôlées par des personnes morales. L'effet mesuré sur les ménages vient donc de la décision des personnes physiques impactées et contrôlant directement la décision de distribution des dividendes, et ce essentiellement dans les entreprises non cotées.

Nous utilisons les données d'entreprises pour mesurer les effets de la réforme de 2013 sur d'autres décisions au sein des sociétés, permettant d'expliciter les conséquences de la réduction de dividendes distribués. Nous obtenons un effet nul sur les décisions d'investissement. Cet effet est en cohérence avec d'autres études sur les données américaines et sur les expériences des pays nordiques, mais en désaccord avec les théories économiques classiques où l'investissement dépend essentiellement de la capacité de lever des fonds sur les marchés. Un tel effet est plutôt en cohérence avec des choix d'investissement financés par de l'autofinancement.

Nous testons également l'impact de la réforme de 2013 sur les comportements de déplacement de revenu, en particulier de possibles effets de conversion de dividendes vers des salaires. Nous ne trouvons aucun impact sur les salaires, ni dans les données ménages, ni dans les données d'entreprises. Ce résultat est cohérent avec le fait que la fiscalité relative des salaires par rapport aux dividendes reste relativement stable malgré la réforme de 2013.

Nous obtenons également des effets de la réforme de 2013 sur les fonds propres des entreprises qui peut s'interpréter comme l'apport de fonds supplémentaires de la part des actionnaires au sein des sociétés, possiblement pour éviter des effets de la taxation des revenus du capital au niveau ménage. La baisse des dividendes, combinée à cette hausse des fonds propres, correspond à une hausse des liquidités au sein des entreprises. A cette hausse correspondent deux effets d'utilisa-

tion de ces fonds : une hausse des actifs financiers détenus par les entreprises, et une hausse des consommations intermédiaires résultant en une baisse du résultat net. Ce dernier effet, qualitativement important et statistiquement significatif, peut s'interpréter soit comme une hausse des investissements intangibles (publicité, R&D, etc.), soit comme une hausse de dépenses de consommations courantes.

La réforme de 2018 est plus difficile à évaluer étant donné que nous ne disposons pas des données fiscales pour l'année 2018. Nous mobilisons les données des greffes des tribunaux de commerce sur les comptes déposés par les entreprises pour 2018. Nous obtenons un impact de la mise en place du PFU positif sur la distribution de dividendes, qui reviennent au niveau mesuré en 2012. L'augmentation de la distribution des dividendes se retrouve dans les comptes des entreprises traitées via une baisse des actifs de celles-ci. En revanche, avec les données disponibles à ce jour, nous ne sommes pas en mesure d'identifier plus finement les postes de l'actif qui sont associés à cette baisse.

Limites dans l'extrapolation des résultats de la réforme de 2013

Il pourrait être tentant d'utiliser les résultats de la réforme de 2013 pour en déduire les effets comportementaux de la réforme de 2018. Néanmoins, il est important de noter que plusieurs éléments rendent ces deux réformes non symétriques : tout d'abord, la baisse de la fiscalité des dividendes de 2017 à 2018 est nettement plus forte que la hausse de 2012 à 2013 ; de plus, l'écart de taxation entre les revenus du travail et les revenus du capital devient en 2018 plus fort que dans la situation précédant la réforme de 2013.

Les résultats relatifs à l'analyse de la réforme de 2018 sont aussi à prendre avec une certaine dose de prudence du fait que nous ne disposons que de très peu de

recul, avec une seule année post réforme et des données encore peu précises.

Perspectives générales

Les résultats de notre étude plaident fortement pour une meilleure prise en compte des réponses comportementales dans l'analyse de la fiscalité du capital. Nos résultats suggèrent que ces réponses sont importantes, et leur prise en compte peut modifier fortement les prévisions d'impact des réformes fiscales sur les finances publiques.

Le second enseignement majeur de cette étude est le contraste entre les effets forts consistant au déplacement de revenus distribués vers des revenus non distribués, avec des implications sur les recettes fiscales, et l'absence d'effets économiques réels – aucun effet sur l'investissement – des variations à la hausse ou à la baisse de la fiscalité.

Enfin, notre étude illustre le fait que l'accès à des données administratives de qualité, telles que notre analyse a pu mobiliser, ouvre de larges perspectives en termes d'évaluation des politiques publiques. Les décideurs publics devraient ainsi veiller à maintenir, renforcer et encourager la tendance récente au meilleur accès à ces données.

RÉFÉRENCES

Agell, J., L. Berg, and P.-A. Edin (1995). The Swedish Boom to Bust Cycle : Tax Reform, Consumption and Asset Structure. *Swedish Economic Policy Review 2*(2), 44.

Agell, J., P. Englund, and J. Sodersten (1996). Tax Reform of the Century – the Swedish Experiment. *National Tax Journal 49*(4), 643–64.

Aghion, P., V. Ciornohuz, M. Gravoueille, and S. Stantcheva (2019). Reforms and Dynamics of Income : Evidence Using New Panel Data. mimeo Harvard et Collège de France.

Allen, F. and R. Michaely (2003). Payout policy. In *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1, pp. 337–429. Elsevier.

Alstadsæter, A. and M. Jacob (2016). Dividend Taxes and Income Shifting. *The Scandinavian Journal of Economics 118*(4), 693–717.

Alstadsæter, A., M. Jacob, and R. Michaely (2017). Do dividend taxes affect corporate investment? *Journal of Public Economics 151*, 74–83.

Atkinson, A. B. and J. E. Stiglitz (1976, July). The design of tax structure : Direct versus indirect taxation. *Journal of Public Economics 6*(1), 55–75.

Auerbach, A. J. (1979). Wealth maximization and the cost of capital. *The Quarterly Journal of Economics 93*(3), 433–446.

Auerbach, A. J. (2002). Taxation and Corporate Financial Policy. In A. Auerbach and M. Feldstein (Eds.), *Handbook of Public Economics*, Volume 3, pp. 1251–1292.

Auerbach, A. J., K. Hassett, and J. Södersten (1995). Taxation and Corporate Investment : The Impact of the 1991 Swedish Tax Reform. *Swedish Economic Policy Review 2*(2), 361–383.

Ben Jelloul, M., A. Bozio, T. Douenne, B. Fabre, and C. Leroy (2019). Le modèle de microsimulation TAXIPP - Version 1.0. *Guide méthodologique IPP*.

Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler (1997). Do changes in dividends signal the future or the past ? *The Journal of Finance 52*(3), 1007–1034.

Bernheim, B. D. (2002). Taxation and Saving. In A. Auerbach and M. Feldstein (Eds.), *Handbook of Public Economics*, Volume 3, pp. 1173–1249. Elsevier.

Bernheim, B. D. and A. Wantz (1995). A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis. *American Economic Review 85*(3), 532–51.

Björklund, A., M. Palme, and I. Svensson (1995). Tax Reforms and Income Distribution : An Assessment Using Different Income Concepts. *Swedish Economic Policy Review 2*(2), 229–266.

Blomquist, S., M. Eklöf, and W. Newey (2001, March). Tax reform evaluation using non-parametric methods : Sweden 1980—1991. *Journal of Public Economics 79*, 543–568.

Blouin, J., J. S. Raedy, and D. A. Shackelford (2004, October). The Initial Impact of the 2003 Reduction in the Dividend Tax Rate. SSRN Scholarly Paper ID 462542, Social Science Research Network, Rochester, NY.

Boissel, C. and A. Matray (2019). As Uncertain as Taxes : Taxing Entrepreneurs in France. In *mimeo HEC-Princeton*.

Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics 77*(3), 483–527.

Brown, J. R., N. Liang, and S. Weisbenner (2007). Executive Financial Incentives and Payout Policy : Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut. *The Journal of Finance 62*(4), 1935–1965.

Chamley, C. (1986). Optimal Taxation of Capital Income in General Equilibrium with Infinite Lives. *Econometrica 54*(3), 607–622.

Chetty, R., J. N. Friedman, S. Leth-Petersen, T. H. Nielsen, and T. Olsen (2014, January). Active vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Savings Accounts : Evidence from Denmark. *The Quarterly Journal of Economics 129*(3), 1141–1219.

Chetty, R. and E. Saez (2005). Dividend taxes and corporate behavior : Evidence from the 2003 dividend tax cut. *The Quarterly Journal of Economics 120*(3), 791–833.

Chetty, R. and E. Saez (2010). Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm. *American Economic Journal : Economic Policy 2*(3), 1–31.

Dharmapala, D. and M. A. Desai (2003, January). Corporate Tax Avoidance and Firm Value. SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network, Rochester, NY.

Du Rietz, G., D. Johansson, and M. Stenkula (2015). Swedish Labor Income Taxation (1862–2013). In M. Henrekson and M. Stenkula (Eds.), *Swedish Taxation : Developments since 1862*, pp. 35–122. New York : Palgrave Macmillan US.

Edgerton, J. (2013, October). Four facts about dividend payouts and the 2003 tax cut. *International Tax and Public Finance 20*(5), 769–784.

Engen, E., W. G. Gale, and J. K. Scholz (1996). The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving. *The Journal of Economic Perspectives 10*(4), 113–138.

Executive Office of the President (2003). *Economic Report of the President*. U.S. Government Publishing Office.

Fama, E. F. and K. R. French (2001, April). Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay ? *Journal of Financial Economics 60*(1), 3–43.

Farre-Mensa, J., R. Michaely, and M. Schmalz (2014). Payout policy. *Annu. Rev. Financ. Econ. 6*(1), 75–134.

Feldstein, M. (1995). The Effect of Marginal Tax Rates on Taxable Income : A Panel Study of the 1986 Tax Reform Act. *Journal of Political Economy 103*(3), 551–572.

Feldstein, M. (1999). Tax avoidance and the deadweight loss of the income tax. *Review of Economics and Statistics 81*(4), 674–680.

Giertz, S. H. (2010). The elasticity of taxable income during the 1990s : new estimates and sensitivity analyses. *Southern Economic Journal 77*(2), 406–433.

Goolsbee, A. (2000). What Happens When You Tax the Rich ? Evidence from Executive Compensation. *Journal of Political Economy 108*(2), 352–378.

Gourio, F. and J. Miao (2010). Firm heterogeneity and the long-run effects of dividend tax reform. *American Economic Journal : Macroeconomics 2*(1), 131–68.

Gruber, J. and E. Saez (2002). The elasticity of taxable income : evidence and implications. *Journal of public Economics 84*(1), 1–32.

Grullon, G. and R. Michaely (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance 57*(4), 1649–1684.

Guillot, M. (2019). Who Paid the 75% Tax on Millionaires ? Optimization of Salary Incomes and Incidence in France. mimeo ETH Zürich.

Hall, R. E. and D. W. Jorgenson (1967). Tax Policy and Investment Behavior. *The American Economic Review 57*(3), 391–414.

Hansson, Å. (2007, October). Taxpayers' responsiveness to tax rate changes and implications for the cost of taxation in Sweden. *International Tax and Public Finance 14*(5), 563–582.

Harberger, A. C. (1962). The incidence of the corporation income tax. *The Journal of Political Economy*, 215–240.

Harberger, A. C. (1966). Efficiency Effects of Taxes on Income from Capital. In M. Krzyzaniak (Ed.), *Effects of Corporation Income Tax*, pp. 107–117. Detroit : Wayne State University Press.

Harju, J. and T. Matikka (2016, August). The elasticity of taxable income and income-shifting : what is "real" and what is not ? *International Tax and Public Finance 23*(4), 640–669.

Hassett, K. A. and R. G. Hubbard (2002). Tax Policy and Business Investment. In A. Auerbach and M. Feldstein (Eds.), *Handbook of Public Economics*, Volume 3, pp. 1293–1343.

Jacob, M. and R. Michaely (2017). Taxation and dividend policy : the muting effect of agency issues and shareholder conflicts. *The Review of Financial Studies 30*(9), 3176–3222.

Jantti, M., M. Riihela, R. Sullstrom, and M. Tuomala (2010). Trends in Top Income Shares in Finland. In A. B. Atkinson and T. Piketty (Eds.), *Top Incomes : A Global Perspective*, pp. 371–447. Oxford University Press.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review 76*(2), 323–329.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics 3*(4), 305–360.

Johansson, D., M. Stenkula, and G. D. Rietz (2015, May). Capital income taxation of Swedish households, 1862—2010. *Scandinavian Economic History Review 63*(2), 154–177.

Judd, K. L. (1985, October). Redistributive taxation in a simple perfect foresight model. *Journal of Public Economics 28*(1), 59–83.

Julio, B. and D. L. Ikenberry (2004). Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance 16*(4), 89–100.

Kari, S., H. Karikallio, and J. Pirttilä (2008). Anticipating Tax Changes : Evidence from the Finnish Corporate Income Tax Reform of 2005. *Fiscal Studies 29*(2), 167–196.

Kari, S., H. Karikallio, and J. Vainiomäki (2009, August). The Impact of Dividend Taxation on Dividends and Investment : New Evidence Based on a Natural Experiment. mimeo University of Tampere, School of Management, Economics.

Khder, M.-B. and S. Ray (2019). The determinants of cash accumulation by non-financial corporations : new evidence from France. *Insee – DG Trésor Mimeo*.

Kleven, H. J. and E. A. Schultz (2014, November). Estimating Taxable Income Responses Using Danish Tax Reforms. *American Economic Journal : Economic Policy 6*(4), 271–301.

Klevmarken, N. A. (2000). Did the Tax Cuts Increase Hours of Work ? A Statistical Analysis of a Natural Experiment. *Kyklos 53*(3), 337–361.

Korinek, A. and J. E. Stiglitz (2009). Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage. *Journal of Public Economics 93*(1-2), 142–159.

Korkeamaki, T., E. Liljeblom, and D. Pasternack (2010, September). Tax reform and payout policy : Do shareholder clienteles or payout policy adjust ? *Journal of Corporate Finance 16*(4), 572–587.

Lefèbvre, M.-N., E. Lehmann, and M. Sicsic (2019). Evaluation de la mise au barème des revenus du capital : premiers résultats. Travail en cours – CRED-TEPP.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review 46*(2), 97–113.

McLure, C. E. (1979). *Must Corporate Income Be Taxed Twice ?* Washington D.C. : Brookings Institution Press.

Michaely, R. and M. R. Roberts (2011). Corporate dividend policies : Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies 25*(3), 711–746.

Miller, M. and F. Modigliani (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business 34*(4), 411–433.

Modigliani, F. and M. H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review 48*(3), 261–297.

Myrdal, G. (1978). Dags för ett nytt bättre skattesystem ! [Il est temps de mettre en place un nouveau système fiscal !]. *Ekonomisk Debatt*, 493–506.

Nam, J., J. Wang, and G. Zhang (2010). The impact of the dividend tax cut and managerial stock holdings on corporate dividend policy. *Global Finance Journal 21*(3), 275–292.

Nielsen, S. B. and P. B. Sørensen (1997, February). On the optimality of the Nordic system of dual income taxation. *Journal of Public Economics 63*(3), 311–329.

Pirttilä, J. and H. Selin (2011). Income Shifting within a Dual Income Tax System : Evidence from the Finnish Tax Reform of 1993. *The Scandinavian Journal of Economics 113*(1), 120–144.

Poterba, J. and L. H. Summers (1985). The Economic Effects of Dividend Taxation. In E. Altman and M. Subrahmanyam (Eds.), *Recent Advances in Corporate Finance*, pp. 227–284. Richard D. Irwin Publishers.

Poterba, J. M. (2002). Taxation, Risk-Taking, and Household Portfolio Behavior. In A. Auerbach and M. Feldstein (Eds.), *Handbook of Public Economics*, Volume 3, pp. 1109–1171.

Poterba, J. M., S. F. Venti, and D. A. Wise (1996). How Retirement Saving Programs Increase Saving. *The Journal of Economic Perspectives 10*(4), 91–112.

Saez, E., J. Slemrod, and S. H. Giertz (2012, March). The Elasticity of Taxable Income with Respect to Marginal Tax Rates : A Critical Review. *Journal of Economic Literature 50*(1), 3–50.

Sinn, H.-W. (1991, January). Taxation and the Cost of Capital : The “Old" View, the “New" View, and Another View. In D. F. Bradford (Ed.), *Tax Policy and the Economy*, Volume 5, pp. 25–54. National Bureau of Economic Research and The MIT Press.

Sørensen, P. B. (1994, February). From the global income tax to the dual income tax : Recent tax reforms in the Nordic countries. *International Tax and Public Finance 1*(1), 57–79.

Sørensen, P. B. (2005). Dual Income Taxation : Why and How ? *FinanzArchiv (FA) 61*(4), 559–586.

Von Eije, H. and W. L. Megginson (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics 89*(2), 347–374.

Yagan, D. (2015). Capital tax reform and the real economy : The effects of the 2003 dividend tax cut. *American Economic Review 105*(12), 3531–63.

Liste des tableaux

2.1 Régressions linéaires des variations de ratio dividendes/EBE sur les variations de taux de taxation associés 54

3.1 Évolution des paramètres législatifs relatifs à la taxation des dividendes 2008 – 2013 77

3.2 Répartition des foyers fiscaux en 2012 81

4.1 Principaux agrégats – dividendes reçus en 2012 97

4.2 Comparaison des caractéristiques des foyers optant ou non pour le PFL en 2012 98

4.3 Statistiques descriptives sur les entreprises cotées (en milliard d'euros courants) 121

5.1 Statistiques descriptives – échantillon d'analyse 139

6.1 Statistiques descriptives des groupes de traitement et de contrôle en 2012 159

6.2 Coefficients d'estimation sur les variables de la décomposition comptable – différence-de-différences statique 166

6.3 Coefficients d'estimation sur les variables de la décomposition comptable – différence-de-différences statique 182

Liste des figures

1.1 Utilisation des flux de trésorerie disponibles 23

2.1 Évolution de la part des dividendes dans les revenus du capital . . . 47
2.2 Évolution des dividendes par unité d'excédent brut d'exploitation . 48
2.3 Évolution des taux effectifs de taxation des dividendes 49
2.4 Évolution des dividendes versés en France et réformes fiscales majeures (2000-2018) 50
2.5 Illustrations de l'évolution des dividendes par unité d'EBE et réformes fiscales majeures s'appliquant aux dividendes 51
2.6 Dividendes reçus et taux de taxation effectif 52
2.7 Variation (Δ-log) des dividendes reçus et variation (pt %) de leur taux de taxation effectif 53
2.8 Croissance des salaires, des profits, des dividendes et des revenus non salariaux en Finlande (1975–2004) 65
2.9 Décomposition des revenus par décile pour les années 1966 et 2004. 65
2.10 Impact de la réforme de 2003 aux États-Unis sur la distribution des profits et l'investissement. 74

3.1 Évolution de la fiscalité des dividendes et des salaires (2008–2022) . 87

4.1 Évolution du niveau semestriel des dividendes perçus par les ménages selon la comptabilité nationale (2010–2019) 91

4.2 Évolution des revenus du capital déclarés à l'impôt sur le revenu (2008–2017) 94
4.3 Évolution des revenus du capital déclarés à l'impôt sur le revenu (2008–2017) – décomposition par sous-catégorie 95
4.4 La répartition du PFL en 2012 selon le revenu fiscal 99
4.5 Taxation au PFL et taxation au barème selon la législation des revenus 2012 101
4.6 Catégorisation des foyers selon leur choix de taxation 102
4.7 Évolutions annuelles des dividendes reçus par catégorie de revenu fiscal 104
4.8 Évolutions annuelles des dividendes reçus par catégorie de revenu fiscal – déclarant âgé de 65 ans ou plus 105
4.9 Versement de dividendes par les entreprises détenues par des personnes physiques (2007–2018) 113
4.10 Évolution des dividendes versés selon le statut de l'entreprise (en milliards d'euros) 115
4.11 Versement de dividendes par les entreprises détenues par des personnes physiques selon le statut juridique de l'entreprise 116
4.12 Évolution des dividendes versés par les entreprises cotées (2006–2018) – marge extensive et intensive 123
4.13 Évolution des avoirs en liquidités et de l'investissement par les entreprises cotées (2006–2018) 125
4.14 Évolution de la probabilité de verser des dividendes par type d'entreprises cotées 128
4.15 Évolution de la moyenne du ratio de dividendes sur capitaux propres par type d'entreprises cotées 129
4.16 Évolution de la médiane du ratio de dividendes par type d'entreprises cotées 130

5.1 Évolution des taux marginaux de taxation sur les dividendes (2007–2018) 141
5.2 Évolution de la taxation des dividendes entre groupe de traitement et contrôle 144
5.3 Évolution de revenus entre groupe de traitement et groupe de contrôle 147
5.4 Effet de la mise au barème de 2013 sur les dividendes reçus par les ménages 148
5.5 Effet de la mise au barème de 2013 – autres catégories de revenus . . 153
5.6 Test de robustesse - restriction aux foyers fiscaux retraités 154

6.1 Probabilité de verser des dividendes (marge extensive) 163
6.2 Versements de dividendes par euro de capitaux propres 164
6.3 Effets de la réforme de 2013 sur la décomposition comptable des dividendes 168
6.4 Évolutions moyennes des variables de la décomposition comptable des dividendes autour de la réforme de 2013 169
6.5 Variations annuelles des salaires des dirigeants d'entreprises décomposées par catégorie 173
6.6 Effets de la réforme sur les salaires versés aux dirigeants (asinh des salaires versés et part du total des salaires dans l'entreprise) 175
6.7 Effets de la réforme sur les salaires versés aux dirigeants (asinh des salaires versés et part du total des salaires dans l'entreprise – groupe de traitement alternatif) 176
6.8 Effets du PFU sur les versements de dividendes 178
6.9 Versement de dividendes – coefficients de régression 181



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par l'École d'économie de Paris (PSE) et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE et le Groupe des écoles nationales d'économie et statistique (GENES). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

PSE a pour ambition de développer, au plus haut niveau international, la recherche en économie et la diffusion de ses résultats. Elle rassemble une communauté de près de 140 chercheurs et 200 doctorants, et offre des enseignements en Master, École d'été et Executive education à la pointe de la discipline économique. Fondée par le CNRS, l'EHESS, l'ENS, l'École des Ponts-ParisTech, l'INRA, et l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, PSE associe à son projet des partenaires privés et institutionnels. Désormais solidement installée dans le paysage universitaire mondial, la fondation décloisonne ce qui doit l'être pour accomplir son ambition d'excellence : elle associe l'université et les grandes écoles, nourrit les échanges entre l'analyse économique et les autres sciences sociales, inscrit la recherche académique dans la société, et appuie les travaux de ses équipes sur de multiples partenariats. www.parisschoolofeconomics.eu

Le GENES est un établissement public d'enseignement supérieur et de recherche. Au sein du GENES, le CREST est un centre de recherche interdisciplinaire spécialisé en méthodes quantitatives appliquées aux sciences sociales regroupant des chercheurs de l'ENSAE Paris, de l'ENSAI, du département d'économie de l'École polytechnique et du CNRS. Centre interdisciplinaire spécialisé en méthodes quantitatives appliquées aux sciences sociales, le CREST est organisé en quatre thématiques : économie, statistiques, finance-assurance et sociologie. La culture commune des équipes est celle d'un attachement fort aux méthodes quantitatives, aux données, à la modélisation mathématiques, et d'allers-retours continus entre les modèles théoriques et les preuves empiriques permettant d'analyser des problématiques sociétales et économiques concrètes. http://crest.science