

Claude MATHIEU

Professeur à l'université de Paris-Est Créteil (UPEC) et conseiller scientifique à France Stratégie

Rapporteur référent sur l'étude de l'OFCE (Sarah Guillou) :

« Étude de l'effet du CICE sur l'investissement corporel des entreprises à travers son impact sur la contrainte financière », rapport remis le 21 septembre 2018

L'objectif poursuivi dans ce travail est d'évaluer dans quelle mesure le CICE a pu impacter l'investissement des entreprises via un desserrement de la contrainte de financement. L'intérêt de l'analyse est de s'appuyer sur un modèle théorique (Whited, 2002 ; Whited & Wu, 2006). Une telle démarche a l'avantage de mettre clairement en évidence les mécanismes à l'œuvre mais aussi de proposer l'estimation d'une forme structurelle. Ainsi, une entreprise (représentative) maximise la somme actualisée de ses profits futurs sachant que ses projets d'investissement doivent être (en partie) financés par l'emprunt et que des coûts d'ajustement séparables sont associés au capital et au travail. Les profits futurs hors coûts d'ajustement (appelés dans le texte dividendes) doivent être supérieurs à une valeur minimum qui peut être positive si les actionnaires exigent le versement de dividendes. De plus, la capacité d'emprunt de l'entreprise n'est pas infinie. Elle est donc bornée supérieurement. Dans ce modèle, c'est au travers du multiplicateur associé à la contrainte de dividendes (λ_{it}) que s'exprime la contrainte de financement de l'entreprise.

L'estimation de λ_{it} s'opère à partir de l'estimation par la méthode des GMM d'une équation d'Euler (conditions du premier ordre) intégrant les coûts d'ajustement du capital. On suppose ici que λ_{it} est une fonction d'un ensemble de variables (ratio d'endettement, indicatrice pour le versement de dividendes, taux de croissance des ventes, etc.). Il est alors possible d'identifier le degré de sensibilité de la contrainte financière au CICE. Le principal résultat obtenu ici est que les entreprises touchant le plus de CICE (en proportion de leur masse salariale) sont aussi celles qui sont les plus contraintes financièrement.

L'angle retenu dans cette analyse est très intéressant et le travail réalisé est de grande ampleur. Malgré tout, des interrogations persistent.

Ainsi, l'utilisation du modèle théorique soulève plusieurs questions.

- 1) Il conviendrait de pouvoir mieux justifier encore pourquoi la substitution capital/travail n'est pas envisagée. Certes, le CICE peut conduire à desserrer la contrainte financière mais, en réduisant le coût du travail, il peut aussi inciter les entreprises à utiliser des technologies plus *labor intensive*. La période d'observation des entreprises de l'échantillon n'étant que de trois années – argument avancé dans le document pour ne

pas traiter de cette possible substitution entre inputs –, il faut déterminer lequel des facteurs de production est (quasi) fixe. Dans la littérature, on suppose généralement que le capital est (quasi) fixe tandis que le travail lui est flexible. Inverser cette hypothèse a peut-être des fondements mais il faudrait les expliciter pour que le lecteur en soit convaincu.

- 2) Le multiplicateur λ_{it} , expression du poids de la contrainte financière, peut-être nul. En effet, il n'y a aucune raison a priori pour que la contrainte sur les dividendes soit systématiquement saturée, c'est-à-dire que les dividendes courants soient toujours égaux à leur borne minimum. Quelles sont alors les conséquences sur les résultats obtenus d'un multiplicateur nul ? Est-ce que les résultats s'en trouvent sensiblement modifiés ? Ce point mériterait d'être discuté dans le document.
- 3) Si l'on se réfère à la littérature sur la finance d'entreprise, il paraît difficile de supposer que des entreprises très endettées et peu endettées partagent le même facteur d'actualisation puisque le coût du capital varie sensiblement en fonction de la structure du financement. Une discussion sur ce point pourrait être fort utile.
- 4) La revue de la littérature sur les contraintes de financement mériterait d'être un peu étoffée. Par exemple, que se passe-t-il en période de crise ? Les PME sont-elles plus touchées que les ETI et les GE ? Comment jouent les imperfections des marchés financiers ?

Au plan empirique, deux questions se posent également :

- 5) Tableau 6, on ne comprend pas vraiment pourquoi la taille des firmes a un effet négatif assez systématique sur les performances des firmes. Cela semble contre-intuitif même si le contraire est affirmé dans le document.
- 6) Toutes les firmes n'investissent pas chaque année (zone d'inaction si l'on fait référence à la littérature sur les options réelles). Cette question ne se pose pas dans le modèle théorique car les firmes s'ajustent en permanence, mais au plan économétrique c'est un problème de solution en coin qu'il faut traiter (Wooldridge, chapitre 16, 2010). Si cette question n'est pas traitée, l'analyse devient partielle puisque cela revient à ne pas prendre en compte la part non négligeable d'entreprises qui n'investissent pas chaque année.