

## **La financiarisation de l'économie nuit-elle aux entreprises?**

Gilles L. Bourque

OCTOBRE 2013

## Notice biographique

Chercheur de l'IRÉC, **Gilles L. Bourque** est titulaire d'une maîtrise en sciences économiques et d'un doctorat en sociologie économique de l'Université du Québec à Montréal. Il est le lauréat du premier prix de l'IRÉC 2000 pour sa thèse de doctorat intitulée *Le modèle québécois de développement. De l'émergence au renouvellement*. Elle a été publiée en 2000 aux Presses de l'Université du Québec

© Institut de recherche en économie contemporaine  
978-2-923203-30-0

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Québec, 2013

Dépôt légal — Bibliothèque nationale du Canada, 2013

IRÉC, 1030, rue Beaubien Est, bureau 103, Montréal, Québec H2S 1T4

# Table des matières

<b>Introduction</b> .....	1
SECTION 1	
<b>L'évolution des investissements au Québec et au Canada.</b> .....	3
SECTION 2	
<b>Le transfert de « la valeur aux actionnaires »</b> .....	9
SECTION 3	
<b>Analyse préliminaire sur la financiarisation</b> .....	13
<b>Bibliographie</b> .....	17



# Introduction

Jusqu'à maintenant, notre traitement de la financiarisation de l'économie est resté trop exclusivement axé sur les comportements spéculatifs de l'industrie de la finance, en particulier sur les impacts négatifs de cette financiarisation sur le système de revenu de retraite (voir en particulier Hanin et coll., 2009). Mais quels sont ses impacts sur l'activité économique plus générale, par exemple sur le fonctionnement des entreprises non financières? Est-ce que la libéralisation des marchés financiers a vraiment amélioré le financement des entreprises, comme le suggèrent les partisans de ce modèle? Les objectifs de cette note sont justement d'ouvrir un nouveau champ de recherche pour s'interroger sur les impacts de la financiarisation sur l'économie réelle.



# L'évolution des investissements au Québec et au Canada

La crise financière que le monde a traversée en 2008-2009, dont les conséquences se font encore sentir dans la plupart des pays développés, nous invite à penser la finance sous un autre jour que celui présenté d'habitude. La finance d'avant-crise nous renvoie à la domination du monde de la finance sur l'ensemble des décisions économiques. Le secteur financier, autrefois fortement réglementé et strictement cloisonné par les États, s'est graduellement autonomisé par rapport à l'économie réelle grâce à la déréglementation et à l'apport des nouvelles technologies de la communication. La finance est ainsi devenue un monde qui permet l'enrichissement d'individus sans qu'il y ait nécessairement création de richesse. Plusieurs études le démontrent (Krugman, 2012; Stiglitz, 2010; Roubini et Mehm, 2010), l'industrie financière a été le principal facteur d'accroissement des inégalités dans le monde et, par le fait même, premier responsable de la crise.

Le processus de financiarisation que nous avons connu au cours des trente dernières années va donc bien au-delà de la seule spéculation financière. Il s'exprime dans la part croissante des activités financières dans la vie économique actuelle. La multiplication exponentielle des types d'actifs financiers et le développement spectaculaire de la pratique des opérations financières par les entreprises et autres institutions ont mis en évidence l'essor du capitalisme financier. Pour le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz, la financiarisation signifie que les financiers président désormais aux décisions des directions d'entreprise et donc de l'ensemble de l'économie. La financiarisation tend ainsi à s'imposer comme un mécanisme de régulation de l'économie entière enserrant l'économie réelle sous les règles de l'économie casino. Alors qu'elle devrait être gouvernée sur le long terme, l'économie réelle se voit imposer les diktats du court terme et des rendements excessifs. La financiarisation qui est déconnectée des territoires et des secteurs économiques crée ainsi des vides de financement, des besoins non comblés de capitaux. Résultats prévisibles : les investissements des entreprises baissent de façon continue.

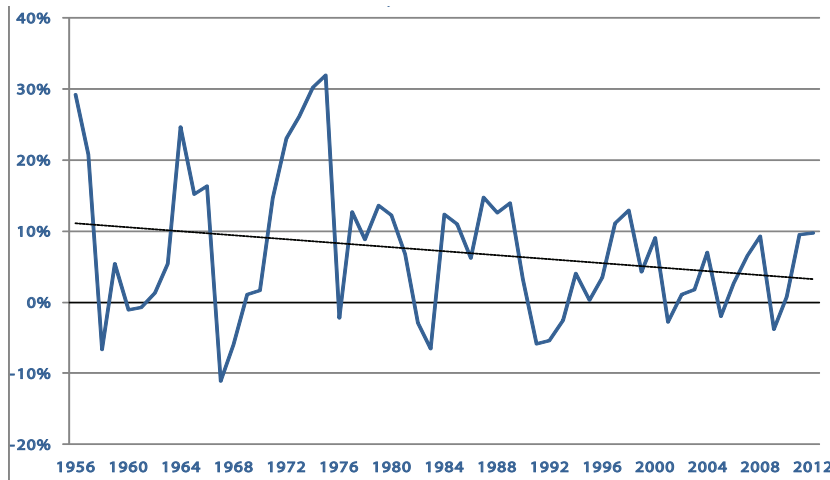
Pourtant, il n'y a pas une année où les milieux d'affaires québécois et les partis politiques de droite n'entament pas en chœur, à un moment ou à un autre, leurs litanies sur le drame que constitue la faiblesse des investissements privés au Québec. C'est habituellement l'occasion de dénoncer l'inefficacité du modèle québécois de développement, l'omniprésence de l'État et de sa bureaucratie tatillonne, la toute-puissance d'un mouvement syndical corporatiste, l'immobilisme de la société civile, etc., toutes plus ou moins tenues responsables de cette situation. Mais qu'en est-il dans la réalité, en particulier pour les secteurs non financiers?

Les statistiques sont effectivement assez éloquentes. Au Québec (graphique 1), nous constatons une baisse continue des investissements des entreprises non financières : jusqu'aux années 1970, la moyenne annuelle se situait à 10 % de croissance avec des sommets atteignant les 30 % alors que du milieu des années 1970 à la fin des années 1990, la moyenne annuelle se réduit de moitié. La tendance est encore plus marquée depuis le début des années 2000, où les investissements des sociétés non financières ne parviennent plus à franchir la barre des 10 % de croissance annuelle au sommet de leur cycle. Cependant, comme nous pouvons le constater dans le graphique 2, les tendances

sont très similaires pour l'économie canadienne, quoique la lecture soit moins claire pour faire une périodisation de l'évolution des investissements.

### GRAPHIQUE 1

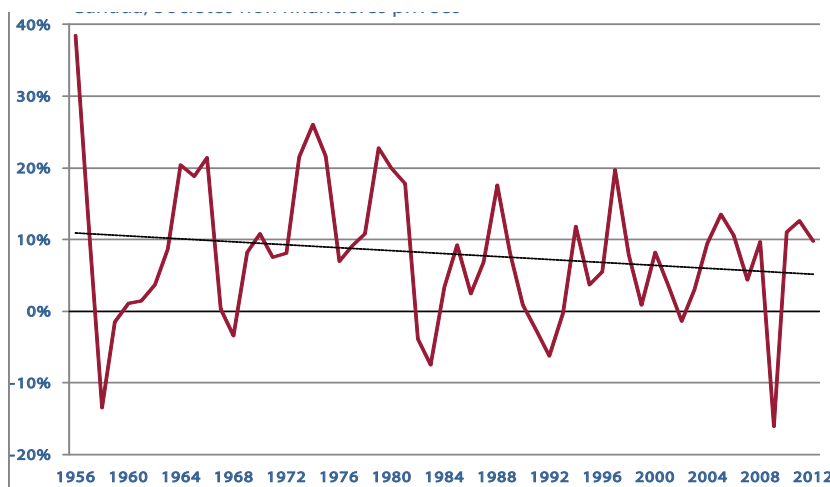
#### Variation de l'investissement brut, sociétés non financières privées (Québec)



Source : Statistique Canada, Tableau 031-0002 de CANSIM

### GRAPHIQUE 2

#### Variation de l'investissement brut, sociétés non financières privées (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableau 031-0002 de CANSIM

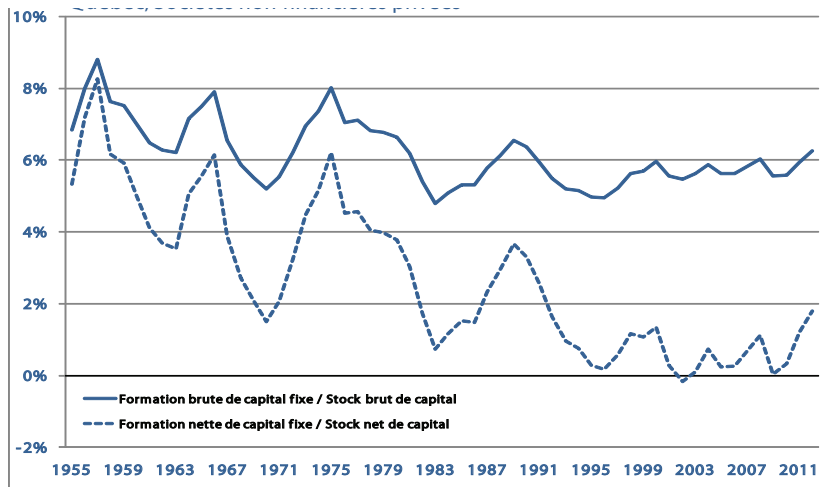
Certains diront, à juste titre, que cette évolution est en partie prévisible, puisque la croissance générale de l'économie des pays développés s'est amoindrie pendant cette période, et ce, pour une multitude de raisons : baisse de la croissance démographique et de la demande, hausse de la part des services (moins intensifs en investissement), etc. Nous reviendrons sur les causes plus tard. Quels sont plutôt les effets directs de cette baisse des investissements des entreprises? Généralement, la théorie économique nous dit que l'augmentation du capital productif, découlant de l'investissement au sein des entreprises, permet une plus grande production ainsi qu'une amélioration de la



productivité du travail. Dans la mesure où le capital subit une dépréciation permanente, il faut donc que l'investissement brut soit supérieur à la dépréciation, si l'on veut que l'investissement net soit positif.

Le taux d'accumulation du capital permet de suivre cette évolution dans le temps. Nous distinguons ici le taux brut d'accumulation (le rapport entre la formation brute de capital fixe et le stock brut de capital) du taux net d'accumulation. Comme nous pouvons le constater dans les graphiques 3 et 4, l'évolution du taux d'accumulation est encore plus pertinente pour expliquer les impacts de la financiarisation de l'économie sur les entreprises. Au Québec comme au Canada, nous pouvons constater un changement significatif du taux d'accumulation brut. Jusqu'au milieu des années 1970, le taux moyen d'accumulation se situait autour de 7 %. Or, pendant les années 1990 et 2000, la situation est très différente : au Québec, ce taux peine à franchir la barre du 6 % alors qu'au Canada la situation semble s'améliorer seulement au cours des années plus récentes. Mais il s'agit là du taux brut : puisque nous avons vu que la croissance des investissements est en baisse continue, alors qu'au contraire le taux de dépréciation du capital a connu une hausse constante jusqu'au tournant du millénaire (voir le graphique 5)<sup>1</sup>, le taux net d'accumulation du capital ne peut être qu'en baisse. C'est ce que nous constatons clairement dans les graphiques 3 et 4 : le taux d'accumulation net qui atteint jusqu'à 8 % au cours des années 1950 passe à une moyenne de moins de 1 % pour le Québec pendant les années 2000 et de moins de 2 % pour le Canada au cours des deux dernières décennies. Il s'agit là d'un renversement du rythme de l'accumulation du capital. C'est un changement structurel fort qui marque un tournant majeur dans le modèle productif.

**GRAPHIQUE 3**  
**Taux d'accumulation du capital, sociétés non financières privées (Québec)**

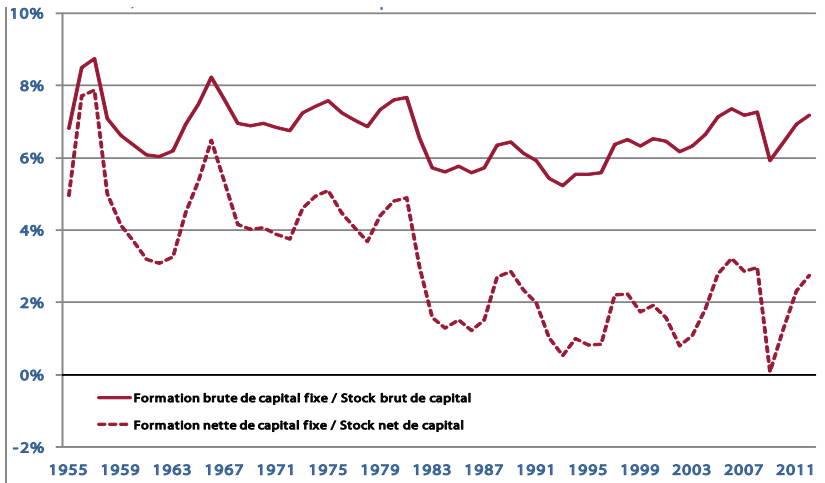


Source : Statistique Canada, Tableau 031-0002 de CANSIM

1. Selon les observations de Statistique Canada, les durées de vie moyennes des biens d'équipement ont diminué durant cette période, ce qui explique un taux de dépréciation plus élevé.

#### GRAPHIQUE 4

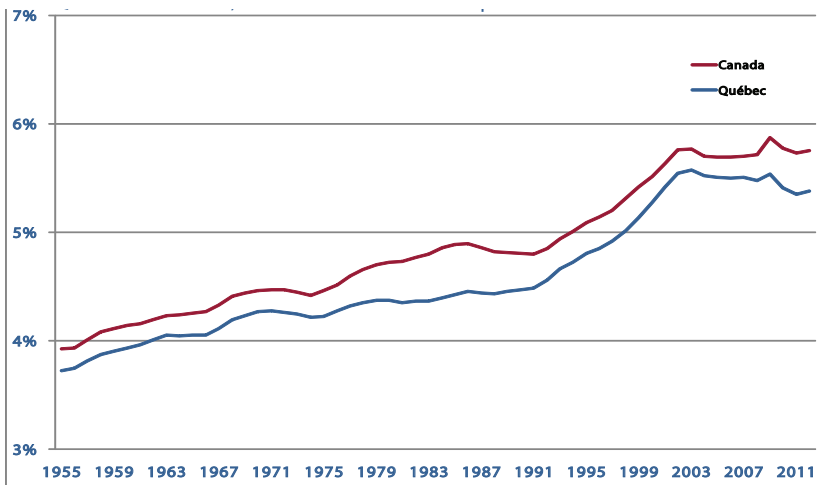
### Taux d'accumulation du capital, sociétés non financières privées (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableau 031-0002 de CANSIM

#### GRAPHIQUE 5

### Taux de dépréciation annuel du capital, sociétés non financières privées (Québec et Canada)



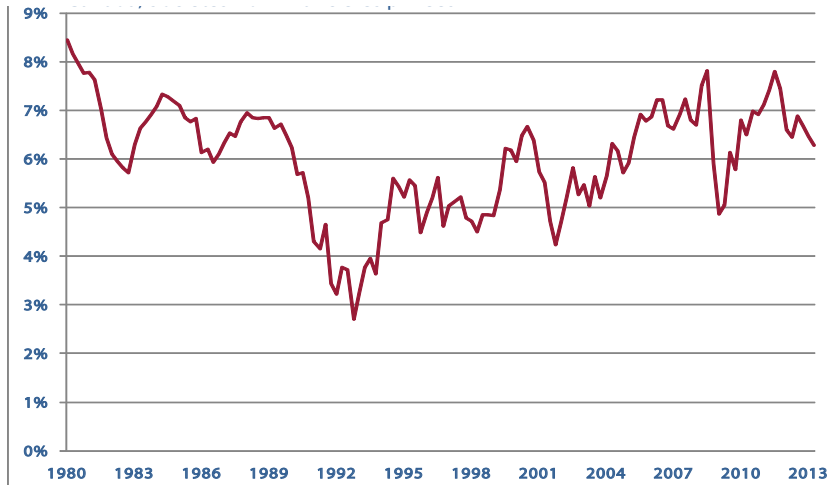
Source : Statistique Canada, Tableau 031-0002 de CANSIM

Si cette situation s'expliquait principalement par une faiblesse de la demande, on aurait aussi dû constater des tendances semblables des profits des entreprises. Or, pendant les mêmes années, les profits des entreprises connaissent une évolution tout à fait différente (voir graphique 6). S'il est vrai que pendant les années 1980 la santé financière des entreprises canadiennes s'est détériorée de façon dramatique, avec des marges bénéficiaires d'exploitation passant de 8,5 % à 3 % en une décennie, ce n'était plus le cas par la suite. Depuis le début des années 1990, les marges bénéficiaires sont en augmentation constante, à l'exception des années de récession ou de ralentissement économique. On peut raisonnablement dire que cette évolution des vingt dernières années reflète une situation assez saine pour l'ensemble des sociétés non financières au pays. Dans tous les cas,

elle explique mal la baisse à des niveaux historiques des investissements et du taux d'accumulation des entreprises. L'explication est plutôt à chercher du côté d'un nouveau modèle d'accumulation, en l'occurrence celui de la financiarisation de l'économie.

## GRAPHIQUE 6

### Marges bénéficiaires d'exploitation, sociétés non financières privées (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableaux 187-0001 et 187-0003 de CANSIM

Les données présentées dans cette section semblent bien confirmer l'un des éléments clés identifiés par les chercheurs s'intéressant au modèle de la financiarisation (voir Cordonnier et coll., 2013) : le divorce entre la rentabilité croissante depuis deux décennies et l'accumulation médiocre du capital durant cette même période. Mais comment peut s'expliquer (et se poursuivre sur le long terme) cette dichotomie qui, d'un simple point de vue économique, est un non-sens? C'est ce que nous verrons dans la prochaine section.



# Le transfert de « la valeur aux actionnaires »

Le cadre d'analyse microéconomique le plus approprié pour expliquer les phénomènes décrits précédemment se retrouve dans la théorie de la firme d'Adrian Wood (voir l'analyse développée dans Cordonnier et coll., 2013, en particulier le chapitre 2). Cette théorie permet justement d'identifier les caractéristiques d'un régime d'accumulation dominé par la finance, sur la base d'une analyse des politiques de la firme moderne : hausse du taux de marge, ralentissement du rythme de l'accumulation du capital, hausse des profits distribués. Jusqu'ici, nous avons pu constater la réalité statistique des deux premières de ces politiques. Voyons maintenant si la politique de distribution des profits suit la même logique.

La théorie de la firme d'Adrian Wood offre un cadre explicatif pour comprendre l'économie générale et les conséquences qu'a pu avoir le « retour des actionnaires » dans la gouvernance des firmes avec, comme corolaire, le transfert de « la valeur aux actionnaires ». Commençons par les faits. On peut voir dans les graphiques 7 et 8 l'importance des dividendes versés par les entreprises au cours des trente dernières années au Canada. Puisque les données concernant les sociétés non financières ne débutent qu'en 1997, nous donnons aussi exceptionnellement les statistiques pour l'ensemble des sociétés canadiennes afin d'allonger la périodisation des faits. Nous n'avons malheureusement pas de données semblables pour le Québec. Les deux graphiques montrent l'évolution de l'importance des dividendes nets versés<sup>2</sup> par rapport à la formation brute de capital fixe, aux excédents nets et aux excédents bruts d'exploitation. Dans tous les cas de figure, l'importance des dividendes versés aux actionnaires connaît une croissance spectaculaire : alors que leur évolution est assez stable ou légèrement à la baisse pendant les années 1980 et la première moitié des années 1990, nous assistons depuis 1995 à une hausse spectaculaire des dividendes versés, dont l'importance a plus que doublé durant cette période.

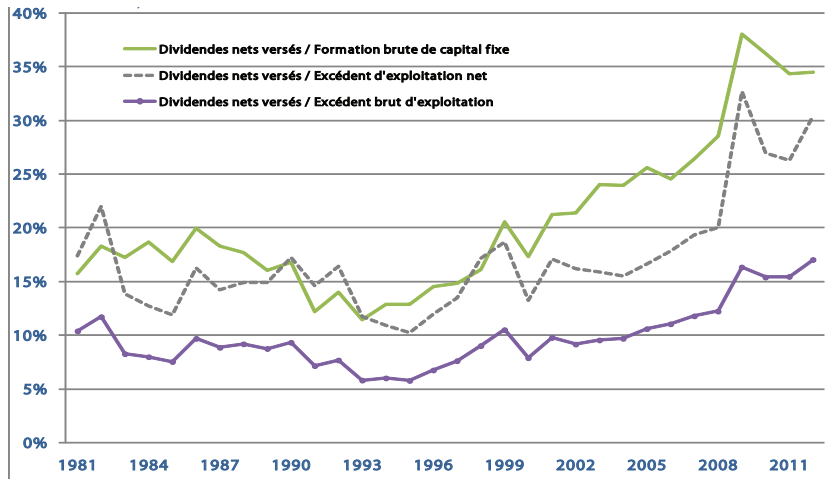
Voir les graphiques 7 et suivants aux pages suivantes.

---

2. Les dividendes nets versés représentent les dividendes distribués par les entreprises desquels sont retranchés les dividendes qu'elles ont reçus dans le cadre des parts de capital qu'elles détiennent. Cela permet de circonscrire les profits distribués qui quittent le secteur des entreprises et qui sont effectivement versés aux agents-actionnaires.

## GRAPHIQUE 7

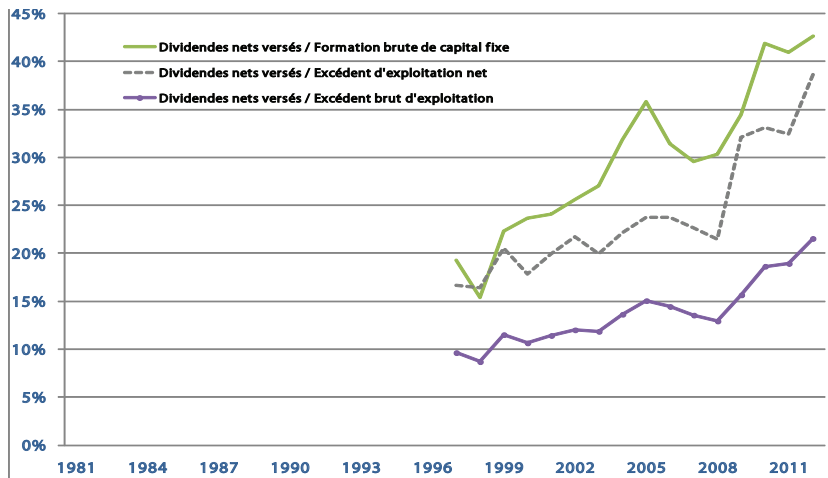
### Importance des dividendes versés, ensemble des sociétés (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableau 380-0076 de CANSIM

## GRAPHIQUE 8

### Importance des dividendes versés, sociétés non financières (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableau 380-0076 de CANSIM

Le versement des dividendes n'est pas le seul moyen pour transférer « la valeur aux actionnaires ». Il est possible pour les entreprises d'arriver aux mêmes résultats en utilisant leurs profits pour racheter des actions sur le marché pour ainsi faire artificiellement monter leur prix. Pour l'illustrer, nous utilisons un graphique (9) tiré d'une étude de Luke Schmidt (2006) qui montre l'évolution de ces deux formes de transferts vers les actionnaires (les dividendes et les rachats d'actions) pour les sociétés canadiennes du TSX de 1995 à 2004. Encore une fois, nous pouvons constater une croissance importante des dividendes versés à partir du début des années 2000. Évidemment, la croissance est moins forte puisque la part des entreprises matures (les « blues chips ») est déjà disproportionnée dans le TSX. Néanmoins, une nouvelle tendance à la hausse est nettement perceptible. Ce qui est encore plus frappant dans ce graphe est l'importance des rachats d'action au

cours de cette période : de deux milliards \$ en 1995 à près de 15 milliards \$ en 2004, la croissance est phénoménale.

### GRAPHIQUE 9 Distribution en espèces aux actionnaires au Canada



Source : Luke Schmidt (2006)

Cet élément est très pertinent pour décrire la transformation du comportement des entreprises au cours des dernières années. En raison d'un traitement fiscal avantageux des gains en capital, les entreprises ont été très actives dans le rachat d'actions, quelquefois financé par un emprunt plutôt que par les flux nets de trésorerie d'autrefois effectués au détriment de nouveaux investissements. Malheureusement, ces moyens pour transférer « la valeur aux actionnaires » se font souvent aux dépens de la pérennité des entreprises qui engrangeaient ces profits. C'est cet enjeu que nous abordons dans la section 3 de cette note de recherche.





# Analyse préliminaire sur la financiarisation

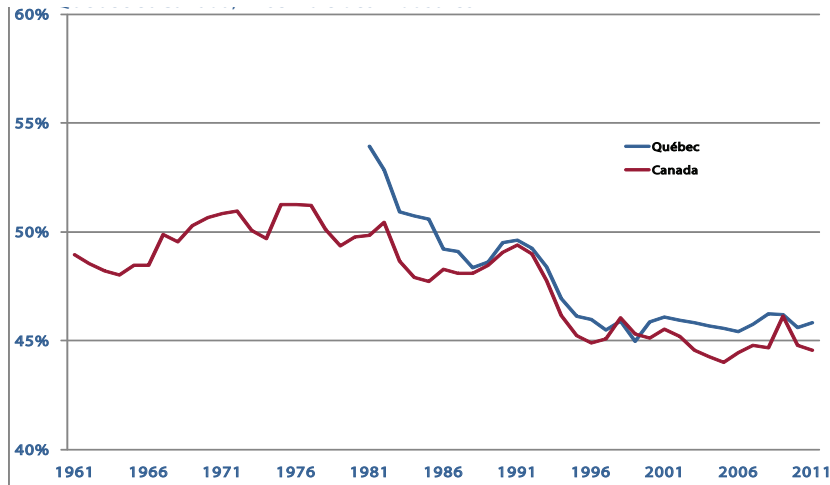
Selon Cordonnier et coll. (2013), les constats tirés de l'étude des phénomènes qui ont été abordés dans les deux sections précédentes sont partagés, à des degrés divers, avec la plupart des pays développés, et, comme ici, ils s'accroissent depuis une dizaine d'années. Leur thèse pour expliquer ces phénomènes repose sur le modèle de la financiarisation, où l'élévation de la norme financière, sous l'effet de la libéralisation financière et de la mondialisation, conduit à ce qu'ils décrivent comme « la revanche de la propriété sur l'entreprise, ou la revanche de la rente sur l'activité ». Cette « revanche » se traduit matériellement par un coût du capital plus élevé, avec des conséquences néfastes, tant sur le plan microéconomique que macroéconomique. Le « surcoût » du capital auquel ils font référence est formé « de revenus prélevés sur l'entreprise (les intérêts et les dividendes) qui n'ont, en dehors du risque entrepreneurial, aucune justification économique. C'est un phénomène de pure rente. »

Leur étude montre que le surcoût du capital aurait fortement augmenté depuis le tournant de la financiarisation des entreprises, majorant le coût réel du capital de 50 % à 70 %. Les effets de cette élévation sont ceux que nous avons pu observer pour les sociétés non financières au Québec et au Canada : une augmentation du prélèvement financier (gains en capital et dividendes) sur la richesse produite par les entreprises. Mais puisqu'il ne s'agit pas de créations de nouvelles valeurs ajoutées, cette ponction conduit logiquement à diminuer les revenus perçus par les autres parties prenantes, au premier rang desquels se trouvent les salariés. Comme on peut le constater dans le graphique 10, à partir des années 1980, les salaires ont connu une dégringolade majeure de leur part dans la valeur ajoutée au Québec et au Canada, passant de 50 % à 45 % du PIB. Le graphique 11 présente l'évolution de la rémunération totale (salaires et traitements + avantages sociaux) pour tenir compte du fait que les avantages sociaux représentent une part de plus en plus grande de la rémunération. Or, il demeure que cet indicateur a suivi les mêmes baisses entre 1980 et 2000, de façon encore plus marquée pour le Québec.

Voir les graphiques 10 et suivants aux pages suivantes.

## GRAPHIQUE 10

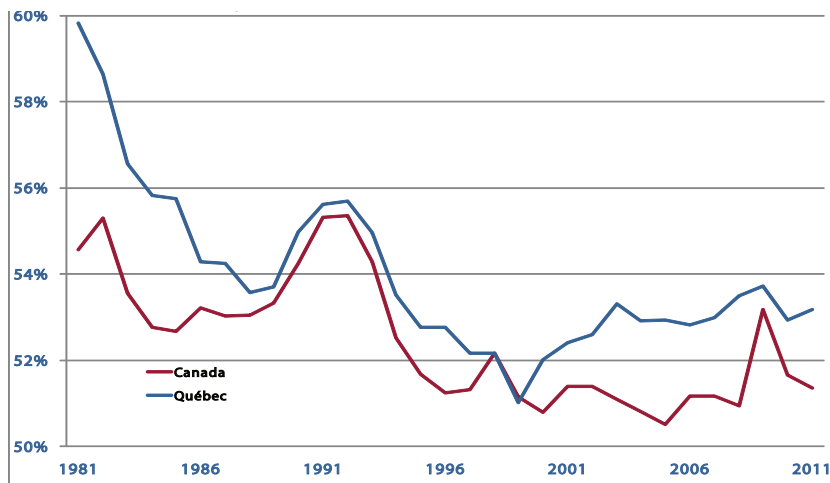
### Salaires et traitements en % du PIB, Ensemble des industries (Québec et Canada)



Source : Statistique Canada, Tableaux 380-0016, 382-0001, 382-0006 et 384-0001 de CANSIM

## GRAPHIQUE 11

### Rémunération totale en % du PIB, Ensemble des industries (Québec et Canada)

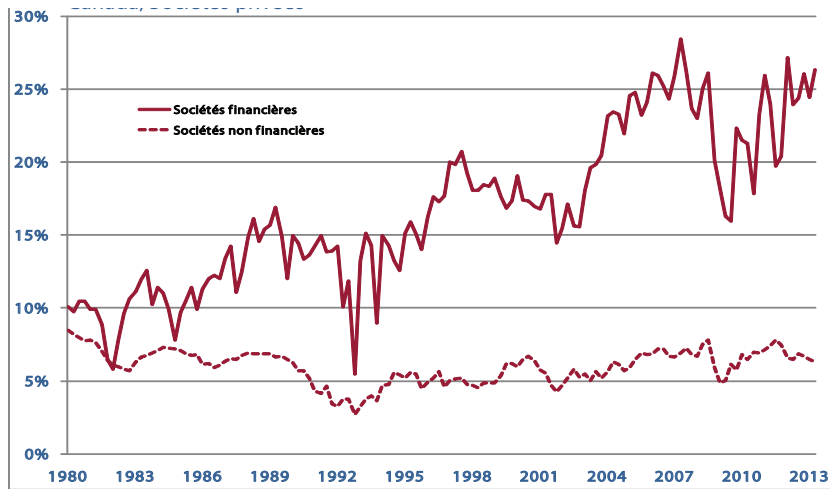


Source : Statistique Canada, Tableaux 380-0016, 382-0001, 382-0006 et 384-0001 de CANSIM

Les faits stylisés dans les deux sections de cette note ont fait apparaître des tendances de fond montrant l'incidence de la financiarisation de l'économie sur les trois principales politiques décidées par les firmes : la politique d'accumulation du capital, la politique de marge bénéficiaire, la politique de versement des dividendes. Le point de vue actionnarial, qui domine aujourd'hui l'entreprise, privilégie en effet la rentabilité de l'investissement au lieu de la croissance et favorise la distribution massive des profits aux actionnaires. Le secteur de la finance est le grand gagnant de cette financiarisation (graphique 12) : contrairement aux sociétés non financières qui ont dû traverser une détérioration de leurs marges bénéficiaires durant les années 1980, les sociétés financières ont plutôt connu une montée impressionnante de leurs marges, qui sont passées de 10 % à plus de 25 % entre 1980 et 2013.

## GRAPHIQUE 12

### Marges bénéficiaires d'exploitation, Sociétés privées (Canada)



Source : Statistique Canada, Tableaux 187-0001 et 187-0003 de CANSIM

Reste que l'effet le plus catastrophique de cette financiarisation va bien au-delà de son impact sur la répartition des revenus au profit des actionnaires et de la finance : il réside dans l'élévation de la norme de rendement financier imposée aux entreprises laquelle réduit de manière directe les opportunités d'investissement. Comme le relèvent Cordonnier et ses collègues dans leur ouvrage : « Le coût supporté par les travailleurs et par l'ensemble de la société, du fait de l'augmentation du surcoût du capital (la pure rente financière) n'est donc pas essentiellement le prélèvement sans cause (pourtant bien réel) qu'ils supportent, mais l'ensemble des projets de développement des entreprises, misant sur l'utilité économique, sociale, écologique des produits, qui n'ont jamais existé du fait qu'ils ne souscrivent pas aux exigences de rendement financier du moment. Le coût social du "surcoût du capital" pour parler court, c'est finalement la non-production des richesses qui n'auraient "rapporté" annuellement, en termes financiers, qu'entre 0 % et 15 % de profit. »

Autrement dit, contrairement aux litanies proférées contre l'État de la part des milieux d'affaires, le drame que constitue la faiblesse des investissements privés au Québec ne s'explique pas par une carence quelconque du modèle québécois de développement, mais bien par des exigences exagérées de rendement financier. La chose est trop importante pour que nous laissions ces enjeux sur ces constats troublants. D'autant plus qu'ils ont des incidences sur l'ensemble de la société, dans la mesure où on peut raisonnablement faire l'hypothèse qu'ils sont en même temps les principaux responsables de la croissance des inégalités de revenus dans les économies développées. Il nous apparaît donc important de poursuivre nos recherches dans ce domaine vers un chantier plus vaste qui permettrait de mesurer le « surcoût du capital » au Canada (et par le fait même au Québec) et d'en démontrer ses effets sur les entreprises québécoises (et en particulier les PME) en examinant les canaux à travers lesquels se transmettent ces normes de la financiarisation. Car il ne faut pas se tromper, ici, en mettant dans le même sac toutes les institutions financières. Un chantier de travail dans ce domaine devrait par exemple nous aider à identifier les normes, les institutions et les pratiques qui posent véritablement problème et d'être ainsi en mesure d'identifier des solutions adéquates pour les résoudre.



# Bibliographie

CORDONNIER, Laurent, Thomas DALLERY, Vincent DUWICQUET, Jordan MELMIÈS et Franck VANDEVELDE. *Le coût du capital et son surcoût. Sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques*, Université Lille 1, CLERSÉ, 2013, 160 p.

HANIN, Frédéric, François L'ITALIEN, Mathieu ST-ONGE et Éric PINEAULT. *L'impact de la crise financière sur les régimes complémentaires de retraite au Québec : constats et interrogations*, rapport de recherche de l'IRÉC, décembre 2009, 33 p.

KRUGMAN, Paul. *Sortez-nous de cette crise... maintenant!* Flammarion, 2012, 272 p.

ROUBINI, Nouriel et Stephen MIHM. *Économie de crise. Une introduction à la finance du futur*, JC Lattès, 2010, 462 p.

SCHMIDT, Luke. *Credibility of Corporate Announcements and Market Reaction : Evidence from Canadian Share Repurchase Programs*, University of Saskatchewan, 2006, 100 p.

STIGLITZ, Joseph E. *Le Triomphe de la cupidité*, LLL, 2010, 473 p.