

QUEEN
Q
127
.C2
N25214

CANADA

Conseil consultatif national
des sciences et de la technologie

Sous-financement de l'avenir : Le problème du coût en capital du Canada

Rapport du Canada Consulting Group

**Sous-financement de l'avenir :
Le problème du coût en
capital du Canada**

Rapport du Canada Consulting Group

Queen
Q
127
.C2
N25214

Sous-financement de l'avenir : Le problème du coût en capital du Canada

Rapport du Canada Consulting Group

INDUSTRY, SCIENCE AND
TECHNOLOGY CANADA
LIBRARY

DEC - 2 1992
BTQY
BIBLIOTHÈQUE
INDUSTRIE, SCIENCES ET
TECHNOLOGIE CANADA

Le 17 février 1992

TABLE DES MATIÈRES

À PROPOS DES AUTEURS

REMERCIEMENTS

CHAPITRE I : LA NATURE DU PROBLÈME

Y a-t-il un problème?

Est-ce vraiment grave?

Cinq mythes dangereux

C'est une question d'attitude

Les taux d'intérêt élevés sont le noeud du problème

Le milieu des affaires manque de vision

La globalisation des marchés financiers arrangera les choses

On ne peut rien faire quant au coût en capital

CHAPITRE II : LE COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

Comment les entreprises obtiennent des capitaux

Mesure du coût du capital

La situation d'ensemble du Canada

Événements récents au Japon et en Allemagne

Évaluer le coût du capital pour la R-D

Comparaisons entre entreprises

La Corée et le Taiwan: Diminuer le coût du capital pour les industries exportatrices

Un cas à part : l'Australie

La globalisation n'est pas la panacée

Convergence sur les marchés de la dette

Divergence des marchés boursiers

CHAPITRE III : LES CAUSES DU COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

L'offre et la demande

Différences de taux d'imposition

Risque et coût du capital au Canada

Caractère cyclique et inconstant

La structure des entreprises et les risques

Le système japonais du Keiretsu

Le rôle de la banque centrale en Allemagne

CHAPITRE IV : LES RÉPERCUSSIONS DU COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

Les investissements en danger

Les firmes du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel

Concurrence pour les acquisitions

Supprimer les taux étalon internes

Tenter de nous diversifier

Le cas de Nippon Mining

Entreprises établies de haute technologie

La schizophrénie de la R-D

Le dilemme factice en matière de haute technologie

Jeunes entreprises de haute technologie

La haute technologie au Japon et en Allemagne

La haute technologie aux États-Unis

Multinationales étrangères

Investissement réel des entreprises inférieur

Faible hausse de la productivité

CHAPITRE V : QUELLES SONT LES SOLUTIONS?

Pourquoi est-ce maintenant le moment?

Faire baisser le coût du capital pour tous les investissements

Stimulants en matière de coût du capital

Faciliter l'accès au capital pour les petites entreprises innovatrices

Stimulants fiscaux pour les régimes agréés de capitaux de risque

Exemption des "actions de fondateurs" de l'impôt sur les gains en capital

Instaurer des stimulants fiscaux pour diriger des fonds vers les EI

La solution à long terme : des keiretsus canadiens

ANNEXES

Annexe A : Entreprises dont le coût du capital a été analysé

Annexe B : Entreprises dont nous avons rencontré les représentants pour les études de cas

Annexe C : Entrevues avec des responsables financiers et politiques

Annexe D : Méthodologies

Annexe E : Calcul du coût du capital

À PROPOS DES AUTEURS

Le Canada Consulting Group est une firme de conseil internationale de Toronto qui se spécialise dans la planification stratégique et l'efficacité de l'organisation à l'intention des sociétés et des entreprises. Il élabore en outre des travaux en matière de développement économique et de politique industrielle à l'intention de gouvernements, d'associations industrielles et de syndicats.

En plus de ses travaux de grande envergure dans le secteur privé, le Canada Consulting Group a donné des conseils de politique économique au gouvernement fédéral et à plusieurs gouvernements provinciaux ainsi qu'à des gouvernements et à des organismes de politique publique aux États-Unis, en Europe, en Amérique latine et en Australie.

Pour ce projet, l'équipe du Canada Consulting Group était constituée de David Pecaut, David Thompson, Jérôme Redican, Joan Dea, Sherri Taggart et Ken Purdy.

REMERCIEMENTS

Le travail qui constitue la base de la présente monographie a été réalisé à la demande du Comité du financement de l'innovation du Conseil consultatif national des sciences et de la technologie (CCNST), dans le cadre de sa recherche constante du renforcement de la compétitivité du Canada dans les industries axées sur la science, la technologie et la connaissance. De plus, le CCNST a assumé la majeure partie des coûts du projet.

Nous sommes reconnaissants de l'appui enthousiaste et des conseils de Mme Beverly Brennan, alors présidente du comité, ainsi que des suggestions pleines de tact et de perspicacité de David Beattie et David Burden, conseillers auprès du CCNST et qui nous ont beaucoup aidés. Nous avons aussi apprécié les débats et les discussions animés avec les membres du CCNST à l'occasion de nos divers exposés.

Pour analyser le coût du capital à l'échelle des pays, nous sommes partis de la méthodologie élaborée par Robert McCauley et Stephen Zimmer de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY). Nous avons abusé de leur temps et de leur patience et les remercions de leur générosité double. À l'échelle des entreprises, les calculs ont été effectués par Callard, Madden and Associates; nous remercions Dennis Aust pour ses efforts et Chuck Callard pour son appui et ses idées.

Nous avons aussi eu besoin du discernement des conseillers techniques recrutés par nous et par le CCNST pour ce projet : le professeur Richard Lipsey de UBC, Pierre Fortin de l'UQAM et Doug Purvis de Queen's. Ils ont contribué à la rigueur de la présentation de notre analyse, sans tenter de nous imposer leur perspective personnelle quant aux conclusions ou aux solutions appropriées. Nous avons également profité de la participation de deux distingués conseillers américains : George Hatsopoulos, président de Thermo-Electron Inc. et important protagoniste du débat sur le coût du capital aux États-Unis, et Paul Krugman, du Massachusetts Institute of Technology.

L'analyse australienne a été subventionnée par le Bureau of Industrial Economics (BIE) du gouvernement de l'Australie et par l'Australian Manufacturing Council (AMC). Notre travail sur le cas particulier de l'Australie a été facilité par nos conversations et nos discussions avec Bill Mountford, directeur de l'AMC, et avec Donald Brunker et Charles Jubb du BIE; en outre, la collecte et l'analyse des données ont été réalisées avec l'aide de Pappas, Carter, Evans and Koop.

Par-dessus tout, les conclusions du présent rapport sont fondées sur les données et sur la vision à laquelle nous sommes parvenus à la suite d'entrevues aussi nombreuses qu'approfondies avec des dirigeants d'entreprises, des responsables politiques et des représentants du milieu de la finance canadiens et étrangers. Ces interlocuteurs n'ont pas été avariés de leur temps ou de leur expérience, nous les en remercions.

Le Canada Consulting Group assume cependant l'entière responsabilité des conclusions avancées. Nous estimons que celles-ci seront en général bien accueillies par les personnes que nous avons consultées lors de notre projet, mais la participation de certains individus ou organismes ne doit pas être considérée comme un appui de leur part à nos conclusions.

Chapitre I

LA NATURE DU PROBLÈME

L'argument selon lequel le Canada doit investir et innover pour demeurer concurrentiel a été exposé très souvent de façon éloquente et exhaustive lors de discussions sur notre avenir et nos politiques économiques. Ces discussions ne se cantonnent pas aux arènes universitaires et politiques : elles font partie de la réalité quotidienne des entreprises qui ont à lutter contre la concurrence étrangère agressive.

Pour obtenir les capitaux requis pour investir et innover, les entreprises ont deux possibilités : leurs actionnaires et les prêteurs institutionnels. Dans les deux cas, elles doivent assumer des frais. Nous indiquons dans le présent rapport que le coût de l'obtention de capitaux est plus élevé pour les entreprises canadiennes que pour leurs concurrentes de nombreux autres pays.

Le coût élevé du capital place les entreprises canadiennes dans une situation concurrentielle nettement désavantageuse. En outre, il explique qu'elles aient moins que leurs concurrentes étrangères la volonté et la capacité d'investir dans l'innovation même lorsqu'elles se rendent compte que ces investissements seraient essentiels pour leur santé à long terme, voire pour leur survie.

Malgré son importance pour la compétitivité de nos entreprises et la prospérité globale de notre pays, cela ne fait que peu de temps que le coût du capital est considéré comme une véritable question de politique publique. Les discussions peu nombreuses qui ont eu lieu ont été entravées par l'insuffisance de données pertinentes et par des manières de penser biaisées ou erronées.

Le problème découle notamment du fait que l'on ne s'entend pas sur la question fondamentale de savoir si le coût du capital est effectivement plus élevé au Canada que dans les pays concurrents. Il y a eu de nombreuses affirmations gratuites à ce sujet, mais aucune argumentation exhaustive et précise n'a été fournie pour les étayer. En conséquence, il faut commencer par établir les faits : le Canada est-il réellement désavantagé sur le plan du coût du capital?

Y A-T-IL UN PROBLÈME?

En vue de déterminer si le coût du capital est plus élevé pour le Canada que pour ses concurrents étrangers, nous avons adopté divers moyens statistiques et avons interrogé de nombreux dirigeants d'entreprises canadiennes et étrangères. Nous avons aussi discuté avec des universitaires, des responsables politiques et des membres du milieu de la finance, au Canada et à l'étranger.

Nous avons constaté que le Canada appartient à un groupe de pays où le coût du capital est élevé comparativement à celui du Japon, de l'Allemagne et des pays asiatiques en cours d'industrialisation. Cet écart de coût du capital est durable et demeure, même une fois pris en considération le traitement fiscal assez avantageux au Canada de certaines formes d'investissements.

À cause du coût du capital plus élevé au Canada, les entreprises canadiennes doivent tirer de leurs investissements un rendement supérieur pour qu'ils soient acceptables sur le plan économique. Ainsi, les concurrentes qui disposent de capitaux à coût moindre peuvent justifier des investissements auxquels les entreprises canadiennes doivent renoncer. En outre, elles peuvent se permettre d'attendre plus longtemps les revenus. Elles investissent de manière plus intensive et plus patiente, alors que les entreprises canadiennes sont incapables de justifier bon nombre des investissements requis pour maintenir leur niveau concurrentiel.

EST-CE VRAIMENT GRAVE?

Dans le passé, le coût du capital élevé n'était pas vraiment un problème alarmant. Aucune statistique fiable ne peut nous le confirmer, mais le coût du capital du Canada est probablement plus élevé que celui de bon nombre de ses principaux concurrents depuis plusieurs années. Pourtant, nos entreprises parvenaient en général à obtenir des rendements supérieurs à ce coût du capital, ce qui leur permettait de poursuivre leurs investissements et leur croissance.

Mais les choses ont changé. L'intensification de la concurrence globale, souvent de la part de concurrents nouveaux profitant de salaires peu élevés, a ramené pour nombre de nos entreprises le rendement sous le coût du capital. Dorénavant, le coût du capital plus élevé au Canada représente un problème

pour les firmes qui veulent investir pour améliorer leur situation concurrentielle.

En raison du coût du capital élevé, il est très difficile pour notre économie de générer une croissance réelle et de se convertir aux secteurs de valeur ajoutée supérieure, les seuls qui soient en mesure de nous permettre nos salaires élevés. Les entreprises du secteur des richesses naturelles et nos entreprises manufacturières bien établies, qui ont toujours entraîné la croissance du Canada, sont dorénavant dans l'incapacité de jouer ce rôle. Incapables de générer des revenus suffisants pour le coût élevé du capital, elles ne peuvent plus investir suffisamment pour assurer leur croissance. En fait, l'actif des 300 plus grandes entreprises canadiennes a à peine crû depuis le début des années quatre-vingt.

Cela n'est pas plus facile pour les entreprises canadiennes de haute technologie, même si sous certains aspects leur situation semble plus confortable. Même si elles peuvent habituellement obtenir des rendements supérieurs au coût du capital, elles ne peuvent, comme toutes nos entreprises, investir au même rythme ou avec la même patience que certaines de leurs concurrentes européennes ou asiatiques. Le dilemme suivant se pose à elles : doivent-elles concentrer les fonds plus limités dont elles peuvent disposer sur une gamme plus restreinte de technologies, de marchés et de produits que leurs concurrentes, ou doivent-elles couvrir la même gamme en étirant encore plus leur investissement? Aucune de ces stratégies ne peut les aider à demeurer réellement concurrentielles à long terme.

Pour la prochaine génération d'entreprises de haute technologie, le problème est encore plus aigu. Bien souvent, elles sont incapables d'obtenir un financement, quel qu'en soit le prix. En raison de l'absence de masse critique dans ce domaine au Canada, nos entreprises ne peuvent compter sur un groupe de gestionnaires et de financiers d'expérience, comme plusieurs firmes américaines, ce qui limite leurs capacités et freine la constitution de cette masse critique. Il s'agit là d'un véritable cercle vicieux.

Voici, en termes clairs, quel est le problème. Le coût du capital est élevé au Canada. Auparavant, cela n'était pas très grave. Aujourd'hui cependant, plusieurs de nos entreprises ne peuvent plus supporter ce fardeau qui les empêche de croître, de se diversifier et d'investir pour rester concurrentielles. Si ces entreprises doivent continuer à supporter un coût du capital si élevé, la

seule possibilité pour elles est de réduire leur taille, de limiter leurs activités de développement de produits et de marchés et de désinvestir. Ce problème pour chaque entreprise se traduit en un désastre pour l'ensemble de l'économie : il entraînera l'érosion régulière de notre compétitivité et la détérioration de notre niveau de vie.

CINQ MYTHES DANGEREUX

Le coût élevé du capital n'a pas vraiment été au centre de débats publics animés, peut-être parce qu'il semble s'agir d'un problème complexe et hermétique. Mais les véritables obstacles à la sensibilisation du milieu politique à la question du coût du capital pourraient bien être cinq mythes très répandus qui nient ou minimisent le problème.

Premier mythe : C'est une question d'attitude

De récentes études de la position concurrentielle du Canada ont tenté d'affirmer que notre impuissance à nous attaquer de front au commerce global est directement attribuable à l'attitude timide et malade de nos gens d'affaires. Ainsi, les plaintes sur le coût élevé du capital au Canada serviraient d'excuse pour éviter aux entreprises de faire leur travail. L'opinion selon laquelle c'est l'attitude des entreprises qui est en cause est bien sûr naïve, mais surtout dangereuse. Ces études, en présentant une raison simpliste et erronée du fait que notre compétitivité n'est pas ce qu'elle devrait être, masquent les véritables problèmes, qui sont structurels et sans aucun rapport avec l'attitude. Par ailleurs, la solution consiste en des mesures urgentes et précises, et non en un long traitement psychologique.

Deuxième mythe : Les taux d'intérêt élevés sont le noeud du problème

La croyance selon laquelle seuls les taux d'intérêt sont à l'origine du problème conduit à envisager des solutions aussi simplistes qu'irréalistes. Les tenants d'une certaine école de pensée affirment que si le gouvernement réduisait les taux d'intérêt, le problème qui nous intéresse, entre autres, disparaîtrait. Par contre, d'autres déclarent que les taux d'intérêt doivent être élevés pour limiter l'inflation et soutenir le dollar canadien, et que rien ne pourra être fait pour le

coût élevé du capital tant que l'inflation n'aura pas été maîtrisée. Lorsque cela aura été fait, les taux d'intérêt diminueront et le problème se réglera soi-disant de lui-même.

Au premier abord, ce mythe pourrait être plausible. Après tout, le rendement des obligations des entreprises canadiennes en 1990 était supérieur de 2,1 % à celui en vigueur aux États-Unis, et de 3,2 % plus élevé qu'au Japon. Mais il est plus juste de comparer les taux d'intérêt réels, donc de supprimer les effets de l'inflation pour calculer les frais d'intérêt nets de l'impôt sur les sociétés, puisque les entreprises canadiennes, comme leurs concurrentes de la plupart des autres pays, bénéficient d'allègements fiscaux sur les frais d'intérêt et que l'inflation fausse le coût réel des emprunts. Une fois ces modifications apportées, les taux d'intérêt réels après impôt se trouvent à peu près au même niveau que ceux des autres pays. (Bien sûr, ceci reflète l'avènement progressif d'un marché de la dette international.)

Mais le calcul des taux d'intérêt réels peut mener à une forme plus pernicieuse du mythe si l'on suppose que, les taux d'intérêt étant à peu près égaux partout, le coût du capital est le même. En fait, le coût du capital pour une entreprise est davantage influencé par le coût de ses capitaux propres que par le coût de sa dette. Le coût des capitaux propres est nettement supérieur, habituellement le double ou le triple, au coût réel après impôt de la dette. En outre, les entreprises ont bien davantage recours aux capitaux propres qu'à la dette dans la structure de leur capital.

Troisième mythe : Le milieu des affaires manque de vision

Il est vrai que, bien souvent, le gestionnaire canadien prévoit à moins long terme que le gestionnaire allemand ou japonais moyen. On reproche le même manque de vision au gestionnaire américain ou anglais. Mais les gestionnaires de ces trois pays se défendent en disant que ce souci du trimestre suivant plutôt que des cinq prochaines années, par exemple, leur est imposé par les investisseurs.

L'explication la plus courante de cette grande importance accordée au court terme est que les investisseurs, qu'il s'agisse de particuliers ou d'institutions, préfèrent investir dans des secteurs qui génèrent un rendement à court terme, tels que l'immobilier, plutôt que dans ceux dont le rendement est à long terme,

comme la production de biens ou les services connexes, surtout s'il est question de haute technologie. En outre, la bourse et le milieu de la finance ayant la réputation de ne voir que le court terme, les dirigeants des entreprises s'adaptent en cherchant à maximiser les bénéfices à court terme. Ils réduisent donc les investissements requis, parfois au point de passer en-deçà du niveau nécessaire à la viabilité à long terme.

Ces reproches contiennent sans doute une part de vérité. Cependant, comme nous allons tenter de le montrer plus en détail dans le présent rapport, le coût plus élevé du capital justifie pleinement la plus grande importance attachée par les gestionnaires et les investisseurs canadiens au court terme que leurs collègues allemands, japonais ou coréens. En fait, compte tenu de l'écart du coût du capital, une perspective à plus court terme constitue tout simplement une saine gestion financière et commerciale.

Quatrième mythe : La globalisation des marchés financiers arrangera les choses

Ce mythe repose sur l'assertion qu'il existe un marché des capitaux concurrentiel. Si les entreprises doivent payer davantage pour leurs capitaux dans un pays, il s'ensuit que les investisseurs qui fournissent cet argent obtiennent un rendement supérieur. Voyant cela, les investisseurs étrangers chercheront à investir dans le pays offrant les rendements les plus élevés, ce qui augmentera l'offre de capitaux et diminuera donc le prix de ceux-ci. En même temps, cela fera diminuer l'offre des capitaux et augmenter le prix de ceux-ci dans les autres pays. Ainsi, les puissants rouages du libre marché permettront d'harmoniser les rendements dans tous les pays. (Bien entendu, l'attitude des emprunteurs sera l'opposée de celle des investisseurs, ce qui renforcera les effets prévus.)

Cet argument correspond bien à la philosophie du libre marché très actuelle, mais il est erroné. Tout d'abord, il part de l'hypothèse d'un marché des capitaux presque parfait, sans restriction à la circulation des investissements entre les marchés. Pourtant, nous le verrons, le marché parfait n'existe pas actuellement et n'existera pas avant longtemps. Les changements technologiques et l'évolution de la réglementation qui en a résulté facilitent effectivement beaucoup la circulation des fonds entre les pays et les continents; ainsi, le marché de la dette est bien devenu global. Cependant, il demeure des

obstacles importants à la libre circulation des capitaux propres, élément fondamental de la détermination du coût du capital.

En outre, même si les marchés étaient totalement intégrés, le prix des capitaux varierait d'un pays à l'autre. Certaines économies, et donc leurs entreprises représentatives, comportent intrinsèquement plus de risques que d'autres. Un marché des capitaux totalement international tiendrait compte de cet écart de risque pour le coût du capital dans les différents pays : les entreprises basées dans des pays où les risques sont plus importants paieraient plus. Ce rapport entre le risque et le rendement étaye de nombreuses théories financières. La section économique de tous les quotidiens présente d'ailleurs des exemples de son fonctionnement au sein d'un pays donné. Ce facteur ne disparaîtrait pas pour l'unique raison de la globalisation des marchés.

Cinquième mythe : On ne peut rien faire quant au coût du capital

Les économistes qui préconisent le laisser-aller ont l'habitude de dire qu'un problème comme le coût du capital ne peut ni ne doit être influencé par les politiques gouvernementales. D'autres considèrent le problème comme un fardeau exclusivement canadien que nos entreprises doivent accepter. Ceux qui considèrent en fait le coût du capital comme un désavantage naturel pour lequel les solutions sont limitées assurent que tout ce que nous pouvons faire pour aider les entreprises qui en souffrent est de faire baisser les taux d'intérêt et de réduire le déficit.

Pourtant, le coût élevé du capital au Canada n'est pas un accident malheureux. Il ne faut pas non plus le considérer comme un désavantage naturel. En fait, il reflète le risque plus élevé couru par les investisseurs au Canada, risque plus élevé qui, dans un marché libre, nécessite un rendement plus élevé. Ce niveau de risque est lié à notre structure industrielle et à des facteurs macro-économiques : notre économie dépend en grande partie de secteurs cycliques; notre croissance est moins constante que celle de nos concurrents; et notre taux d'inflation est supérieur et plus volatile.

Il est évident que la modification de ces facteurs économiques sous-jacents représente une tâche ardue et de longue haleine. Mais les entreprises et le gouvernement peuvent prendre certaines mesures pour améliorer la situation à court terme tout en contribuant à la régler à long terme.

Les entreprises peuvent réduire leur propre coût du capital de plusieurs manières; cependant, leur tâche principale est de s'attaquer à l'autre volet de l'équation : accroître les rendements suffisamment pour qu'ils soient supérieurs au coût du capital. La plupart des entreprises ont la possibilité d'accroître leur productivité, d'améliorer leur service à la clientèle et de perfectionner la manière dont elles emploient leurs employés qualifiés.

Si les entreprises font leur part, que peut faire le gouvernement? La chose la plus utile que le gouvernement peut faire est d'améliorer la situation économique générale du Canada, donc de diminuer les risques en maîtrisant l'inflation et en assurant une croissance forte et constante, avec un taux de change adéquat et stable. Bien sûr, il s'agit là du but de presque tous les gouvernements dans une économie de marché, et plusieurs ont constaté qu'il s'agissait d'un objectif utopique.

Les gouvernements peuvent aussi utiliser certains leviers de décision pour assurer un coût du capital moins élevé pour des entreprises, des secteurs ou des projets de type précis. Au Japon, en Corée et à Taiwan, de tels programmes ont permis de cibler les secteurs d'activité économique à privilégier.

Nous allons examiner dans le chapitre suivant ces politiques et leurs conséquences sur la croissance économique et le développement industriel.

Chapitre II

LE COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

COMMENT LES ENTREPRISES OBTIENNENT DES CAPITAUX

Au niveau le plus simple et le plus général, toutes les entreprises fonctionnent de la même manière. Elles persuadent des investisseurs de leur fournir de l'argent, qu'elles investissent dans leurs activités. Elles gèrent ensuite ces activités de manière à obtenir des bénéfices suffisants pour verser un rendement satisfaisant à ces investisseurs.

Il existe deux principales sources de capitaux pour une entreprise : les capitaux propres obtenus par le truchement de la bourse ou fournis par des particuliers ou des organisations désireuses d'investir dans l'entreprise; et la dette contractée auprès de banques ou d'autres institutions ou obtenue par l'émission d'effets de commerce.

Chacune de ces sources de financement engendre des coûts. Le coût du capital de l'entreprise est la moyenne du coût de sa dette et de ses capitaux propres, au prorata du montant de chacun. Nous allons montrer dans le présent chapitre que le Canada est parmi les pays où le coût du capital est élevé.

MESURE DU COÛT DU CAPITAL

Il n'est pas facile de comparer le coût du capital de plusieurs pays. C'est pourquoi nous avons adopté un certain nombre de méthodes, dont des études de cas d'entreprises et l'analyse d'économies nationales dans leur ensemble. Nous avons complété cela en interrogeant des économistes et des représentants d'institutions financières et de gouvernements canadiens et étrangers. (Voir la liste de ces organisations à l'Annexe A.)

Il est assez simple de calculer la composante appelée dette du capital : il s'agit du coût des intérêts payés par l'entreprise sur les sommes qu'elle emprunte, une fois pris en considération les avantages fiscaux à sa disposition qui lui permettent de traiter ces intérêts comme des frais déductibles.

Le coût des capitaux propres est plus difficile de préciser. Ce sujet a été au cœur de discussions animées parmi les universitaires et les économistes qui tentaient de faire des comparaisons entre pays. Par définition, il s'agit du taux de rendement minimal que les investisseurs exigent de leurs actions. Cependant, il n'est pas aisé d'établir une valeur numérique. Tout comme les détenteurs de titres d'emprunt, les actionnaires investissent dans une entreprise en vue d'obtenir un rendement sur leur investissement. Par contre, ce rendement n'est ni assuré ni connu à l'avance. Les actionnaires obtiennent ce qui reste une fois que tous les frais, dont les intérêts et les impôts, ont été payés. Ce montant est très variable d'une période à l'autre et d'une entreprise à l'autre.

Au lieu de nous fier à une méthode unique, nous avons décidé de suivre deux méthodes quantitatives distinctes pour estimer le coût des capitaux propres à l'échelle des pays. La première de ces méthodes a été élaborée par la Federal Reserve Bank of New York et se sert de l'inverse du ratio cours-bénéfices pour les bourses d'un pays comme base d'estimation du coût moyen des capitaux propres. La deuxième méthode examine le taux de rendement théorique qu'il est probable que les investisseurs exigent pour investir dans des capitaux propres dans un pays (nous l'appelons le modèle du rendement requis par l'actionnaire, RRA). À notre avis, chacune des deux méthodologies permet de "contrôler" l'autre. En fait, toutes deux ont donné des résultats cohérents pour tous les pays, sauf l'Australie. (Voir l'analyse plus détaillée de ces deux méthodologies à l'Annexe D.)

Dans le but de comparer ce qu'est le coût du capital au Canada, nous avons axé notre recherche sur sept de ses concurrents :

- Les États-Unis, notre principal partenaire commercial
- Le Japon, nouvelle superpuissance économique
- L'Allemagne, puissance économique dominante en Europe
- Le Royaume-Uni, qui a des liens étroits avec le Canada
- L'Australie, dont la structure économique est similaire à celle du Canada (marché intérieur restreint et prédominance des richesses naturelles)

- La Corée du Sud et Taiwan, deux pays asiatiques en voie d'industrialisation

La somme des informations disponibles pour effectuer ces comparaisons est très variable selon le pays. Nous avons pu procéder à une analyse quantitative pour le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, le Japon et l'Australie. Nous ne disposons pas de données quantitatives suffisantes pour la Corée et Taiwan, mais les éléments qualitatifs et anecdotiques nous ont permis de discerner assez nettement que le coût du capital y est nettement moins élevé pour les principales entreprises locales présentes sur les marchés internationaux.

LA SITUATION D'ENSEMBLE DU CANADA

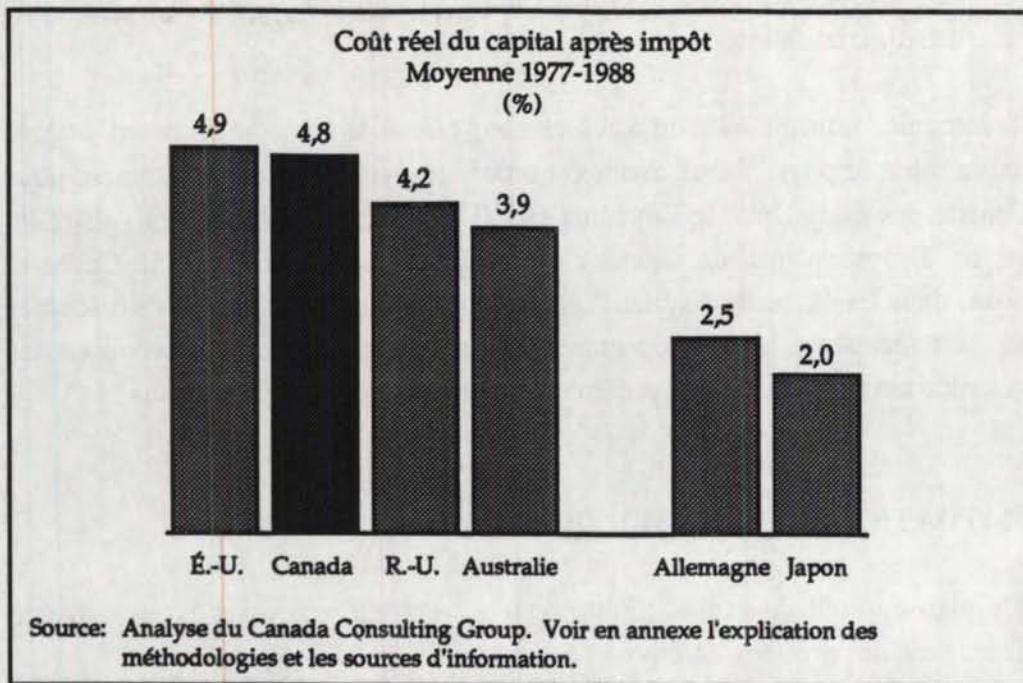
Sur le plan du coût du capital global pour les entreprises, nous avons constaté qu'il existe deux groupes de pays :

- Le groupe où le coût du capital est élevé qui comprend, outre le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni.
- Le groupe où le coût du capital est peu élevé qui comprend le Japon et l'Allemagne.

L'Australie constitue un cas à part, que nous traiterons séparément.

Les résultats de notre recherche révèlent que, parmi les pays étudiés, entre 1977 et 1988, le Canada s'est classé au deuxième rang pour le coût du capital le plus élevé. (Voir la Pièce II.1) (Voir l'analyse détaillée du calcul de ces coûts à l'Annexe E.)

Pièce II.1



ÉVÉNEMENTS RÉCENTS AU JAPON ET EN ALLEMAGNE

Les statistiques sur lesquelles se base l'analyse sous-jacente à cette figure ont maintenant plus de trois ans, en raison du délai écoulé avant leur divulgation et du moment choisi pour notre recherche. Ceci suscite une question pertinente: depuis, le coût du capital a-t-il beaucoup évolué dans les différents pays?

Il est certain que les marchés financiers japonais ont été le théâtre d'événement importants. L'indice Nikkei, qui reflète le cours des actions à la bourse de Tokyo, a chuté d'environ 40 p. 100 en 1990 et a continué à décliner en 1991 et au début de 1992, quoiqu'à un rythme moins vertigineux. Il se trouve maintenant à un niveau correspondant à celui observé en 1986.

Cette chute pourrait s'expliquer par le fait que le coût du capital aurait augmenté au Japon, ce qui aurait fait augmenter le taux auquel les investisseurs escomptent implicitement les gains futurs, et donc diminuer la valeur des actions. Cependant, si les gains de l'entreprise chutent ou si une telle chute est anticipée dans le futur par rapport aux niveaux prévus antérieurement, le cours des actions diminuerait aussi, même sans hausse du coût du capital.

L'ensemble des données démontrent clairement qu'il n'y a pas eu au Japon une hausse du coût du capital suffisante pour combler de manière sensible l'écart qui sépare le Japon et le Canada en ce domaine.

Premièrement, même si l'on attribue la totalité de la chute de l'indice Nikkei à une augmentation du coût du capital, celui-ci demeurerait au Japon bien inférieur à ce qu'il est au Canada. Pour calculer cet écart avec précision, il faudrait reprendre une grande partie du travail accompli dans le cadre de la présente étude. Par contre, il est possible d'obtenir un résultat approximatif assez précis. La chute de l'indice Nikkei entre la fin de 1988, date de la fin de notre étude, et la fin de 1991, ferait augmenter le coût des capitaux propres japonais de moins de 1 p. 100, et le coût du capital d'environ la moitié, ce qui est loin de suffire à réduire l'écart entre le Japon et le Canada.¹

Il est toutefois plus important de souligner que la chute de l'indice semble être entraînée par la baisse des bénéfices anticipés plutôt que par l'augmentation du coût du capital.

Les bénéfices des entreprises japonaises ont subi une chute brutale. Pendant les années soixante-dix et quatre-vingt, les bénéfices réels ont fortement augmenté au Japon : en 1989, ils avaient doublé par rapport à 1980 et quadruplé par rapport à 1970. Puis, en 1990, l'augmentation des bénéfices des entreprises a ralenti, dépassant à peine 0,5 p. 100, tandis qu'en 1991, les bénéfices ont baissé d'environ 14 p. 100.

¹ Ceci suppose qu'il n'y a eu aucun autre changement qui réduirait ou accentuerait les répercussions qu'a un simple changement du ratio B-C au Japon sur le coût réel des capitaux propres. À notre connaissance, il n'y a pas eu de tels changements. En outre, le ratio B-C a baissé au Canada, à cause de la récession économique. Ceci ne constitue cependant pas un élément propice à la baisse du coût du capital au Canada. Il s'agit plutôt du reflet d'un phénomène observé au début des années quatre-vingt. Lorsque les bénéfices baissent, en raison de la nature cyclique de notre économie, les ratios cours-bénéfice augmentent. Les investisseurs savent que les faibles bénéfices au bas du cycle ne représentent pas le potentiel réel des actions qu'ils achètent. Ils quantifient la valeur des actions d'après les bénéfices anticipés, qui sont très supérieurs aux chiffres les plus récents. Ainsi, le coût des capitaux propres étant constant, les ratios C-B sont augmentés par la différence entre les bénéfices observés et les bénéfices plus "habituels", et le ratio B-C diminue proportionnellement.

Cette chute des bénéfices pourrait expliquer à elle seule l'effondrement des cours de la bourse. Cependant, ce sont les prévisions des bénéfices futurs qui mènent le marché. Les prévisions pour 1992 et à plus long terme ne laissent pas entrevoir un retour rapide à la forte croissance des années quatre-vingt. Les États-Unis, principal partenaire commercial du Japon, connaissent une récession qui, bien que moins aiguë que celle de 1981-1982, semble vouloir persister et a provoqué une crise de confiance. Et même lorsque la récession sera terminée, la plupart des observateurs laissent entendre que la croissance sera moins forte qu'il y a dix ans. Par ailleurs, certaines inquiétudes portent plus précisément sur le Japon. L'immobilier y a baissé, ce qui a diminué l'actif des entreprises, en particulier des banques. Cela met davantage de pression sur les banques qui ont du mal à atteindre les niveaux de capitaux propres requis par la BRI. Les pessimistes voient là un risque de contraction de l'offre de crédit et la poursuite de la baisse du taux de croissance japonais.

En outre, ce resserrement du crédit se produit exactement au moment où de nombreuses grandes entreprises japonaises ont besoin de capitaux pour racheter les bons de souscription qui leur avaient servi à financer leur croissance. Les entreprises ont contracté des dettes et émis des bons de souscription que le prêteur pouvait choisir de convertir en capitaux propres. En période de hausse des cours de la bourse, ceci signifiait en fait que la dette n'était jamais refinancée ni remboursée. Le cours de l'action atteignait un niveau bien supérieur au cours de conversion, de sorte que les détenteurs de titres d'emprunt convertissaient leurs prêts en actions au lieu de demander à être remboursés. Actuellement, pour bon nombre d'entreprises, le cours de l'action se situe bien en-deçà du prix de levée d'option. Les prêteurs demanderont donc à être remboursés.

Dans de telles circonstances, sans compter les inquiétudes face aux conséquences de la concurrence accrue des pays en cours d'industrialisation d'Asie du Sud-est, les attentes des investisseurs au Japon ont baissé par rapport aux temps plus glorieux de la fin des années quatre-vingt. Une telle baisse à elle seule, sans supposer une hausse du coût du capital, a eu des effets très graves sur le marché. Par exemple, si les investisseurs qui, en 1989 prévoyaient que les bénéfices continueraient à croître à un taux similaire à celui des années quatre-vingt, ont corrigé leurs attentes et prévoient une croissance en termes réels de 5 p. 100 par an "seulement", le cours des actions baisserait d'environ 40 p. 100.

Ainsi, même si une augmentation marginale du coût du capital au Japon est possible, rien ne nous indique que les changements intervenus en 1989 et

ultérieurement aient modifié le fait que le coût du capital est nettement inférieur au Japon qu'au Canada.

Comme nous l'explicitons plus loin, la conclusion correspond à la compréhension des facteurs sous-jacents du coût du capital. Ces facteurs n'ont pas véritablement changé : il en est donc sans doute du même pour le coût du capital.

La question des répercussions sur le coût du capital des événements récents survenus en Allemagne apparaît plus complexe. À court terme, il est probable que le coût du capital sera légèrement supérieur à ce qu'il a été. Il est évident que les coûts de la réunification sont élevés. Le gouvernement fédéral a choisi de les financer sans augmenter les impôts ou diminuer les autres dépenses. La Bundesbank a réagi en adoptant une politique monétaire serrée pour faire contrepoids à la stratégie fiscale relâchée du gouvernement. Ceci a entraîné la hausse des taux d'intérêt à court terme, et donc du coût des emprunts. En conséquence, il y a sans doute eu une légère hausse du coût du capital à court terme.

Les conséquences de la réunification sur le coût du capital à *long terme* sont plus compliquées. Les problèmes de l'ancienne Allemagne de l'Est sont gigantesques, même pour une économie aussi forte que celle de l'ancienne Allemagne de l'Ouest. Ceci pourrait faire augmenter les risques économiques, et par conséquent le coût du capital. Par contre, au même moment, l'ouverture de l'Europe de l'Est offre à l'Allemagne des perspectives plus intéressantes à long terme. En outre, les facteurs de stabilité qui ont permis de maintenir le coût du capital à un niveau peu élevé demeurent en place, et semblent aussi solides dans l'Allemagne unifiée que dans l'ancienne Allemagne de l'Ouest : les relations institutionnelles entre les banques et les entreprises et les politiques fermes de la Bundesbank de lutte contre l'inflation et de stabilisation de la monnaie.

Ainsi, rien ne semble indiquer que les événements spectaculaires des deux dernières années feront augmenter de manière sensible le coût du capital en Allemagne. Donc, bien que nous ayons analysé des données datant de 1987-1988, nous pensons que nos conclusions sont toujours valables en ce qui concerne le contexte financier actuel. Le coût du capital est plus élevé au Canada que chez certains de ses principaux concurrents.

Nous avons démontré la différence du coût en capital au niveau de notre économie globale; elle se retrouve également à l'échelle des entreprises. Nous avons étudié le coût du capital de 60 entreprises canadiennes et de plus de 100 de leurs concurrentes étrangères. Les résultats prouvent que nos entreprises sont nettement désavantagées par rapport aux entreprises japonaises dans presque tous les secteurs industriels.

Comparaisons entre entreprises

Le fait que le coût du capital moyen soit plus élevé au Canada que dans d'autres pays n'est pas forcément significatif. Le coût du capital peut varier considérablement selon les secteurs, de sorte qu'il est possible que des différences de coût moyen entre deux pays reflètent simplement une combinaison différente des secteurs dans chacune des économies.

Par exemple, les bénéfices des entreprises axées sur les ressources naturelles sont habituellement nettement plus cycliques que ceux de la plupart des autres industries. Y investir est donc plus risqué, ce qui augmente le coût du capital pour ce type d'entreprises. L'économie canadienne étant plus dépendante que les autres des entreprises axées sur les ressources naturelles, même si le coût du capital moyen y est élevé, il est possible que certaines entreprises ne soient pas désavantagées par rapport à leurs concurrentes étrangères du même secteur.

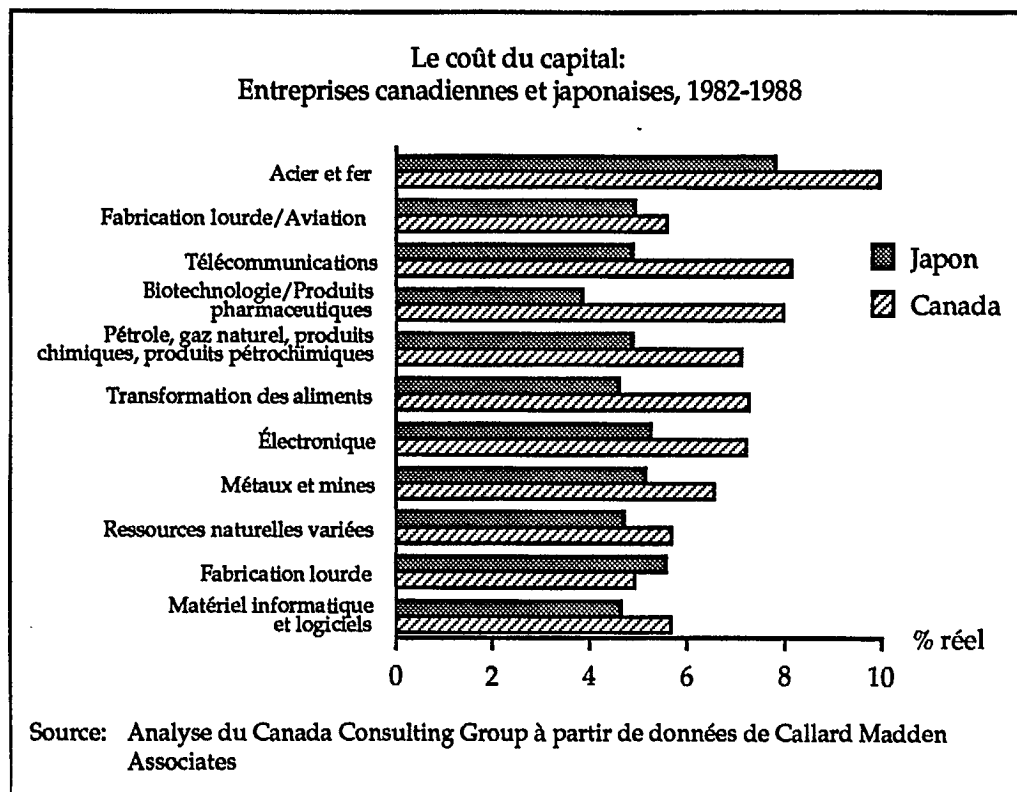
De plus, la concurrence se fait à l'échelle des entreprises et non des économies nationales. C'est pourquoi il importe de déterminer si le coût du capital moyen plus élevé au Canada se traduit en un handicap en ce domaine pour les entreprises canadiennes. Nous avons donc eu recours à une troisième méthodologie pour analyser le coût du capital des entreprises canadiennes et de leurs concurrentes étrangères. Cette analyse démontre que le coût du capital plus élevé au Canada se retrouve au niveau des entreprises; il ne s'agit pas d'une bizarrerie statistique qui reflète la structure économique différente des divers pays étudiés. La Pièce II.2 compare les entreprises canadiennes et japonaises de notre échantillon.

Ainsi, le Canada fait partie des pays où le coût du capital est élevé, tant à l'échelle des pays qu'à celle des entreprises.

Les conversations que nous avons eues avec les dirigeants d'entreprises des divers pays en vue de savoir ce qu'ils pensent de l'investissement et des taux de

rendement requis et comment les concurrents des groupes à coût élevé ou peu élevé se considèrent les uns les autres ont fourni des informations peut-être encore plus convaincantes. Nous les présentons dans le chapitre suivant.

Pièce II.2

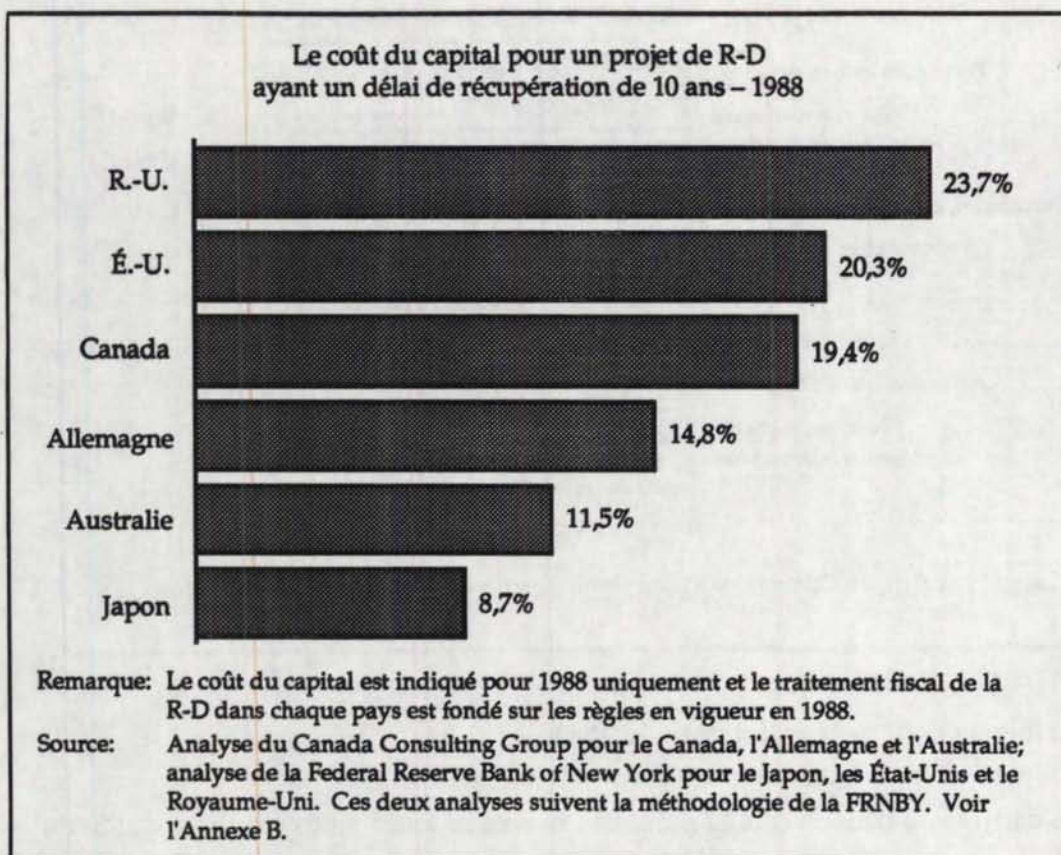


Évaluer le coût du capital pour la R-D

Les chiffres du coût en capital présentés ci-dessus sont fondés sur l'évaluation du coût du capital au niveau de l'investisseur, une fois les impôts des sociétés et des particuliers payés. C'est à ce niveau qu'il faut évaluer le coût comparatif du capital dans des pays différents, mais ce n'est pas le niveau auquel les dirigeants d'entreprises ont l'habitude d'estimer les risques et les rendements de leurs investissements. En fait, une différence d'un ou deux points de pourcentage dans le coût du capital global peut être sensiblement amplifiée si l'on analyse un projet d'investissement précis avec ses propres marges brutes d'autofinancement et ses propres traitement fiscaux.

Pour illustrer les effets du coût du capital sous-jacent sur un investissement à long délai de récupération, nous avons calculé le coût du capital d'un projet de R-D comportant un délai de récupération de 10 ans entamé en 1988 dans chacun des pays examinés. Les résultats exposés à la Pièce II-3 montrent que, dans un tel cas, il fallait à l'entreprise canadienne un rendement de 19,4 p. 100 pour pouvoir récupérer le coût du capital, contre un rendement de 8,7 p. 100 pour l'entreprise japonaise.

Pièce II.3



L'Australie, où le traitement fiscal de la R-D est remarquablement avantageux (déduction fiscale de 100 p. 100) est parvenue à ramener le coût du capital des projets de R-D à un chiffre inférieur à celui de l'Allemagne, 2,8 points seulement au-dessus de celui du Japon. Lors des entrevues, les représentants de grandes multinationales présentes au Canada et en Australie ont cité plusieurs fois le généreux traitement fiscal de la R-D comme un avantage pour ce dernier pays. Au Canada, le crédit d'impôt de 20 p. 100 pour la R-D est intéressant, en comparaison à ce qui se fait aux États-Unis ou au Royaume-Uni, mais il ne suffit

pas à combler l'écart de coût du capital entre le Canada et le Japon ou l'Allemagne.

La Corée et le Taiwan :
Diminuer le coût du capital
pour les industries exportatrices

Notre analyse du coût du capital au Japon et en Allemagne révèle que toutes les firmes de ces pays profitent d'un coût du capital généralement inférieur. Cependant, il y a des économies où le coût du capital global peut être élevé mais où, grâce à des mesures gouvernementales, il peut être à un niveau avantageux pour certains secteurs ou certaines entreprises. Il s'agit naturellement d'une forme de subvention, et d'autres parties de l'économie doivent payer des coûts plus élevés, au moins à court terme, pour la rendre possible.

Durant l'après-guerre, le Japon a prôné la diminution du coût du capital pour certaines industries exportatrices désignées. Cela a été rendu possible par le plafonnement des rendements offerts aux épargnants et par l'attribution des capitaux disponibles à des taux d'intérêt différentiels. Les industries exportatrices favorisées comme la métallurgie et l'automobile ont bénéficié de capitaux à faible coût alors que les secteurs visant exclusivement le marché intérieur comme la vente au détail ou la promotion immobilière payaient des taux supérieurs.

Le Japon a commencé à délaisser le système d'attribution des capitaux à des taux différentiels, cédant à la pression des autres pays et admettant que de telles subventions du coût en capital ne s'imposent plus. Toutefois, une nouvelle génération de pays en voie d'industrialisation, dont Taiwan et la Corée du Sud, ont suivi l'exemple japonais et instauré des systèmes financiers qui assurent des capitaux à coût peu élevé aux secteurs exportateurs choisis, au détriment des épargnants et des secteurs ne desservant que le marché national. Il est peu probable que Taiwan ou la Corée soient désavantagées par rapport au Canada sur le plan du coût du capital global, mais il est certain qu'elles ont acquis un avantage en cette matière pour certaines industries, comme l'acier et l'électronique.

La Corée du Sud et Taiwan ont recours à divers instruments réglementaires pour maintenir des marchés boursiers assez fermés. Ces pays s'assurent ainsi un contrôle strict de la répartition des capitaux. En fonction des priorités du pays,

des capitaux sont attribués à des taux très bas à des entreprises sélectionnées ou à des types de projets précis (p. ex. un projet améliorant l'infrastructure exportatrice du pays). Les entreprises canadiennes sont en concurrence avec plusieurs de ces entreprises qui ont accès à des capitaux à coût très bas et sont donc désavantagées au plan du coût du capital de par cette répartition artificielle des fonds.

"Nous étions en concurrence avec une compagnie taiwanaise pour une soumission d'achat. Ils ont fait une offre ridiculement élevée. Nous avons cherché comment ils avaient pu présenter une telle offre, et avons trouvé que c'était parce qu'ils avaient reçu du capital à coût minime de leur gouvernement."

Dirigeant d'une industrie de produits chimiques

Les modèles de développement suivis par le Japon, la Corée et Taïwan vont à l'encontre des normes conventionnelles de l'économie. Au début de l'industrialisation du Japon, après la guerre, ce n'était pas le marché, mais le gouvernement, qui répartissait les capitaux disponibles. Des années cinquante jusqu'au début des années quatre-vingt, le ministre des Finances et la Banque du Japon ont maintenu un contrôle strict du système bancaire. En contrôlant le système financier et en développant un système d'épargne postale de très grande envergure, le gouvernement a été en mesure de limiter les rendements assurés aux épargnants et de décider de la répartition des fonds.

La Pièce II.4 illustre l'éventail des réglementations utilisées au Japon et en Corée pour assurer ce contrôle : réglementation des taux d'intérêt sur les dépôts, des taux de crédit, des taux de change et des mouvements de capitaux. Le système japonais maintenait le coût du capital d'ensemble à un niveau inférieur à celui qui aurait été atteint, puis répartissait le capital disponible à des coûts différentiels aux industries axées sur l'exportation sélectionnées.

Pièce II.4

Réglementation des capitaux au Japon et en Corée		
	Japon	Corée
Contrôle du système bancaire par le gouvernement	<ul style="list-style-type: none"> Le ministre des Finances et la Banque du Japon ont contrôlé strictement et ont défini la stratégie économique et la répartition du crédit jusque dans les années quatre-vingt 	<ul style="list-style-type: none"> Le gouvernement possédait et contrôlait toutes les banques commerciales et répartissait le crédit La privatisation des années quatre-vingt n'a pas fait disparaître le contrôle
Réglementation des taux sur les dépôts	<ul style="list-style-type: none"> Taux d'intérêt sur les dépôts importants (plus d'un milliard de yens) réglementés jusqu'en 1985 Dépôts de moindre importance, y compris par l'épargne postale, réglementés En 1986, environ 80 p. 100 des dépôts étaient assujettis à des taux d'intérêt réglementés 	<ul style="list-style-type: none"> Taux sur les dépôts réglementés et maintenus à des niveaux très faibles
Réglementation des taux sur les emprunts	<ul style="list-style-type: none"> Taux d'intérêt strictement réglementés durant l'après-guerre Plafonnement réglementaire des taux pour les emprunts à court terme Taux d'intérêt à long terme établis par les banques d'après le taux préférentiel réglementé 	<ul style="list-style-type: none"> Les coûts de la dette intérieure étaient supérieurs aux coûts de la dette à l'étranger; une politique de taux d'intérêt multiples a été instaurée, par contrôle gouvernemental Industries et investissements sélectionnées pour des prêts à long terme à des taux d'intérêt favorables
Réglementation des taux de change et des sorties de capitaux	<ul style="list-style-type: none"> La Loi sur le contrôle du taux de change et du commerce extérieur de 1949 interdisait toutes les transactions avec l'étranger; elle a permis de maintenir des taux d'intérêt peu élevés dans le pays et d'éviter les fuites de capitaux Marchés financiers intérieurs et étrangers séparés grâce au contrôle des changes Restriction des comptes de dépôt en devises étrangères La libéralisation des contrôles a commencé en 1980 	<ul style="list-style-type: none"> Loi adoptée en 1960 pour limiter les sorties de capitaux Maintien d'un régime de taux de change multiples (exportations subventionnées) Exportation encouragées grâce à un won dévalué et à des taux d'intérêt intérieur peu élevés, pour éviter les fuites de capitaux

Sources: Analyses et entrevues du Canada Consulting Group et *Asia's Next Giant*, Amsden; *The Financial System*, Suzuki; *Inside Japanese Financial Markets*, Viner

Tel qu'exposé à la Pièce II.5, les principales industries qui ont besoin de capitaux, comme l'acier, l'industrie chimique et l'automobile étaient des cibles pour le développement et ont eu droit à des capitaux à faible coût dans les années cinquante et soixante. Durant les années soixante-dix, des capitaux à faible coût ont été versés à des entreprises exportatrices dans des industries nouvelles fondées

sur les connaissances notamment dans l'informatique, les semi-conducteurs et le matériel de télécommunication.

Pièce II.5

Investissements sélectionnés pour recevoir des capitaux à faible coût	
Pays	Domaines bénéficiant de capitaux à faible coût
Japon	<ul style="list-style-type: none"> • Industries de base ayant besoin de beaucoup de capitaux choisies pour le développement dans les années cinquante et soixante: <ul style="list-style-type: none"> - acier, chantier navals, industrie chimique et automobile - firmes vouées à l'exportation • Accent mis sur les capacités du Japon dans les industries fondées sur les connaissances dans les années soixante-dix: <ul style="list-style-type: none"> - ordinateurs, semi-conducteurs, produits chimiques spécialisés, machines-outils et matériel de télécommunication - firmes vouées à l'exportation • Firmes liées à un keiretsu favorisées, importants investissements dans l'infrastructure
Corée du Sud	<ul style="list-style-type: none"> • Industries de base ayant besoin de beaucoup de capitaux dans les années soixante-dix: <ul style="list-style-type: none"> - chantiers navals, machinerie, acier • Activités de haute technologie et exigeant une qualification accrue dans les années quatre-vingt: <ul style="list-style-type: none"> - électronique grand public, technologie de l'information, ordinateurs, automobile • Chaebol favorisées au détriment des petites firmes • Firmes vouées à l'exportation • Importants investissements dans l'infrastructure
Taïwan	<ul style="list-style-type: none"> • Industries de base ayant besoin de beaucoup de capitaux dans les années soixante-dix: <ul style="list-style-type: none"> - acier, ciment, aluminium • Activités exigeant une qualification accrue dans les années quatre-vingt: <ul style="list-style-type: none"> - matériel de télécommunication, ordinateurs, automobile et pièces d'automobile • Firmes vouées à l'exportation • Importants investissements dans l'infrastructure

Source: Analyse du Canada Consulting Group, entrevues et documents de planification gouvernementale

La Corée du Sud s'est fortement inspirée de la structure financière japonaise. Par exemple, en Corée du Sud, le gouvernement possédait et contrôlait les banques commerciales jusqu'au début des années quatre-vingt. Dans les faits, il exerce encore ce contrôle. Grâce à cette mainmise sur le secteur financier, il peut attribuer des fonds à des taux favorables aux *chaebol*, les grandes groupes industriels coréens voués à l'exportation, qui sont le principal vecteur

d'industrialisation du pays. Même si tous les exportateurs pouvaient bénéficier du crédit subventionné pour leur fonds de roulement, seules les firmes et les industries sélectionnées avaient droit à des capitaux à long terme à taux d'intérêt favorable (Pièce II.5).

Les taux sur les épargnes des particuliers en Corée sont réglementés à un niveau peu élevé, et la politique gouvernementale de taux d'intérêt multiples favorise les industries, les investissements et les exportations sélectionnés. En outre, la législation limite les sorties de capitaux et les investissements étrangers directs, ce qui confère aux Coréens le contrôle requis pour s'assurer que les investissements nécessaires à la croissance sont bien effectués.

Ce processus de répartition n'a pas été sans inconvénients. L'aide a souvent été apportée aux conglomérats chaebol aux dépens d'autres entreprises ou d'autres industries. Par exemple, dans le secteur de la machinerie, les trois principaux chaebol, les groupes Hyundai, Samsung et Daewoo, ont bénéficié de fonds à faible coût et de subventions au détriment de plusieurs petites entreprises à la compétence bien établie. Dans le domaine des chantiers navals, sept petites entreprises d'expérience ont été écrasées, et parfois acculées à la faillite, par l'aide gouvernementale apportée au groupe Hyundai.²

Taiwan impose des contrôles similaires sur les capitaux et les investissements. Dans les premières années du règne du Kuomintang, l'économie et le système financier étaient soumis à un contrôle strict. Les banques étaient en fait des ramifications du ministère des Finances : leurs dirigeants étaient des fonctionnaires appliquant une stratégie bien précise.

La rémunération des dépôts, les taux de change, les taux d'intérêt et les investissements étrangers directs sont sévèrement réglementés. Le taux d'intérêt fixé par le gouvernement sur les dépôts était de 3,5 p. 100 en 1989 et, jusqu'en 1987, les particuliers devaient obtenir la permission de la banque centrale pour sortir du pays quelque montant que ce soit, ou presque. En outre, grâce à son taux d'épargne très élevé, (plus de 37 p. 100 du PIB) Taiwan ne dépend pas de l'étranger pour son programme d'investissement. Ces mesures ont permis à des milliers de petites entreprises de Taiwan de croître et de créer de la richesse, grâce à un coût du capital peu élevé.

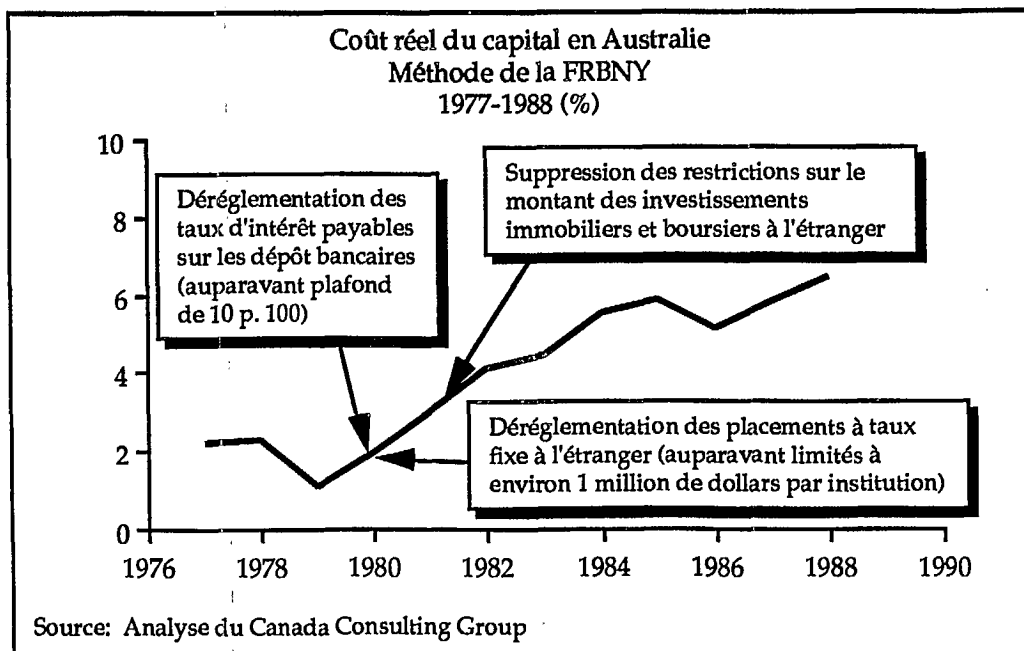
² Amsden, Alice H., *Asia's Next Giant* (1989).

Ce type de réglementation des marchés financiers ne peut se prolonger indéfiniment, comme le prouve la déréglementation entamée au Japon. Les entreprises et les industries cibles de Corée ne peuvent continuer à recevoir des fonds à coût préférentiel au détriment des autres éléments de l'économie. Les forces intérieures ou extérieures finiront pas exiger la déréglementation ou l'adoption de prix dictés par les marchés. D'ailleurs, la Corée et Taiwan ont débuté une déréglementation modérée de leurs marchés financiers. Cependant, tant qu'un système équitable n'aura pas été instauré, les entreprises canadiennes seront désavantagées face aux entreprises coréennes et taiwanaises bénéficiant d'un coût du capital avantageux.

Un cas à part : l'Australie

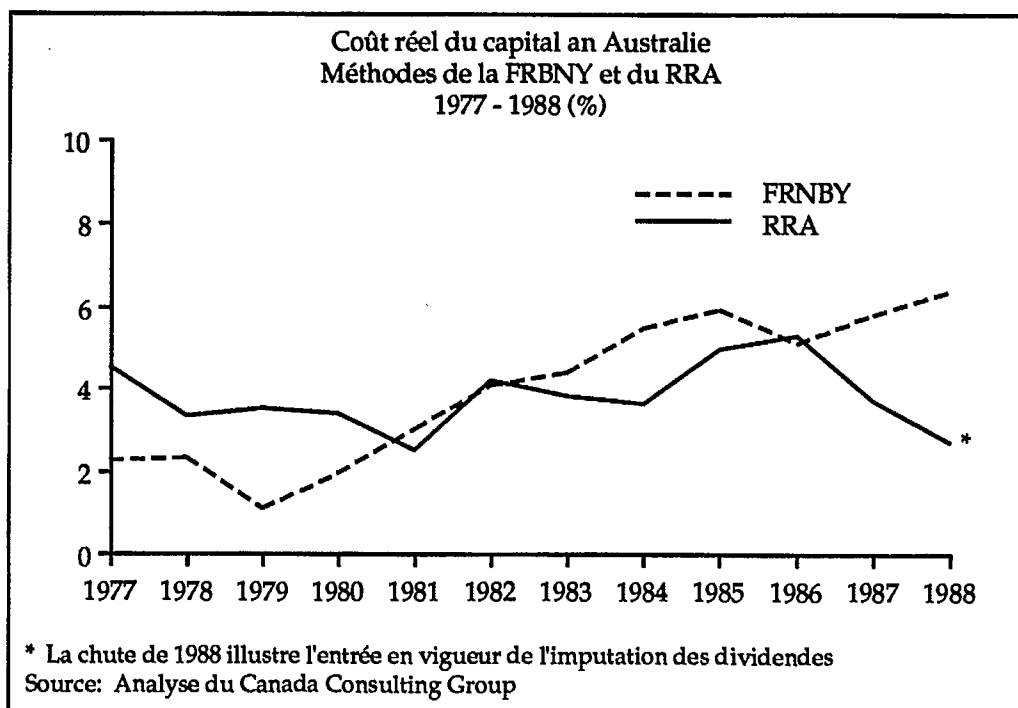
Tout comme le Japon, la Corée et Taiwan, l'Australie a utilisé des mécanismes de contrôle financier pour réduire le coût du capital. Mais contrairement à ces pays, elle n'a pas explicitement maintenu le coût du capital à un faible niveau pour des raisons de développement industriel. De par ces contrôles, l'Australie constitue un cas à part parmi les pays analysés. En moyenne, au cours de la période de douze ans allant de 1977 à 1988, l'Australie appartient au groupe à coût du capital élevé. Pourtant, pendant la période allant de 1977 à 1982, le coût du capital en Australie était bas, si bas même qu'il s'approchait des niveaux observés au Japon et en Allemagne. Après la déréglementation des taux d'intérêt, en particulier sur les dépôts, et la suppression du contrôle des capitaux en 1980 et 1981, le coût du capital a augmenté régulièrement jusqu'à la fin de 1988. La Pièce II.6 illustre cette tendance.

Pièce II.6



Quand des contrôles et des réglementations entravent la libre circulation des capitaux, le rendement exigé par un investisseur est en réalité "subventionné" par d'autres secteurs de l'économie. Cette subvention se traduit en un coût du capital inférieur au marché. Théoriquement, les exigences de l'investisseur et le prix du marché devraient être égaux. La comparaison du coût du capital et du rendement requis par l'actionnaire (RRA) révèle les effets de cette subvention. Les chiffres du marché (ou de la FRBNY) indiquent le coût du capital pour les entreprises pendant la période de réglementation, alors que le RRA est le coût du capital qui se justifierait, s'il n'y avait en Australie ni contrôles ni réglementation restrictive. La Pièce II.7 illustre le coût du capital dans les deux cas.

Pièce II.7

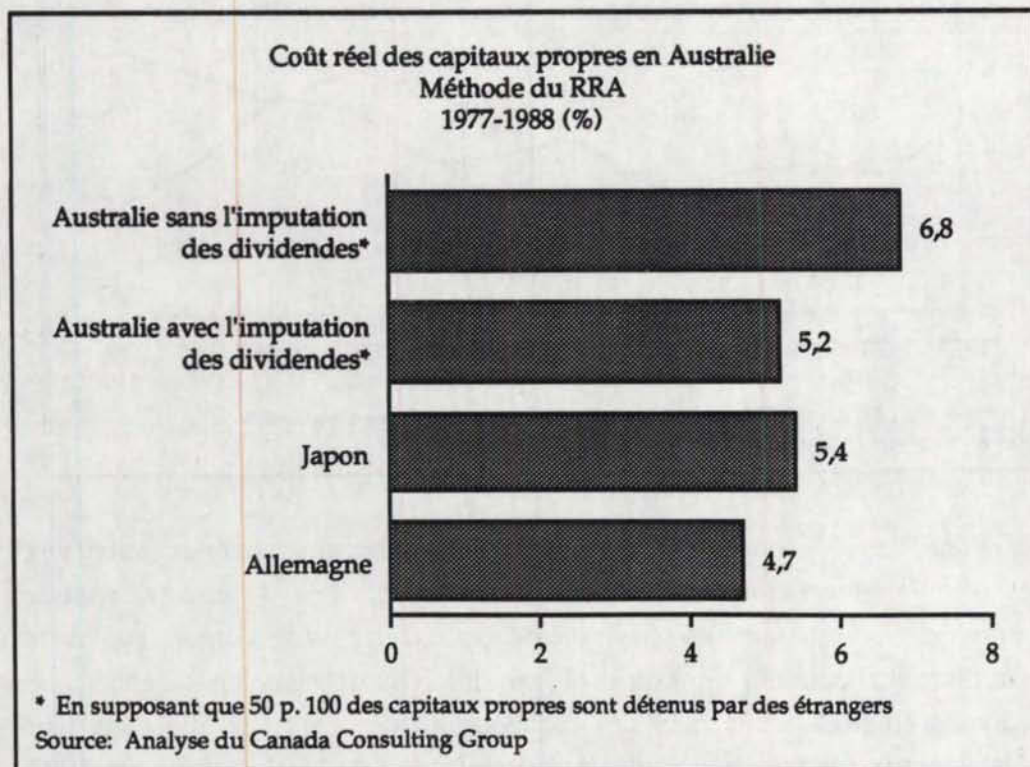


Pendant que, dans les années quatre-vingt, les entreprises australiennes étaient aux prises avec l'augmentation constante du coût du capital, il est devenu évident que bon nombre d'investissements passés ne généraient pas un rendement supérieur au coût du capital courant. En fait, la plupart des 20 entreprises australiennes que nous avons étudiées, dans bien des cas pourtant des chefs de file dans leur secteur, n'ont pas été en mesure de récupérer le coût de leur capital entre 1982 et 1988, en raison de la combinaison de la hausse du coût du capital, de la réduction des tarifs douaniers et du durcissement de la concurrence globale.

Pour remédier aux problèmes vécus par bien des entreprises australiennes à cause de cette convergence de facteurs, le gouvernement a récemment pris des mesures visant à réduire le coût du capital. Il a instauré la pleine imputation des dividendes, permettant ainsi à l'investisseur de tenir compte de l'impôt des sociétés déjà payé par l'entreprise lui versant un dividende, pour calculer l'impôt qu'il doit lui-même payer sur ce dividende. En théorie, ceci élimine la double imposition des dividendes, réduisant ainsi le rendement exigé par les investisseurs. Et si le rendement exigé par les investisseurs diminue, il en va de même du coût des capitaux propres.

Une partie importante des capitaux propres de l'Australie (peut-être jusqu'à 50 p. 100) étant détenue par des étrangers, l'effet de l'imputation des dividendes sur le coût du capital de ce pays n'est pas évident³. Toutefois, elle devrait permettre de faire baisser le coût des capitaux propres en Australie, ce qui est un pas dans la bonne direction pour réduire l'écart avec le Japon et l'Allemagne. (Pièce II.8)

Pièce II.8



³ Selon les règles en vigueur en Australie, les investisseurs étrangers ne bénéficient pas de l'imputation des dividendes.

LA GLOBALISATION N'EST PAS LA PANACÉE

Certains affirment que les différences de coût du capital ne dureront pas car elles ne sont que le reflet des imperfections des marchés boursiers internationaux. Ils prétendent que ces imperfections disparaissent rapidement, grâce à la déréglementation et à la technologie qui accélèrent la globalisation des marchés. Mais le désavantage du Canada va-t-il s'effacer grâce à l'harmonisation du coût du capital dans les différentes économies nationales engendrée par la globalisation croissante des marchés financiers?

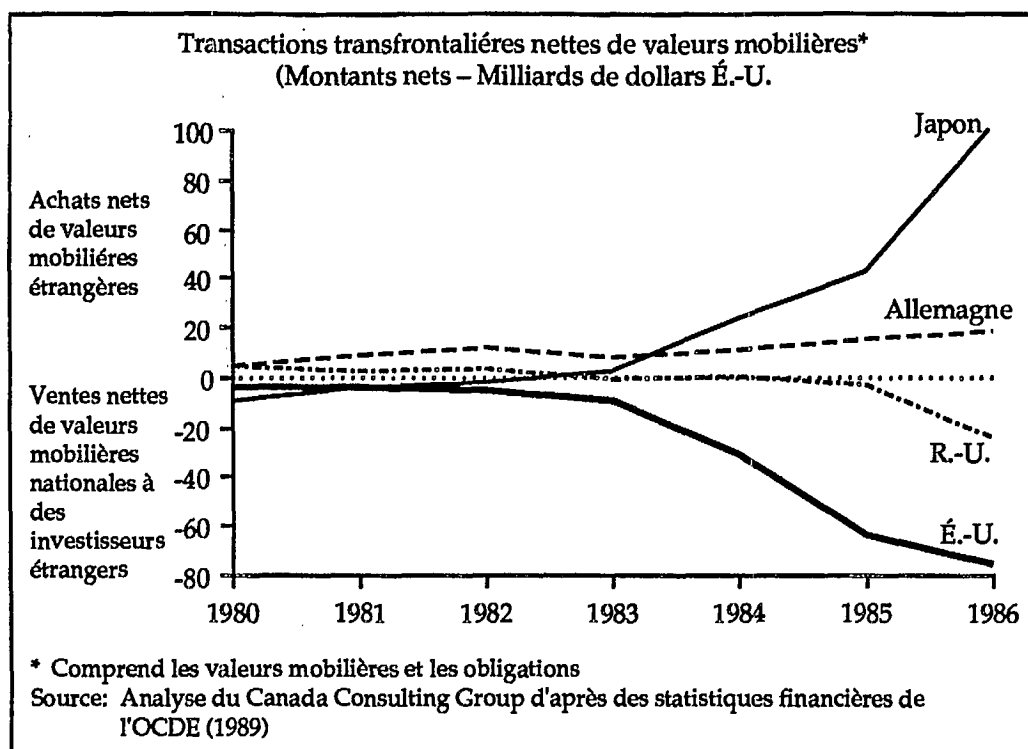
Malheureusement non. Il y a de bonnes raisons de croire que le coût du capital au Canada demeurera élevé par rapport à celui de nos concurrents à coût inférieur, même si le marché est plus global. En outre, cette discussion semble pour le moins gratuite, le marché financier global n'étant pas pour demain.

Convergence sur les marchés de la dette

Il est clair que les marchés financiers vont vers une plus grande harmonie. Mais jusqu'à présent, l'harmonisation se limite aux marchés de la dette. L'intégration très partielle qui a été observée sur les marchés boursiers est demeurée régionale : en Europe d'une part et en Amérique du Nord d'autre part.

Durant les années quatre-vingt, avec le desserrement de la réglementation des marchés financiers et le progrès technologique rendant les communications instantanées avec le monde entier réalisables et économiques, le volume des activités transfrontalières a augmenté rapidement. Les transactions transfrontalières nettes de valeurs mobilières sont montées en flèche, en grande partie pour financer le déficit américain en plein essor. (Voir la Pièce II.9.)

Pièce II.9



Au même moment, grâce à la croissance du marché des euro-obligations, les nouvelles émissions d'obligations internationales ont plus que doublé leur part du total des émissions, entre 1976 et 1986.

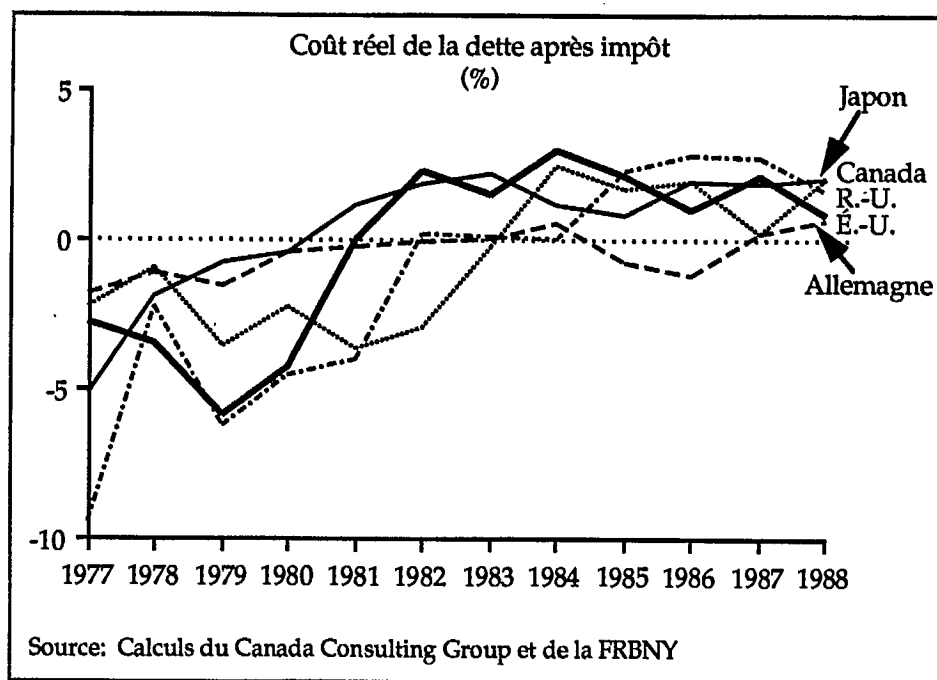
La déréglementation financière et l'amélioration des communications ont donné aux entreprises des possibilités de financement à une échelle plus globale. La motivation d'obtenir des capitaux sur les marchés étrangers était suscitée par les prix attrayants. Par exemple, des différences entre les systèmes d'établissement des cotes de crédit ont permis à des entreprises nord-américaines d'obtenir des taux inférieurs sur le marché européen, où les prix sont en effet fortement influencés par la "notoriété" de l'entreprise émettrice. Ainsi, une entreprise américaine très connue mais dont la cote n'est que de A peut obtenir des capitaux au taux AA ou AAA, et donc économiser un quart à un demi point de pourcentage sur le taux d'emprunt.

Des différences de réglementation peuvent aussi rendre certains marchés attrayants. En Suisse par exemple, des entreprises étrangères ont pu obtenir des taux intéressants sur des obligations en eurodollars grâce à la préférence de l'investisseur suisse pour la confidentialité par rapport aux rendements élevés.

Par ailleurs, de nouveaux produits financiers comme les échanges de taux d'intérêt et de devises ont rendu l'accès aux marchés globaux de la dette plus souple et plus universel. Le volume du marché des échanges a été multiplié par cent entre 1983 et 1987. En vertu de sa croissance en termes de taille et de capitaux propres, ce marché a permis à des firmes d'avoir accès à des fonds internationaux sans courir tous les risques liés au change et aux taux d'intérêt.

Comme il faut s'y attendre, cette globalisation a entraîné l'harmonisation rapide du coût de la dette dans les différents pays.

Pièce II.10



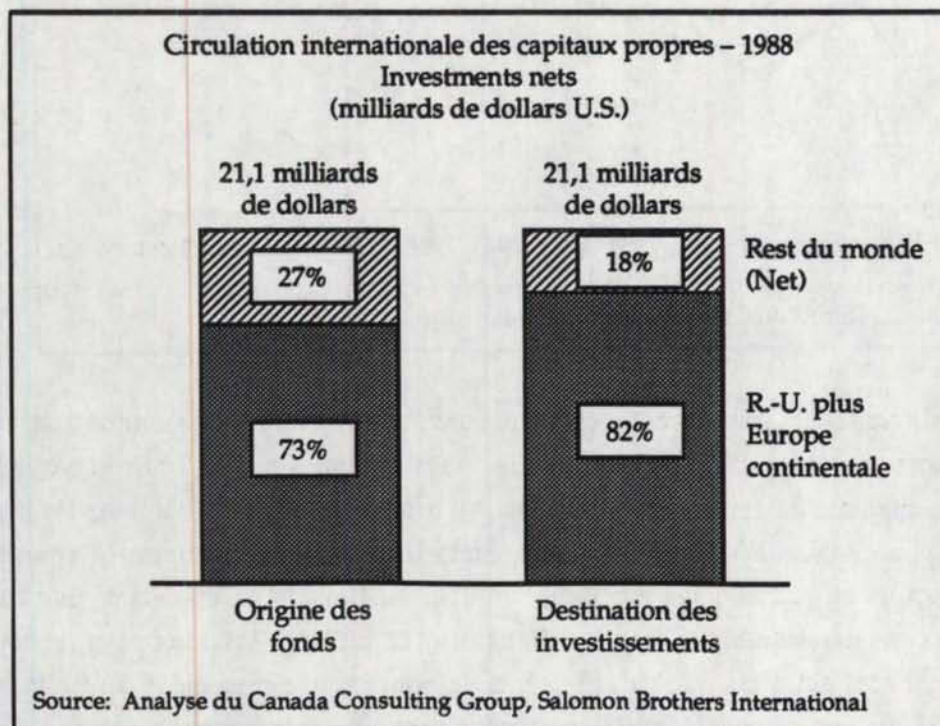
Cette convergence sous-jacente est dans une large mesure dissimulée par les différences de taux d'inflation entre les pays et, au Canada, par la volonté gouvernementale de maîtriser l'inflation. Au moment d'écrire ces lignes, les taux d'intérêt nominaux à court terme aux États-Unis étaient inférieurs d'environ quatre points de pourcentage à ceux en vigueur au Canada. Cependant, une fois prise en considération la différence de taux d'inflation entre les deux pays, le coût d'emprunt réel net n'est que de 1,5 points de pourcentage plus élevé au Canada. Cet écart est certes considérable mais néanmoins bien inférieur à celui que la simple comparaison des taux nominaux permettrait de constater.

Seuls les gouvernements et les grandes entreprises peuvent vraiment s'adresser aux marchés étrangers de la dette, mais les plus petites entreprises sont indirectement touchées. Elles n'empruntent que sur le marché local mais les taux d'intérêts qui y sont pratiqués traduisent le fait que les emprunteurs importants ont accès aux marchés internationaux. Ainsi, même les plus petits emprunteurs sont touchés par les effets de la globalisation.

Divergence des marchés boursiers

Malgré l'internationalisation croissante du marché de la dette, la globalisation n'a pas réduit de manière significative l'écart entre les coûts des capitaux propres dans les différents pays. Et cela n'arrivera pas non plus dans un avenir proche. Les émissions internationales ont connu une croissance considérable depuis 1985, mais la plupart des transactions internationales de capitaux propres se font en Europe, surtout au sein de la Communauté économique européenne (CEE).

Pièce II.11



Une fois que la CEE aura standardisé les règles comptables et les obligations de déclaration de ses pays membres et que les investisseurs connaîtront mieux les entreprises et les industries en question, les capitaux propres de la CEE deviendront plus faciles à évaluer. De même, l'intégration des économies américaine et canadienne facilite les échanges transfrontaliers de capitaux propres américains et canadiens.

Cependant, l'avènement d'un marché global intégré se heurte à des obstacles de taille :

- L'estimation de la valeur véritable d'un investissement dans des valeurs mobilières est en elle-même plus délicate que la fixation du prix d'un titre de créance.
- Les investisseurs ont beaucoup de mal à analyser et à suivre le rendement de firmes basées à l'étranger. L'une des principales raisons en est simplement la différence des normes comptables qui rend si complexe l'estimation des capitaux propres entre les pays. Par exemple, les entreprises allemandes prévoient différentes réserves avant d'établir les bénéfices déclarés, ce qui peut engendrer la sous-évaluation des bénéfices des entreprises allemandes du point de vue nord-américain. Il est donc difficile de vérifier quelle portion constitue véritablement une réserve et à combien s'élèvent, sous un angle nord-américain, les bénéfices dissimulés.
- Certains obstacles réglementaires officiels et officieux devront disparaître totalement pour que de véritables marchés boursiers internationaux puissent exister.
- Il faut que la confiance en l'équité de certains marchés boursiers augmente sensiblement pour que ceux-ci puissent recevoir des investissements étrangers importants.
- La cotation à des bourses étrangères est coûteuse. Il est onéreux de répondre aux conditions d'admission à la cote et de satisfaire aux exigences de déclaration courantes. L'entretien de relations d'investisseurs dans plusieurs pays et plusieurs langues coûte cher et prend du temps. Une entreprise canadienne calcule qu'il lui en coûte 180 \$ par année par actionnaire pour être cotée à la bourse de Tokyo.

En conséquence, seules les entreprises mondiales de grande réputation peuvent attirer l'attention des investisseurs du monde entier. Même lorsqu'une de ces firmes émet des actions sur plusieurs marchés internationaux, plus de 90 p. 100 des investisseurs proviennent habituellement de son pays d'origine. En réalité, la plupart des firmes dont nous avons rencontré les dirigeants qui sont cotées en bourse en dehors de l'Amérique du Nord n'ont procédé à ces émissions internationales que pour des raisons de mise en marché et de politique, et non pour obtenir des capitaux à coût inférieur.

"Nous nous sommes inscrit à Tokyo afin de nous assurer une notoriété et une crédibilité pour la vente de nos produits au Japon. La cotation ne nous a pas apporté de bénéfices monétaires. Elle a même occasionné un coût net élevé."

Chef des services financiers d'une multinationale canadienne

"La bourse globale n'existera que pour les 100 principales firmes globales comme Toyota, Sony, American Express et IBM. Ces firmes pourront obtenir des capitaux partout dans le monde."

Dirigeant d'une banque allemande

Lorsque des actions sont émises dans un pays étranger, elles sont souvent rapatriées rapidement vers le pays d'origine de l'émetteur. Une fois retombée l'excitation engendrée par la nouvelle émission, le marché secondaire est souvent peu développé ou non existant pour les actions étrangères. Comme nous l'a confié un représentant en titres canadiens à Tokyo :

"Nous faisons tout ce que nous pouvons pour générer de l'intérêt autour des émissions canadiennes. Mais dès que nous cessons nos activités, toute l'attention retombe."

Chef des marchés boursiers d'une banque d'investissement à Tokyo

Cet intérêt mitigé, combiné à l'absence de véritable marché secondaire, a récemment conduit plusieurs firmes américaines à se retirer de la Bourse de Tokyo.

En fin de compte, la bourse globale est encore loin d'exister. Nous avons interrogé plusieurs personnes travaillant dans le domaine boursier au niveau international en Amérique du Nord, au Japon et en Europe. Aucun ne croit qu'une bourse global pourra égaliser le coût des capitaux propres dans un avenir proche. Même si les marchés globaux deviennent réalité beaucoup plus vite que ne s'y attendent ces personnes informées, cela ne ramènera pas le coût du capital au Canada à un niveau comparable à ce qu'il est par exemple au Japon ou en Allemagne.

Pour déterminer pourquoi il devrait en être ainsi, il faut tenir compte de forces qui influent en fait sur le coût du capital, en particulier le facteur essentiel du coût des capitaux propres. Dans un marché entièrement global, le coût des capitaux propres pour une entreprise serait fonction du rendement offert sur un investissement sans risque et du risque lié au titre en question. Le taux sans risque sous-jacent serait commun à toutes les économies, en vertu de l'arbitrage. Cependant, le second facteur, la prime de risque, ne serait pas identique pour toutes les entreprises ni toutes les économies. Il est évident que certains risques particuliers à une entreprise sont indépendants de sa situation géographique. Mais d'autres risques sont liés aux principaux lieux d'activités de l'entreprise.

Les risques inhérents aux entreprises canadiennes sont supérieurs aux risques inhérents aux entreprises des pays où le coût du capital est peu élevé, en raison de trois facteurs principaux : la structure de l'économie canadienne, notre rendement économique et le fonctionnement de nos institutions. Ainsi, même si les règles du jeu apparemment équitables d'un marché boursier global s'imposaient, les entreprises canadiennes seraient encore pénalisées, de par le fait qu'elles sont canadiennes.

Chapitre III

LES CAUSES DU COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

Mais enfin *pourquoi* le capital est-il plus onéreux au Canada? Nous allons examiner dans ce chapitre les explications plausibles et jeter les bases de la discussion sur les répercussions de ce problème (Chapitre IV) et ses solutions possibles (Chapitre V).

Trois facteurs fondamentaux expliquent que le coût du capital soit plus élevé au Canada que chez des concurrents comme le Japon ou l'Allemagne :

- **L'offre et la demande** - Si, sur un marché libre, la demande de capitaux est élevée par rapport à l'offre, leur prix (le taux de rendement requis, ou le coût du capital) est supérieur.
- **Taux d'imposition plus élevés des investisseurs** - Le rendement exigé des entreprises augmente avec le taux d'imposition auquel les investisseurs sont assujettis sur ce rendement.
- **Risques plus élevés** - Les investisseurs qui prennent davantage de risques exigent un rendement plus élevé sur leurs investissements.

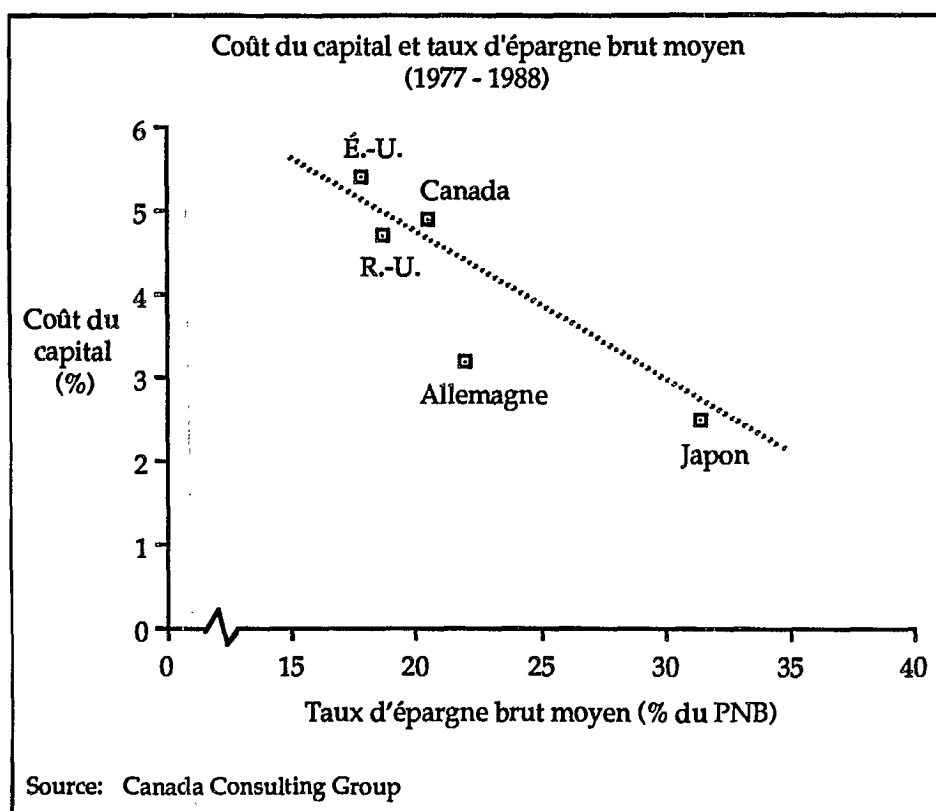
Aux États-Unis, la discussion sur la question du coût du capital a principalement insisté sur les deux premiers facteurs, le faible taux d'épargne aux États-Unis et l'impôt assez élevé sur les placements boursiers, comme étant les principaux facteurs du coût du capital élevé aux États-Unis, surtout par rapport au Japon¹. Ces facteurs jouent un rôle dans le fait que le coût du capital soit plus élevé au Canada, tout comme dans d'autres pays aux prises avec ce même problème, le Royaume-Uni par exemple. Par contre, dans le cas du Canada, la troisième explication, le risque systématiquement plus grand, pourrait être la plus plausible.

¹Ando et Auerbach (1988), Chase Financial Policy (1980), Hall et Jorgenson (1967), Hastopoulos et Brooks (1986).

L'OFFRE ET LA DEMANDE DE CAPITAUX

Dans un marché libre, le coût du capital reflète l'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux. Il existe donc une relation évidente entre le coût du capital et le taux d'épargne brut dans l'ensemble des pays examinés. C'est aux États-Unis et au Royaume-Uni que le taux d'épargne est le moins élevé : le coût du capital y est élevé. Et c'est au Japon que le taux d'épargne est, de loin, le plus élevé, et que le coût du capital est le plus bas.

Pièce III.1

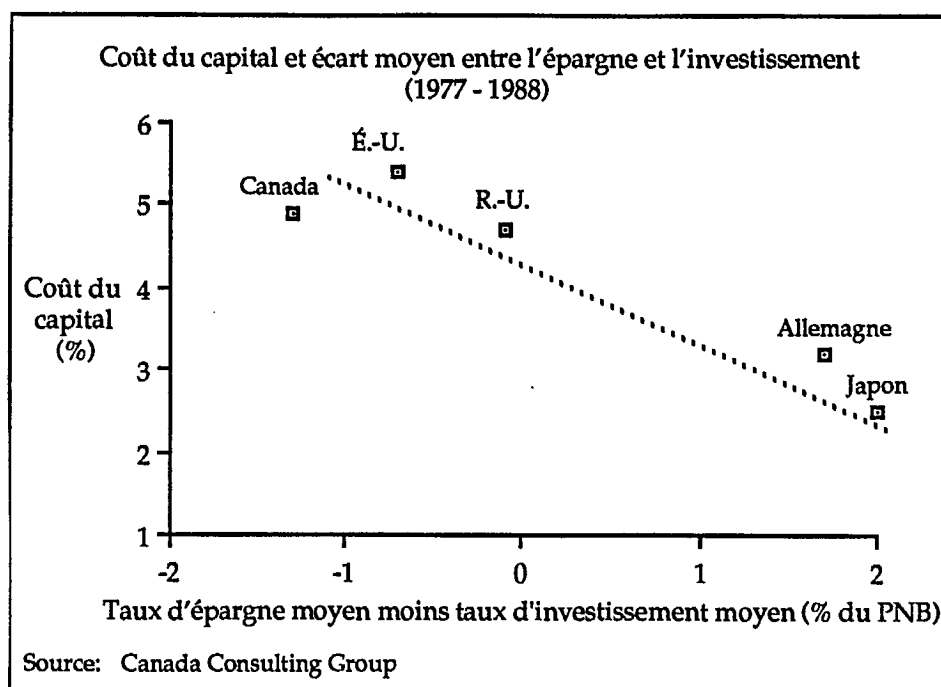


Au premier abord, le Canada semble être une exception à cette règle, le taux d'épargne étant proche de celui de l'Allemagne alors que le coût du capital y est élevé. Par contre, bien que le taux d'épargne de notre secteur privé soit élevé, l'offre totale de capitaux nationaux au Canada dépend de l'épargne nationale nette, ce qui inclut la contribution des gouvernements.

En Allemagne, le gouvernement a toujours été un épargnant net, augmentant ainsi le volume de l'épargne². Au Canada, nous connaissons des déficits gouvernementaux élevés et persistants, ce qui réduit le volume des capitaux à la disposition des particuliers et des entreprises et en augmente le prix.

L'équilibre entre l'épargne disponible et le taux d'investissement est encore plus important. Contrairement au Canada, l'Allemagne et le Japon jouissent d'un taux d'épargne nettement supérieur au taux d'investissement.

Pièce III.2



L'abondance relative de l'épargne par rapport à l'investissement aide à maintenir le coût du capital à un niveau raisonnable au Japon et en Allemagne. Au Canada, la situation est inversée.

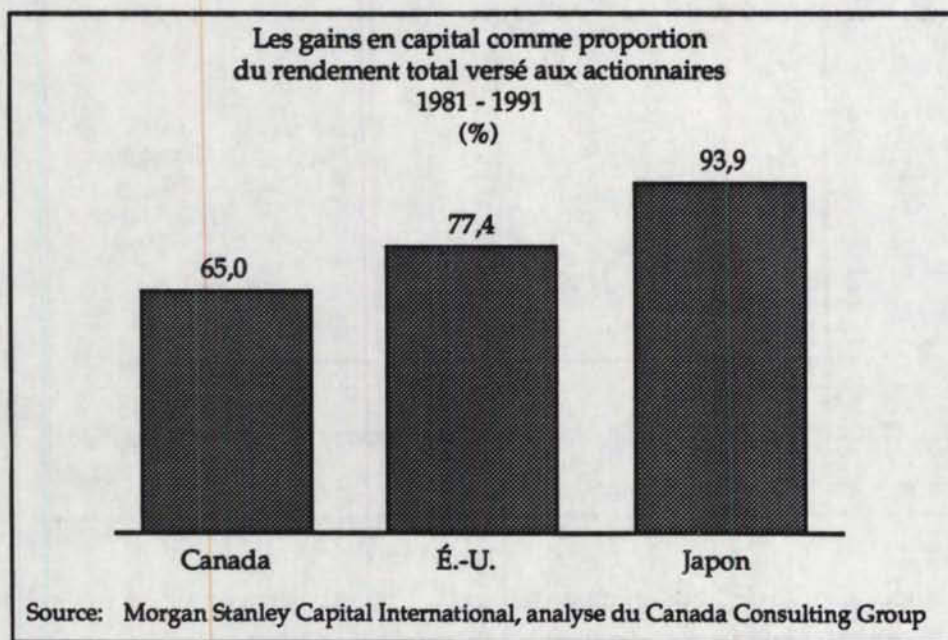
² Les coûts occasionnés par la réunification de l'Allemagne modifieront probablement sensiblement cette situation pour quelques années.

DIFFÉRENCES DE TAUX D'IMPOSITION

Étant donné que le coût du capital (et, au sein de celui-ci, le coût des capitaux propres) dépend en fait du principe de l'offre et de la demande, tout facteur augmentant le rendement minimum requis par les investisseurs fait augmenter le prix qui doit être payé par les entreprises. Dans la mesure où les investisseurs ont besoin d'un taux de rendement donné après l'impôt des particuliers, plus cet impôt est élevé, plus les capitaux propres coûtent cher à l'entreprise.

Dans les faits, c'est l'impôt sur les gains en capital qui influe le plus sur le coût des capitaux propres, puisque ces gains représentent la plus grande partie du rendement que les investisseurs tirent de leurs actions. (Voir la Pièce III.3)

Pièce III.3

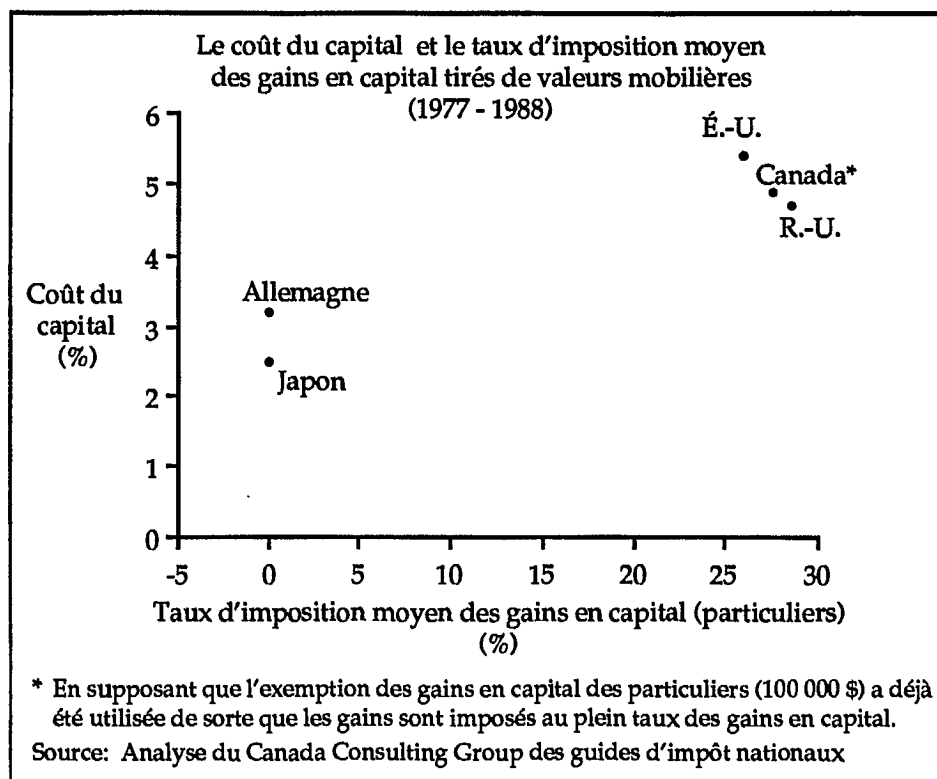


On trouve aux États-Unis des preuves frappantes du fait que les investisseurs modifient le taux de rendement qu'ils exigent des entreprises en réaction à la modification de l'impôt sur les gains en capital. Lorsque, en 1976, l'impôt sur les gains en capital a été porté de 35 à 49 p. 100, la valeur des actions échangées a baissé d'environ 200 milliards de dollars en 16 semaines, soit environ la valeur actualisée de l'impôt envisagé. La diminution de l'impôt sur les gains en capital en 1978 et sa nouvelle augmentation subséquente en 1986 ont également fait fluctuer le coût des capitaux propres de manière à maintenir le rendement net des investisseurs face à une ponction fiscale différente. Étant donné que c'est

l'investisseur, et non l'entreprise, qui doit payer l'impôt sur les gains en capital, plus le taux de cet impôt est élevé, plus l'investisseur exige de l'entreprise un rendement élevé, comme coût des capitaux propres.

Il n'est pas étonnant que les écarts de taux d'imposition contribuent à expliquer le coût élevé du capital au Canada. Au cours de la période étudiée, le Japon et l'Allemagne n'imposaient pas les gains en capital sur les valeurs mobilières (certaines restrictions s'appliquant à la période de détention et aux activités d'achat et de vente) pour les investisseurs individuels³. (Les investisseurs coréens ne paient pas non plus d'impôt sur les gains en capital tirés de valeurs mobilières.) Les pays où le capital est relativement onéreux (les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada) imposent les gains en capital à des taux compris entre 40 et 100 p. 100 de leur taux marginal total sur les autres revenus. Le Canada se trouve près du sommet de cette gamme. (Voir la Pièce III.4)

Pièce III.4



³ La réforme fiscale de 1989 au Japon a introduit un impôt sur les gains en capital tirés de valeurs mobilières qui va de 2 p. 100 sur un titre dont la valeur double à 20 p. 100 si sa valeur augmente faiblement. Ces taux demeurent nettement inférieurs aux taux d'imposition marginaux du revenu personnel ordinaire.

En outre, certains pays font une différence entre des types de gains en capital. Le Japon, par exemple, impose plusieurs gains en capital "improductifs" à des taux nettement supérieurs à ceux qui s'appliquent aux valeurs mobilières. Par exemple, les gains à court terme sur la vente de biens immobiliers sont soumis à un taux pouvant atteindre 50 p. 100. De telles différences ont pour effet d'inciter les Japonais, dont le taux d'épargne est déjà très élevé, à placer leur argent dans des valeurs mobilières plutôt que dans des investissements immobiliers spéculatifs.

LE RISQUE ET LE COÛT DU CAPITAL AU CANADA

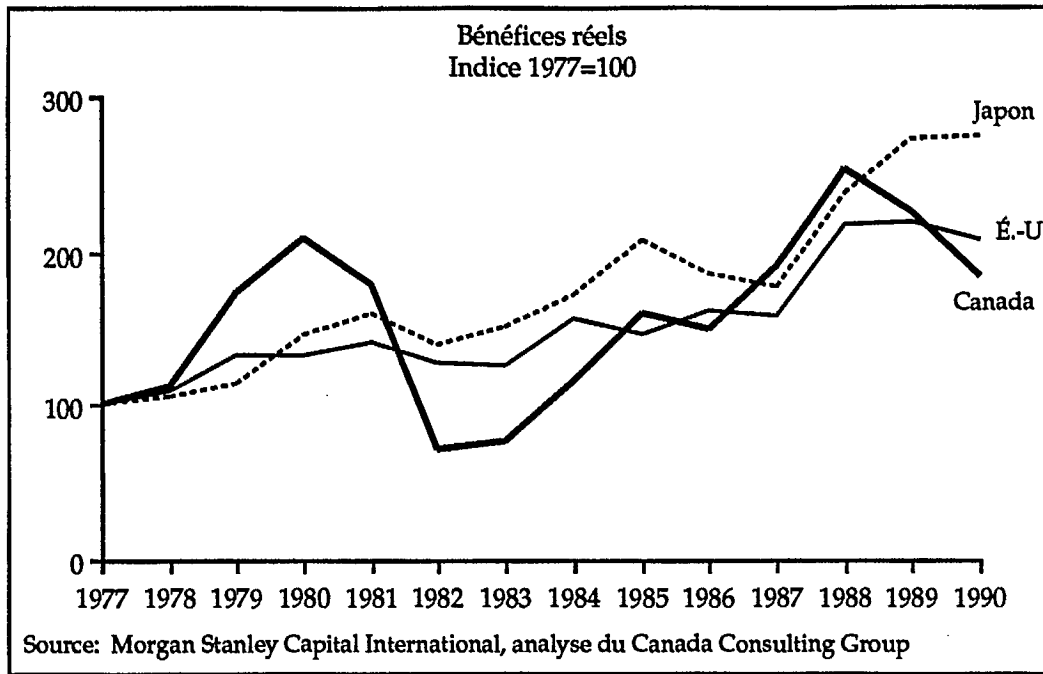
La troisième explication de notre coût du capital élevé est peut-être la plus inquiétante. C'est le niveau de risque plus élevé au Canada qui fait que le capital y est plus onéreux que dans d'autres pays, nonobstant notre ratio épargne/investissement et nos taux d'imposition des gains en capital.

Les investisseurs qui prennent plus de risques exigent un rendement supérieur : c'est un axiome de la finance moderne. Dans les pays où les investisseurs prennent davantage de risques, le coût des capitaux propres est plus élevé. Malheureusement, le Canada fait partie de ces pays. C'est en définitive le plus grand risque présenté par un investissement boursier au Canada que par un investissement dans des titres comparables au Japon ou en Allemagne qui maintient le coût du capital au Canada à un niveau élevé.

Le caractère cyclique et inconstant

Le Canada est extrêmement dépendant des ressources naturelles et des industries du domaine des matières premières, où les mouvements de trésorerie peuvent varier brusquement avec les changements des cours des matières premières ou les fluctuations du cycle économique. En outre, une bonne partie de notre assise manufacturière est très influencée par l'industrie automobile, autre secteur fortement cyclique. Ce caractère cyclique s'étend à l'ensemble de l'économie. Ainsi, les marges brutes d'autofinancement sont plus volatiles au Canada que dans d'autres pays.

Pièce III.5



Ce caractère volatile affecte de plusieurs manières le coût des capitaux propres. Pour commencer, la volatilité des bénéfices augmente les risques pour l'investisseur. Pour cela, il est beaucoup plus difficile de prévoir les bénéfices pour un moment précis, et l'investisseur court le risque de souhaiter liquider son investissement à un moment où sa valeur est à un point peu élevé du cycle. Il exigera par conséquent un rendement supérieur pour compenser pour un tel risque.

Par ailleurs, la volatilité des marges brutes d'autofinancement limite la capacité d'une entreprise de se financer par la dette. Étant donné que la dette est moins coûteuse que les capitaux propres, cela fait augmenter le coût combiné de la dette et des capitaux propres dans la structure financière de l'entreprise.

Enfin, les marges brutes d'autofinancement étant plus imprévisibles, les entreprises canadiennes risquent davantage l'insolvabilité que les entreprises étrangères dont les bénéfices sont de niveau comparable mais pour lesquelles la volatilité est moins forte.

La structure de l'activité économique et les risques

Bien que la combinaison industrielle du Canada et sa dépendance envers les ressources naturelles augmentent bien les risques des investissements sur le marché boursier canadien, cela n'explique pas totalement que les coûts du capital soient en permanence plus élevés pour les entreprises canadiennes que pour les entreprises similaires au Japon et en Allemagne. Ce sont les différences dans la structure de l'activité économique entre le Canada (et, à cet égard, l'Angleterre et les États-Unis) et le Japon et l'Allemagne qui renferment l'explication.

Dans les pays où le capital est peu coûteux, la structure de l'activité économique diminue les risques pour les investisseurs de deux manières :

- **Elle réduit l'écart d'information entre les fournisseurs et les utilisateurs de capitaux.**
- **Elle réduit le risque inhérent d'insolvabilité des entreprises et accroît sensiblement les chances de réussite de celles-ci.**

L'investisseur qui achète des valeurs mobilières effectue un paiement immédiat dans l'espoir d'obtenir un gain futur indéterminé. Plus l'incertitude est grande, plus il exige un rendement élevé. Si des informations précises et pertinentes circulent librement, l'investisseur est mieux placé pour évaluer un placement avec précision. Il est évident que ce facteur réduit les risques qu'il prend.

Il peut sembler étrange d'affirmer que l'investisseur canadien manque d'information en comparaison à l'Allemand ou au Japonais. Le Canada après tout, comme les États-Unis et l'Angleterre, dispose de règles assez strictes en vertu desquelles les entreprises doivent divulguer des renseignements au public. Quoi qu'il en soit, n'importe quel analyste boursier dans ces pays dira que le manque de renseignements opportuns et pertinents demeure un facteur de risque important dans l'établissement du cours des actions.

La situation est très différente au Japon et en Allemagne. Même si les règles de divulgation des informations dans leurs marchés sont moins strictes dans ces deux pays, les données y circulent beaucoup plus efficacement entre fournisseurs et utilisateurs de capitaux, ce qui réduit les risques et le coût du capital.

Les structures institutionnelles japonaises et allemandes expliquent cette plus grande liberté de la circulation des renseignements. Dans ces deux pays, les structures financières et industrielles sont beaucoup plus étroitement intégrées qu'au Canada, aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Le système japonais du Keiretsu

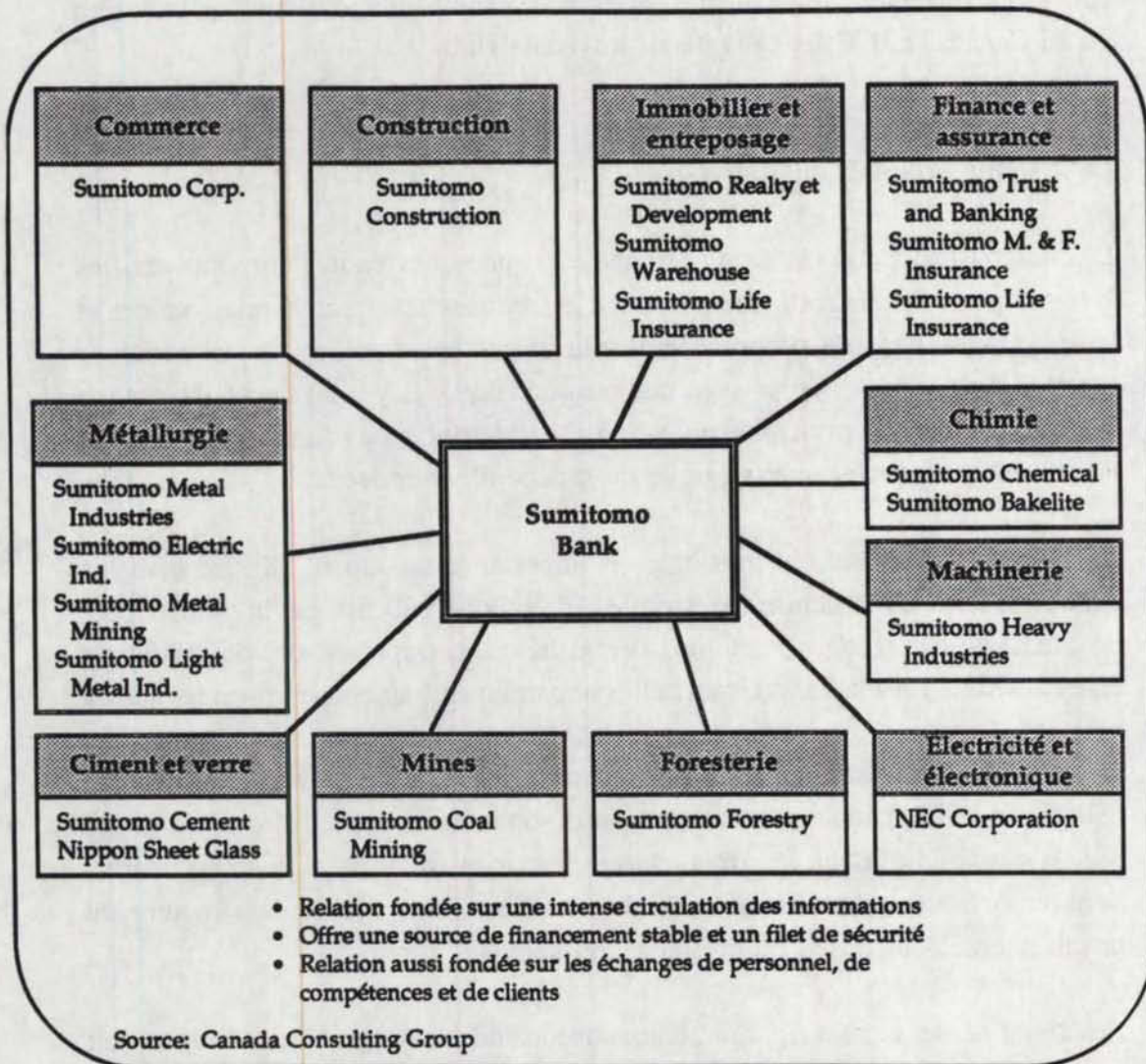
L'économie japonaise est dominée par de gigantesques entités corporatives, les *keiretsus*, en quelque sorte des groupes d'entreprises assez petites mais stables et unies par des liens de propriété mutuelle et par une tradition de coopération, d'appui réciproque et de partage des informations. Il y a au coeur de chaque keiretsu une banque principale qui agit à titre de principale source de capitaux et de conseiller financier et stratégique du groupe d'entreprises.

Le keiretsu Sumitomo, le troisième en importance au Japon, illustre bien les avantages de cette structure industrielle. Il englobe 130 firmes, la plupart chef de file dans leur secteur d'activité. Vingt de ces entreprises sont des membres Hakusui-Kai. En d'autres termes, elles appartiennent au conseil présidentiel du groupe. Ce conseil, qui comprend les chefs de la direction des entreprises, se réunit périodiquement pour traiter de stratégies conjointes et de projets de collaboration. Reconnu pour sa cohésion et son intégration, le keiretsu est dirigé par la Sumitomo Bank et trois entreprises industrielles : Sumitomo Corp., Sumitomo Electric Industries et NEC. La Pièce III.6 illustre la structure du noyau interne, ou conseil du président, du keiretsu Sumitomo.

En faisant partie du keiretsu Sumitomo, chacune des compagnies membres se voit réduire son coût du capital. L'échange d'information entre les firmes, et particulièrement entre la banque et les compagnies membres, réduit les risques potentiels des investissements. L'ensemble des stratégies et des décisions d'investissement des principaux membres du keiretsu sont bien comprises par la banque et les autres actionnaires mixtes, ce qui réduit le niveau de risque pour ces actionnaires, et du fait même le coût du capital.

Pièce III.6

Le conseil du président du keiretsu Sumitono



L'exemple de NEC illustre bien les avantages qu'il y a à appartenir à un tel keiretsu. Dans les secteurs de l'informatique et des communications, où la compétitivité dépend de la capacité d'adaptation et de développement rapide de technologies nouvelles et novatrices, les capacités de NEC de prendre des décisions d'investissement d'après l'intérêt d'une technologie plutôt que le rendement immédiat sur l'investissement constitue un avantage concurrentiel important.

NEC bénéficie en outre de la détention croisée d'actions. Soixante dix pour cent des actions de NEC sont détenues par des corporations japonaises. Les

compagnies du groupe Sumitomo possèdent 24 p. 100 des actions. Cette situation unifie le keiretsu et assure la stabilité à long terme. Les 46 p. 100 des actions détenues par des corporations englobent les actions que d'autres entreprises ont acquises dans le but d'entamer ou de renforcer leurs relations commerciales avec NEC.

La haute direction de NEC explique l'importance de la détention croisée des actions dans la structure du keiretsu :

Bien sûr, les actionnaires qui s'engagent à long terme ne sont pas touchés par les hauts et les bas à court terme. Ils s'intéressent davantage aux possibilités de croissance à long terme de l'industrie de l'électronique et des activités de NEC.

Membre de la direction de NEC

Ce point de vue explique les dépenses de R-D de NEC et la manière dont celle-ci aborde l'investissement technologique. Le budget en R-D de NEC est préparé par des unités individuelles au sein de la société qui établissent leurs besoins en R-D, ceux-ci étant ensuite évalués presque exclusivement en terme de priorités stratégiques à long terme pour NEC. Chez Northern Telecom, le concurrent canadien de NEC, un processus ascensionnel semblable génère des demandes en R-D de toutes les parties de l'organisme, mais le niveau global des dépenses en R-D est établi en partie par ce que Northern Telecom peut se permettre en regard des autres demandes sur le flux monétaire.

Les dividendes escomptés par les actionnaires constituent l'une des demandes qui influence fortement les décisions concernant la R-D, chez Northern Telecom. Le coût du capital pour Northern Telecom, de 1982 à 1988, était de 7,4%, tandis que celui de NEC était de 4,8%. Il est inévitable, étant donné une telle disparité dans le coût du capital, qu'il soit plus difficile à Northern Telecom qu'à NEC de financer des projets qui sont prometteurs mais non pas absolument essentiels aux activités commerciales de base. En 1989, NEC a affecté 16 p. 100 de son chiffre d'affaires à la R-D. Son concurrent canadien, Northern Telecom, y a alloué environ 13 p. 100.

La structure du keiretsu permet aussi à NEC de prendre des décisions d'investissement cruciales dans une perspective plus vaste que celle de la simple analyse financière. Par exemple, l'importance stratégique de la technologie, et

non le rendement du capital investi, a été le facteur décisif dans l'étude de l'investissement de l'entreprise dans les STFO (systèmes de transmission par fibre optique).

Dans le domaine des technologies de pointe, le RCI (rendement du capital investi) passe au second rang par rapport à l'exploitation de la technologie elle-même.

Directeur de la R-D de NEC

Et les liens dépassent le domaine financier. Les conseils exécutifs qui représentent les entreprises du groupe se réunissent périodiquement pour coordonner la collaboration notamment en matière de finances, de R-D, de distribution et de restructuration industrielle et autres. Les risques sont mis en commun et, par le fait même, réduits.

De manière moins formelle, le groupe fournit un réseau solide de contacts, de clients et de fournisseurs tout prêts. La collaboration dans les projets de R-D, par exemple, permet de mettre en commun l'expérience, les informations, les investissements et la technologie. Les entreprises du groupe qui oeuvrent dans le domaine des matériaux de base collaborent avec NEC pour élaborer de nouveaux matériaux électroniques, de nouvelles céramiques et de nouveaux produits organiques. La collaboration étroite entre fournisseur et utilisateur réduit les risques techniques du développement. Du point de vue commercial, NEC a accès aux plus récentes technologies des matériaux et les entreprises de matériaux disposent d'un client important et stable pour justifier les investissements dans la recherche.

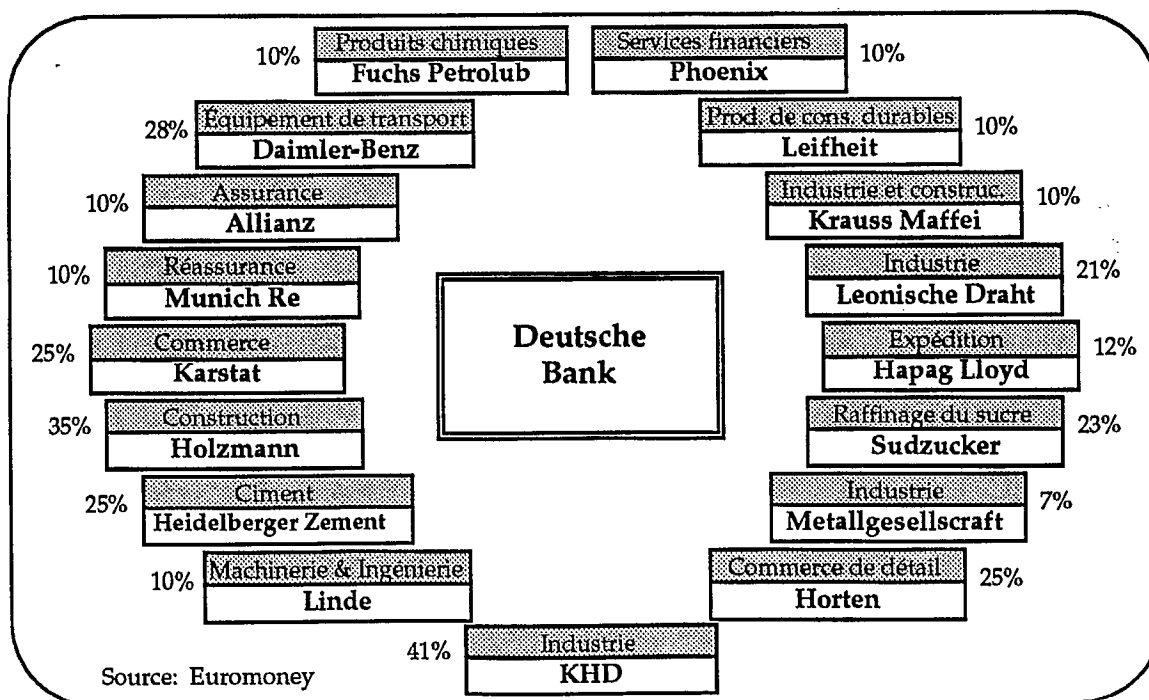
Un soutien semblable au keiretsu a joué un rôle important lors de la diversification de Sumitomo Heavy Industries hors de son activité principale, la construction navale, laquelle était en déclin, en une entreprise de haute technologie telle les lasers. La Sumitomo Heavy Industries a acheté en 1988 Lumonics Canada, qui est la troisième plus importante entreprise de laser au monde. Le keiretsu Sumitomo a aidé Sumitomo Heavy Industries dans son projet de diversification en lui procurant du capital à coût minime, même si les dividendes devaient être reportés à plus tard, et en favorisant le marketing et les liaisons techniques avec les entreprises membres qui étaient intéressées par les nouvelles entreprises à caractère technologique de la Sumitomo Heavy Industries.

Le rôle de la banque centrale en Allemagne

Le système bancaire universel allemand diffère quelque peu de la structure japonaise du keiretsu, mais comporte des liens tout aussi étroits entre le secteur financier et les entreprises. Le réseau des propriétés croisées n'est pas aussi complexe en Allemagne qu'au Japon, mais le système bancaire universel y concentre les fonds d'investissement entre les mains des banques, qui détiennent par conséquent une quantité importante d'actions d'entreprises⁴. Ceci place les banques dans une situation privilégiée au sein des entreprises dont elles détiennent des actions. Par exemple, les dirigeants de la Deutsche Bank occupent plus de 400 sièges au sein des conseils de surveillance d'entreprises allemandes (Voir la Pièce III.7). Cette banque détient un volume important d'actions de grandes entreprises allemandes importantes. Des représentants de la Deutsche Bank ou des deux autres grandes banques allemandes siègent au sein d'environ la moitié des conseils d'administration des entreprises allemandes les plus importantes.

Pièce III.7

Le système allemand de la banque principale



⁴ Les banques possèdent directement 12 p. 100 des actions des entreprises publiques allemandes. De plus, elles détiennent des procurations d'autres actionnaires. En combinant les actions qu'elles possèdent et les procurations qu'elles détiennent, les banques allemandes contrôlent plus de 50 p. 100 des actions des entreprises allemandes.

La centralisation des fonds, combinée à la très bonne connaissance qu'ont les banquiers de leurs clients, facilite la libre circulation des informations, ce qui favorise le partage des risques et diminue ceux-ci.

Ces liens entre l'industrie et les institutions financières tant au Japon qu'en Allemagne ont pour effet que les principaux fournisseurs de capitaux sont véritablement des initiés. Les risques qu'ils assument sont donc moins élevés, et le rendement qu'ils exigent des entreprises est réduit en conséquence.

Enfin, les liens institutionnels diminuent le risque des échecs commerciaux et des faillites grâce au réseau d'appui qu'ils apportent aux entreprises en difficulté dans les domaines de la finance et de la gestion. Au Japon par exemple, le principal prêteur est aussi un actionnaire important. L'appui patient sur le plan des finances et du capital, toujours disponibles, est un atout particulièrement important dans les temps difficiles. Un actionnariat stable permet aussi de renforcer financièrement les entreprises du groupe. L'interdépendance des entreprises constitue un obstacle institutionnel aux menaces de prise de contrôle ou de pressions de l'extérieur.

Dans les pays où le coût du capital est peu élevé, les liens entre l'industrie et la finance s'inscrivent par ailleurs dans un système qui se caractérise par des relations très étroites entre le gouvernement et l'industrie. En Allemagne par exemple, la gestion efficace des industries en croissance et des secteurs en déclin est rendue possible par les relations entre l'industrie, le gouvernement, les syndicats et les banques. Ces relations diminuent les risques courus par une industrie en favorisant la recherche de solutions mutuellement avantageuses.

Par contre, les entreprises canadiennes sont beaucoup plus abandonnées à leur sort. Même lorsqu'elles font partie d'un regroupement important, leurs activités sont habituellement plus indépendantes et elles maintiennent une plus grande distance avec leurs banques et leurs actionnaires. En raison de cet isolement relatif et de l'absence de filet de sécurité, il est plus risqué d'y investir que d'investir dans des entreprises comparables dans les pays où le coût du capital est peu élevé. Et des risques plus élevés engendrent un coût du capital supérieur.

Le taux d'épargne inférieur, l'imposition plus sévère des rendements sur les investissements et, par-dessus tout, les risques plus grands engendrés par une économie plus volatile et des structures institutionnelles d'un moins grand secours sont les causes du coût du capital plus élevé au Canada. Mais quelles en sont les

conséquences? Un coût plus élevé du capital est-il important? Comme nous allons le voir au quatrième chapitre, ces répercussions sont aussi étendues qu'inquiétantes.

Chapitre IV

LES RÉPERCUSSIONS DU COÛT ÉLEVÉ DU CAPITAL AU CANADA

Le coût du capital élevé limite la croissance et la productivité de l'économie canadienne. Bien sûr, les répercussions précises de ce fardeau varient selon le type d'investissement et le type d'entreprise.

LES INVESTISSEMENTS EN DANGER

Les types d'investissements que les entreprises doivent effectuer sont en mutation. Dans le secteur de l'exploitation des ressources naturelles et le secteur manufacturier traditionnel, la concurrence croissante des pays où les salaires sont peu élevés force de plus en plus les entreprises canadiennes à abandonner les produits de consommation courante au profit de produits plus recherchés à valeur ajoutée supérieure, ce qui fait augmenter l'importance de la R-D et du développement de produits. De plus l'internationalisation et la globalisation des marchés étant de plus en plus une réalité, les firmes se voient obligées d'investir plus fortement dans le développement de leurs marchés à l'extérieur du Canada. Il va sans dire que bon nombre de ces firmes doivent effectuer des investissements considérables dans la machinerie et l'équipement pour demeurer concurrentielles à l'échelle mondiale. Cependant, la tendance est davantage aux investissements plus accessoires.

Cette mutation est encore plus évidente si l'on compare les industries de type traditionnel et les industries plus récentes faisant davantage appel au savoir. Pour être concurrentiel dans les industries plus anciennes, même compte tenu des modifications décrites ci-dessus, il faut des investissements considérables dans les immobilisations et le fonds de roulement. Par contre, bon nombre des industries plus récentes à forte croissance ne requièrent que des investissements limités dans des actifs tangibles, mais des dépenses élevées dans des domaines plus "accessoires", comme la R-D, l'ingénierie et la commercialisation. (Voir la Pièce IV.1.)

Pièce IV.1

Investissements requis pour trois types d'entreprises
(In supposant une croissance annuelle de 10 p. 100 du chiffre d'affaires)

Secteur d'investissement	Produit de l'acier	Composante électronique	Système électronique fini
Immobilisations	55%	13%	7%
Fonds de roulement	42%	32%	15%
R-D et ingénierie	3%	55%	45%
Commercialisation et vente	Minime	Minime	33%
Investissement total	100%	100%	100%

Source: Canada Consulting Group et Telesis, d'après des études de clients

De plus, presque toutes les industries évoluent aujourd'hui dans un cadre où la technologie et les forces de la concurrence abrègent la durée de vie des produits. L'intensification des activités de développement de produits et de technologie est donc indispensable. Cette évolution vers des domaines d'investissement qui exigent un niveau de compétence et d'éducation élevé devrait être bénéfique à un pays comme le Canada. Par contre, c'est dans ces secteurs que notre désavantage à l'égard du coût du capital est le plus dommageable.

Toute comparaison des répercussions du coût du capital au niveau des projets doit tenir compte des différences entre les stimulants offerts par les gouvernements aux différents investissements. Il s'agit la plupart du temps de déductions pour amortissement avantageuses, de crédits d'impôt ou de subventions. Leur effet peut être important au point de compenser pour le coût élevé du capital dans un pays.

Pour comparer le coût du capital au niveau des projets, nous avons calculé le taux de rendement avant impôt qu'un investissement doit atteindre pour couvrir le coût des capitaux propres et de la dette, la dépréciation économique de l'investissement et l'impôt des sociétés, compte tenu des stimulants fiscaux et autres.

Ce calcul est complexe, mais deux constatations générales s'imposent :

- **Le classement du coût des projets suit habituellement celui du coût global du capital des pays; ainsi, le Canada se trouve au sein du groupe où le coût est élevé.** La seule exception notable à cette règle générale est que, auparavant, les entreprises canadiennes bénéficiaient de l'amortissement rapide à des fins fiscales de la machinerie et de l'équipement. Ceci ramenait le coût réel du capital pour ce type d'investissement au Canada à un niveau inférieur même à celui du Japon, au début des années quatre-vingt. Mais cet avantage s'est estompé au cours des dernières années. L'abandon de l'amortissement au taux de 50 p. 100 au profit de la méthode d'amortissement linéaire au taux de 25 p. 100 et la suppression du crédit d'impôt à l'investissement ont mis fin à la situation avantageuse du Canada pour les investissements dans la machinerie et l'équipement.
- **Les avantages des capitaux moins coûteux en Allemagne et au Japon sont surtout marqués pour les investissements à plus long terme.** Plus la durée de vie du projet est courte, moins les coûts du financement sont importants et plus le taux d'imposition des sociétés est essentiel. L'avantage du Japon et de l'Allemagne sur le plan du coût du capital apparaît puis augmente avec l'allongement de la durée prévue du projet.

De plus, une grande partie des dépenses de R-D et la presque totalité des investissements dans le développement de marchés, les ventes et la commercialisation ne sont ni capitalisées ni amorties. Il s'agit plutôt de frais déductibles dans l'année durant laquelle ils sont engagés. Cela signifie que la totalité de leur effet se fait sentir sur les bénéfices de l'année courante. Le taux de rendement requis suit donc le coût des capitaux propres, et celui-ci est environ deux fois plus élevé au Canada qu'au Japon. (Voir la Pièce II.3)

Le coût du capital plus élevé dans notre pays est le plus problématique pour les types d'investissements qui deviennent de plus en plus cruciaux pour notre croissance et notre compétitivité.

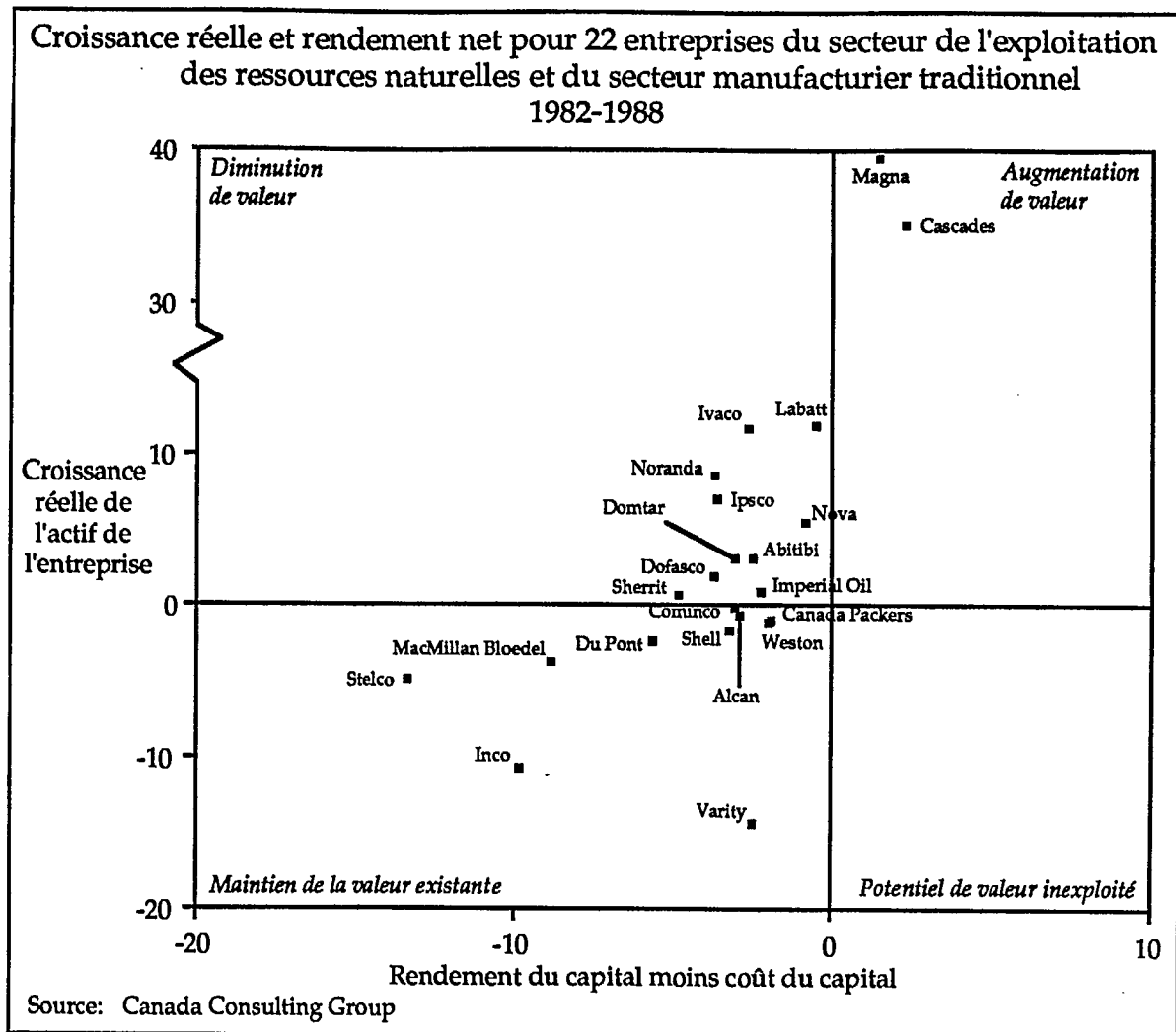
LES FIRMES DU SECTEUR L'EXPLOITATION DES RESSOURCES NATURELLES ET DU SECTEUR MANUFACTURIER TRADITIONNEL

La vie est de plus en plus difficile pour les entreprises canadiennes du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel. Elles se retrouvent bloquées entre le ralentissement de la croissance de leur marché d'une part et l'intensification de la concurrence des pays industrialisés et en cours d'industrialisation. Elles doivent accroître leur productivité pour concurrencer l'efficiencia croissante des premiers et les faibles coûts de main-d'oeuvre des seconds.

Ces facteurs mènent à des restructurations de grande ampleur dans bon nombre de ces industries. D'importants nouveaux investissements sont nécessaires pour remplacer les vieilles installations qui ne sont plus compétitives et ne répondent pas aux normes de protection de l'environnement. Les entreprises sont contraintes de mettre au point des systèmes de production plus automatisés et des nouveaux outils de contrôle de la qualité. Pour gagner et protéger leur part de marché, elles doivent faire preuve d'imagination et accroître leurs investissements dans le domaine de la mise en marché et de la vente. Enfin, les compétences doivent être aiguisées à tous les paliers de l'organisation, de la chaîne de production à l'équipe de vente, en passant par les postes techniques.

Tout cela signifie que plusieurs de nos entreprises dans le secteur de l'exploitation des ressources naturelles et le secteur manufacturier traditionnel se voient contraintes à une série d'investissements majeurs dans le simple but de demeurer concurrentielles. Pour justifier ces investissements, elles doivent obtenir un rendement supérieur au coût du capital. Malheureusement, la majorité des entreprises de ce groupe ne parviennent pas à récupérer ce que leur coûte le capital. Ainsi, si elles continuent à augmenter leur actif en termes réels, elles détruiront l'avoir des actionnaires.

Pièce IV.2



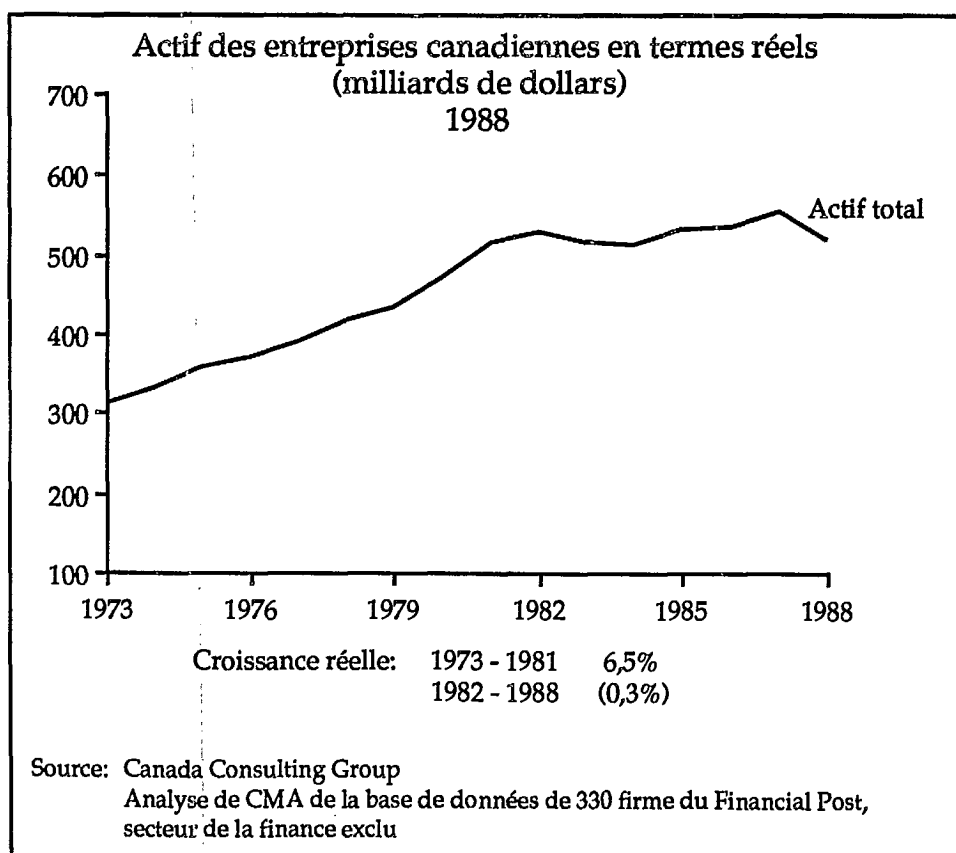
La Pièce IV.2 illustre le rendement de 22 entreprises canadiennes du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel pendant les années quatre-vingt. Presque toutes les entreprises que nous avons étudiées étaient à gauche de la ligne verticale : en moyenne, leurs bénéfices ont donc été inférieurs au coût de leur capital. De plus, bon nombre d'entre elles se trouvaient au-dessus de la ligne horizontale : leur actif était donc en croissance.

De 1982 à 1988, les entreprises du coin supérieur gauche de la figure étaient en train de détruire une partie de la valeur de l'investissement de leurs actionnaires en croissant en termes réels mais en obtenant des bénéfices inférieurs au coût du capital sur cet investissement. Elles utilisaient une portion plus importante de l'argent de leurs actionnaires pour soutenir leur croissance mais assuraient à ces

derniers un rendement inférieur à ce qu'ils pouvaient obtenir ailleurs. (Étant donné que le rendement sur la dette est fixe et doit être versé quels que soient les bénéfices de l'entreprise, ce sont les détenteurs de capitaux propres qui subissent les conséquences de l'incapacité de l'entreprise à récupérer le coût du capital.)

Si ces entreprises ne peuvent accroître leur rendement, la ligne à suivre est par conséquent de diminuer leur taille et de rembourser de l'argent à leurs actionnaires pour qu'ils l'investissent ailleurs. C'est ce que faisaient les firmes du coin inférieur gauche. Elles n'étaient pas en mesure de récupérer le coût du capital, mais au moins elles ont limité les dégâts. Le plupart des entreprises du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel n'ont pas pu couvrir le coût de leur capital : elles devaient donc rapetisser pour minimiser les pertes pour leurs actionnaires. On peut prévoir que, lorsque les marchés se rendront enfin compte que le rendement de ces firmes ne couvre pas le coût du capital, la croissance de leur actif ralentira.

Pièce IV.3



Et c'est bien ce qui s'est produit (Voir la Pièce IV.3). En termes réels, dans l'ensemble, l'actif des 300 plus grandes entreprises canadiennes non financières cotées en bourse, qui est assez représentatif des entreprises du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et le secteur manufacturier traditionnel, n'a pas augmenté depuis le début des années quatre-vingt. Ces entreprises sont doublement handicapées. Leur actif actuel ne leur assure pas le rendement minimal dont elles ont besoin. Et le coût élevé du capital limite leur capacité à investir dans des projets qui créeraient une valeur suffisante, projets qui sont souvent viables pour les concurrentes étrangères bénéficiant de capitaux à coût moindre.

Le problème de coût du capital se manifeste de trois manières très concrètes pour les entreprises du secteur de l'exploitation des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel :

- Les entreprises canadiennes constatent qu'elles ne peuvent concurrencer les firmes japonaises, allemandes, coréennes ou taïwanaises pour certaines acquisitions.
- Le taux de rendement minimal interne est si élevé que, dans le secteur manufacturier ou des ressources naturelles, très peu de nouveaux projets sont acceptables compte tenu de l'intensification de la concurrence.
- Les tentatives de diversification dans des secteurs où les marges bénéficiaires sont plus élevées sont jugées trop risquées par le milieu financier, ce qui condamne les entreprises à leur secteur d'activité très étroit et parfois tout à fait inintéressant.

La concurrence pour les acquisitions

Nos entrevues nous ont permis d'interroger un certain nombre de dirigeants d'entreprises canadiennes de ressources naturelles en concurrence avec des firmes allemandes et japonaises pour des acquisitions et qui sont surpris par les prix élevés que leurs concurrentes étrangères sont prêtes à payer. Dans la plupart de ces cas, il ne semblait pas que la concurrente étrangère serait en mesure d'obtenir des bénéfices supérieurs de cet actif, mais plutôt qu'elle appliquait à l'investissement un taux d'escompte inférieur.

"Nous sommes toujours surpris par les sommes énormes que les entreprises étrangères sont prêtes à payer. Cela nous empêche de nous intéresser à bon nombre de nouvelles possibilités."

Entreprise canadienne de ressources variées

"Certaines acquisitions se font à des prix à notre avis scandaleux. Ou le capital leur coûte bien moins cher, ou ils pensent pouvoir obtenir des rendements nettement supérieurs, ou les deux."

Entreprise minière canadienne

"Ils (les Japonais) considèrent que le coût de leurs capitaux propres est nul et agissent en conséquence. Par exemple, dans le cas d'un gisement de minerai, l'offre d'achat présentée par les Japonais était supérieure de 60 p. 100 à la deuxième offre."

Cadre supérieur, entreprise australienne de ressources

Face à une telle situation, la plupart des entreprises canadiennes solides se disent prêtes à faire des acquisitions importantes sur le plan stratégique à un rendement inférieur au coût de leur capital. (Ceci explique en partie pourquoi un certain nombre des entreprises qui ne récupèrent pas le coût du capital connaissent malgré tout une croissance en termes réels.) Mais même si les entreprises canadiennes sont prêtes à mettre de côté leurs exigences en matière de rendement si les considérations stratégiques sont suffisamment fortes, le problème demeure : leurs offres d'achat sont encore inférieures à celles des firmes japonaises et allemandes qui acceptent des rendements encore moins élevés.

Supprimer le taux étalon interne

Le second problème précis posé aux entreprises canadiennes par le coût du capital relativement élevé est que beaucoup de projets ne satisfont pas au critère du taux étalon interne qui est fixé assez haut pour dépasser le coût du capital avant impôt. La plupart des entreprises canadiennes du secteur des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel suivent le système du taux étalon pour évaluer les nouveaux investissements. Elles calculent leur coût du capital avant impôt et y ajoutent une prime équivalant aux risques présentés par les projets, afin d'établir le taux étalon que tout nouvel investissement devra dépasser pour

pouvoir obtenir le financement. Dans la plupart des entreprises canadiennes dont nous avons interrogé des représentants, le taux étalon est compris entre 13 et 20 p. 100. Les entreprises japonaises et allemandes dont nous avons interrogé des représentants n'utilisent pas souvent la notion de taux étalon et, si elles le font, le taux est nettement inférieur au niveau en vigueur au Canada. Ce taux étalon est en général compris entre 5 et 10 p. 100.

"Huit pour cent avant impôt (coût de la dette avant impôt) représente le strict minimum que notre entreprise est prête à atteindre."

Dirigeant d'entreprise japonaise

"Nous effectuons un investissement dont le rendement est de cinq pour cent (coût de la dette après impôt) si l'investissement est très important et s'il n'y a pas risque d'inexécution."

Dirigeant d'entreprise allemande

Dans de nombreux cas, les représentants des firmes allemandes et japonaises indiquent que le calcul du taux étalon et du coût du capital ne sert qu'à titre indicatif pour l'évaluation des investissements. À leurs yeux, les critères les plus importants sont stratégiques et, pour un investissement donné, ils sont prêts à accepter un rendement inférieur à leur taux étalon nominal si l'intérêt stratégique est suffisant.

"Si l'investissement est de grande envergure ou s'il ne correspond pas aux critères de rendement, mais que son importance le justifie, nous projetons les états consolidés sur deux ou trois ans pour nous assurer que les conséquences financières pour notre firme sont acceptables. Si oui, nous allons de l'avant."

Dirigeant d'entreprise allemande

"Ce n'est que depuis récemment que nous avons recours à l'analyse du flux monétaire actualisé (FMA) et ce n'est peut-être pas une très bonne initiative. C'est sans doute une idée qui vient de Harvard mais qui fait prendre de mauvaises décisions."

Dirigeant d'entreprise japonaise

Tenter de nous diversifier

Le problème le plus pernicieux que pose le coût du capital aux entreprises de ressources et aux entreprises manufacturières traditionnelles canadiennes est l'obstacle qu'il constitue à la diversification vers des produits et des secteurs nouveaux. Pour certaines entreprises canadiennes, l'intérêt inhérent de leur secteur d'activité a complètement disparu au cours des dix dernières années. Deux possibilités seulement s'offrent à elles : demeurer dans leur secteur et concentrer leurs activités sur les éléments d'actif les plus intéressants de leurs secteurs centraux, ou se diversifier vers de nouvelles activités commerciales plus intéressantes. Le coût élevé du capital au Canada constitue un obstacle de taille au choix de la deuxième voie.

Pour qu'une entreprise puisse se diversifier, elle doit convaincre le milieu financier qu'elle est capable de le faire avec succès et de récupérer le coût de son capital. Si elle ne parvient actuellement pas à récupérer le coût de son capital, elle a dès le départ à surmonter un grave problème de crédibilité. De plus, elle doit convaincre des investisseurs de sa capacité de réussir dans un secteur entièrement nouveau, ce qui est déjà beaucoup en demander pour une entreprise bénéficiaire et en pleine santé.

"La triste réalité est que la haute finance ne croit pas qu'une entreprise canadienne de ressources ait beaucoup de chances de réussite dans un autre secteur, en particulier dans la haute technologie. Et malheureusement, je crains partager cette opinion."

Dirigeant d'une banque d'investissement canadienne

Compte tenu de notre structure industrielle actuelle, les craintes de la haute finance de Bay Street sont probablement fondées. Le panorama corporatif canadien est jonché d'entreprises manufacturières et des ressources naturelles qui ont tenté des diversifications téméraires dans des secteurs en forte croissance. Peut-être est-il tout à fait sensé de demander à nos entreprises de ressources de se concentrer sur la rationalisation et l'amélioration de leurs secteurs d'activité actuels. Mais si elles suivent ce conseil, d'où viendra la nouvelle croissance dans les industries à valeur ajoutée supérieure pour compenser pour le vide créé par la diminution de la taille de notre secteur des ressources naturelles et de notre secteur manufacturier traditionnel.

Lors de nos entrevues et de notre analyse quantitative, nous avons constaté que les entreprises allemandes et japonaises du secteur des ressources naturelles et du secteur manufacturier traditionnel ont elles aussi du mal à gagner le coût de leur capital, pourtant moins élevé. Elles subissent les mêmes pressions concurrentielles que les entreprises canadiennes. Mais la plupart d'entre elles réagissent différemment à cette situation en investissant vigoureusement dans de nouvelles voies commerciales. Les structures du keiretsu au Japon et de la banque principale en Allemagne les épaulent dans ces efforts en leur fournissant des capitaux à faible coût et en augmentant les chances de réussite de leur diversification par divers types d'assistance entre entreprises. Par exemple, les entreprises soeurs peuvent repérer les nouveaux marchés éventuels, mettre des prototypes à l'essai, fournir de la technologie, prêter de la main-d'oeuvre et ouvrir les portes d'autres firmes, dans le pays d'origine et à l'étranger. Le cas de Nippon Mining au Japon illustre parfaitement ce processus. Nous connaissons de nombreux exemples similaires.

Le cas de Nippon Mining

Nippon Mining était une entreprise en sérieuse difficulté stratégique et financière à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt. Nippon Mining, dont les activités étaient concentrées dans les secteurs des mines de cuivre et du pétrole raffiné, a été durement touchée par la hausse du cours du yen et par l'augmentation des investissements requis pour se conformer à la réglementation japonaise anti-pollution. Nippon Mining, qui possédait plusieurs petites raffineries, était en position de faiblesse au sein du secteur de pétrole raffiné japonais qui perdait du terrain sur le plan de la compétitivité. Réalisant que les perspectives d'avenir étaient de même assez sombres au sein de l'industrie du cuivre en déclin, l'entreprise a décidé, pour assurer sa survie, de se diversifier vers des secteurs à croissance et à rentabilité supérieures.

En dépit des mauvaises performances financières de l'entreprise, Nippon Mining s'est engagée de façon spectaculaire dans le développement de nouveaux produits. Pour refléter ce changement de stratégie, Nippon a entrepris d'élaborer des plans de dix ans, par opposition aux plans de trois ans, et a procédé à une analyse stratégique rigoureuse d'un certain nombre d'investissements potentiels importants de R-D. Sur le plan financier en outre, Nippon Mining n'a pas ménagé ses efforts envers sa nouvelle stratégie. De 1986 à 1990, l'entreprise a investi 154 millions de dollars américains par an en recherche et développement, soit environ

3,1 p. 100 de son chiffre d'affaires. Sur cette somme, environ 85 p. 100 ont été investis dans le développement de technologies qui pourraient conduire à des secteurs tout à fait nouveaux pour Nippon Mining. Seulement 15 p. 100 ont été investis dans les secteurs traditionnels de Nippon Mining.

Si l'on compare ces chiffres à ceux d'une grande entreprise de métallurgie canadienne comme Alcan, les résultats mettent en évidence le problème qui se pose aux entreprises canadiennes de ressources. En 1988, Alcan a investi 162 millions de dollars américains en recherche et développement, soit environ 1,7 p. 100 de son chiffre d'affaires. Une très petite portion de cette somme est allée au développement de technologies novatrices qui pourraient mener à des secteurs ou à des produits nouveaux. L'immense majorité des fonds a été affectée à l'amélioration de technologies existantes dans le secteur de l'aluminium. Alcan, ayant à assumer un coût du capital plus élevé, ne peut se permettre la perspective à plus long terme et les risques plus élevés qui sont nécessaires pour la recherche et le développement dans les secteurs de pointe. (Voir la Pièce IV.4)

Pièce IV.4

	Nippon Mining	Alcan
Chiffre d'affaires	4,9 milliards \$ US	9,3 milliards \$ US
Dépenses de R-D	154 milliards \$ US ¹ 3,1 p. 100 du chiffre d'affaires	162 milliards \$ US ² 1,7 p. 100 du chiffre d'affaires
Coût du capital ³	3,1 p. 100	6,2 p. 100
Cible principale de la R-D	Aval/Produit	Amont/Procédé
Stratégie technologique	Nouveau produit	Technologies de l'aluminium

1. Moyenne de 1986-1990

2. 1988

3. Réel

Source: Canada Consulting Group

L'achat récent de Gould Corporation par Nippon Mining est un résultat important de la stratégie de l'entreprise d'acquérir ou de développer une technologie clé dans un domaine relié à ses deux secteurs d'activité principaux. Gould, entreprise américaine, est le chef de file mondial dans le domaine de la feuille de

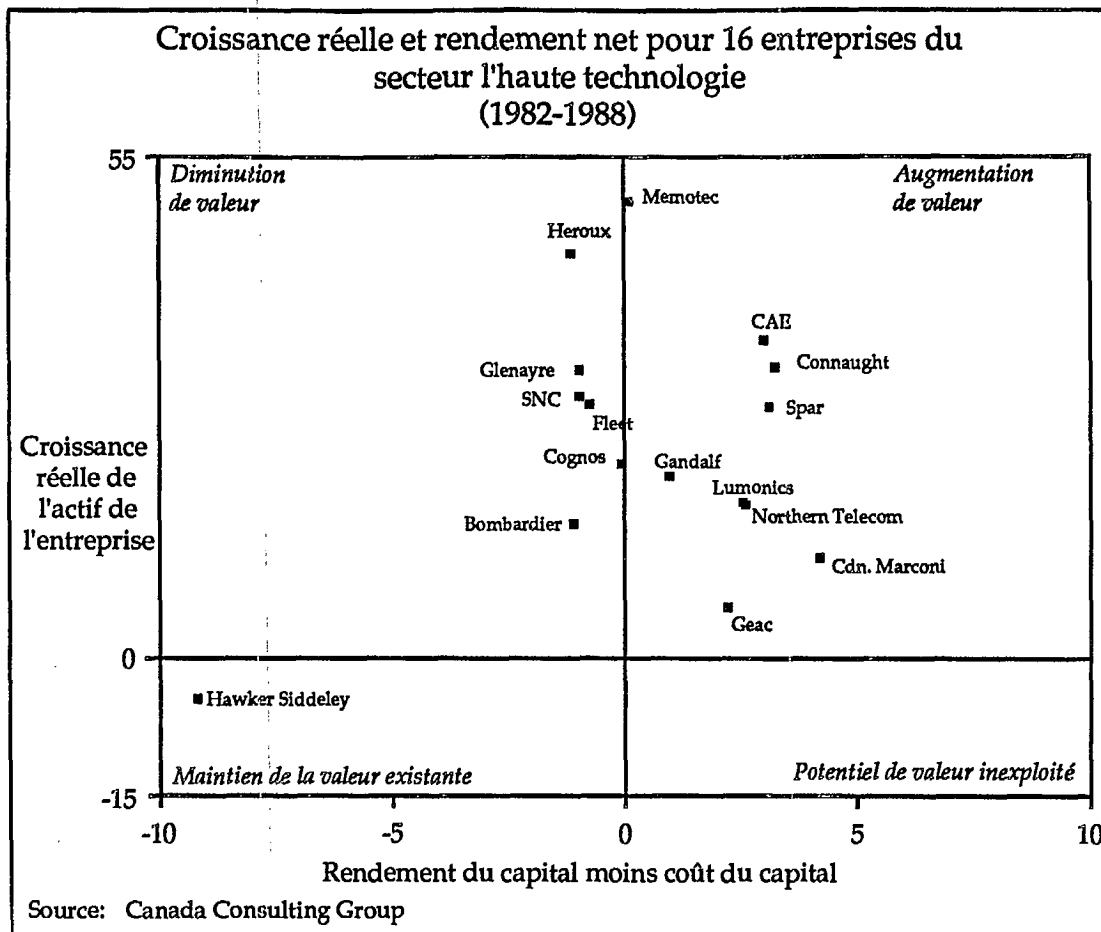
cuiivre, produit utilisé dans la fabrication des semi-conducteurs. Nippon Mining a considéré cette acquisition comme l'occasion de s'introduire dans un secteur en Oaval étroitement lié à l'industrie de l'informatique en forte croissance. Nippon Mining avait déjà mis sur pied une petite entreprise reliée à ce domaine dans le cadre d'un projet de R-D.

Nippon Mining prévoit une récupération à long terme sur cet investissement stratégique, et le faible coût du capital de Nippon Mining (son niveau est de moitié celui de l'Alcan) en a aidé la réalisation. Il était aussi nécessaire, pour la réussite de la diversification, que Nippon Mining ait pu obtenir l'appui et le soutien actif de sa banque et des entreprises connexes dans l'exécution de la stratégie.

ENTREPRISES ÉTABLIES DE HAUTE TECHNOLOGIE

À l'inverse des entreprises bien établies du secteur manufacturier et du secteur des ressources naturelles, nous avons constaté que les firmes de haute technologie bien établies du Canada parviennent généralement mieux à récupérer le coût de leur capital et qu'elles ont donc pu soutenir leur croissance sans détruire l'avoir des actionnaires. En réalité, la forte croissance de ces firmes est le reflet des impératifs de leurs secteurs : dans la plupart des secteurs de haute technologie, les firmes dont la croissance n'est pas assez forte prennent du retard par rapport à la concurrence et leurs perspectives de croissance sont peu encourageantes.

Pièce IV.5



La schizophrénie de la R-D

Mais malgré leur position plus solide, même ces firmes de haute technologie bien établies sont gravement handicapées. Elles constatent souvent que les investisseurs n'évaluent pas adéquatement les investissements qu'elles effectuent dans des éléments d'actif plus "accessoires" et dans le développement de nouveaux marchés. Ceci est dû au fait que la R-D et le développement de marchés ne peuvent être amortis puisqu'il s'agit de frais. Leur effet se fait donc sentir directement sur les bénéfices à court terme. De même, de nombreux investisseurs escomptent les bénéfices nets pour déterminer le cours des actions de l'entreprise. C'est pourquoi l'augmentation des investissements de R-D et de développement de marchés peuvent faire baisser la valeur de l'action de l'entreprise. Ceci met les entreprises dans l'obligation de choisir entre les bénéfices courants et les obligations de la compétitivité à long terme.

"Nous devons nous en tenir à l'essentiel, et nous ne pouvons pas dépenser plus de 10 à 12 p. 100 du chiffre d'affaires en R-D à cet effet. Nous sommes obligés d'être schizophrènes, de nous en tenir au rendement trimestre après trimestre, tout en tentant de prévoir à long terme."

Dirigeant d'une entreprise canadienne de haute technologie

"Nous sommes perpétuellement coincés entre les priorités des investisseurs, qui penchent en faveur de l'amélioration des résultats à court terme, et la réalité de notre industrie où le marché et les forces de la concurrence ne permettent que des rendements à long terme et exigent des investissements considérables en R-D et en commercialisation pour assurer le maintien de la compétitivité."

Dirigeant d'une entreprise canadienne de haute technologie

En théorie, il n'y a aucune raison que les investissements en R-D et en commercialisation réduisent le cours de l'action d'une entreprise. Un investissement ne devrait être effectué que s'il engendre un rendement supérieur au coût du capital de l'entreprise. Par conséquent, les avantages futurs de l'investissement devraient être supérieurs aux effets à court terme sur les bénéfices. Le cours des actions de l'entreprise devrait donc augmenter et non baisser. Cela n'est malheureusement pas vrai dans la pratique. Le milieu canadien de la finance et les entreprises canadiennes elles-mêmes s'entendent pour dire que la bourse n'accorde en général qu'une valeur négligeable, voire nulle, aux investissements en R-D et en commercialisation. La motivation à investir pour l'avenir s'en trouve mise à mal.

"Les investisseurs ne disposent pas de renseignements pouvant les assurer si le faible niveau des bénéfices est dû à des investissements judicieux ou à un piètre rendement; ils supposent donc qu'il s'agit de la seconde hypothèse."

Dirigeant d'une banque d'investissement canadienne

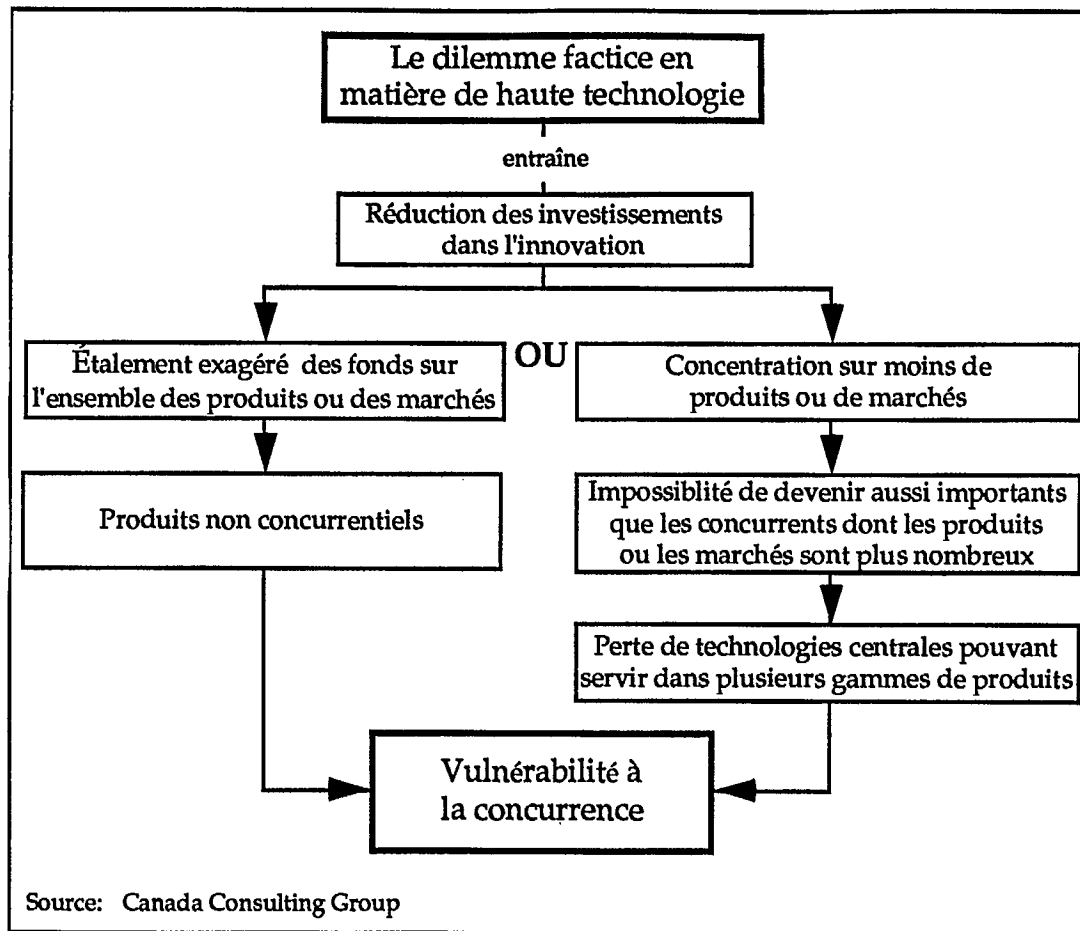
Ce problème ne touche pas que le Canada. Selon une étude récente du ministère du Commerce et de l'Industrie de Grande-Bretagne : "La City (Londres) ne surévalue ou ne sous-évalue pas la R-D : elle ne l'évalue pas du tout!"

C'est pourquoi des entreprises de haute technologie bien établies sont limitées dans leur capacité d'investir dans l'innovation, même si elles croient que le maintien de leur situation concurrentielle l'exige. Plusieurs d'entre elles n'ont alors que deux possibilités, qui les rendent toutes deux plus vulnérables à leurs concurrentes.

Le dilemme factice en matière de haute technologie

Plusieurs entreprises canadiennes nous ont indiqué faire face à un dilemme factice : rétrécir leur gamme de produits ou conserver une gamme complète mais avec un financement insuffisant pour le développement de produits. La première solution, se concentrer sur un nombre limité de produits ou de marchés de manière à pouvoir effectuer les investissements suffisants pour assurer la qualité et raffermir la compétitivité, peut permettre de contourner le problème de l'insuffisance des capitaux et de maintenir les positions de l'entreprise pour les produits ou les marchés choisis. Mais un tel resserrement peut rendre bien des entreprises vulnérables face aux concurrentes étrangères à croissance plus rapide qui ont les moyens d'investir dans une gamme de produits et de technologies plus étendue. Elles pourraient notamment se heurter à des concurrentes capables d'investir dans les technologies de base pouvant servir pour tous leurs produits.

Pièce IV.6



Prenons par exemple la technologie centrale d'une entreprise canadienne de haute technologie dont nous avons rencontré un dirigeant : seuls quelques fournisseurs dans le monde peuvent combler les besoins de la firme en cette matière pour le développement de produits futurs. Tous ces fournisseurs sauf un ont déjà été achetés par les concurrents japonais de l'entreprise canadienne. Si cette dernière n'achète pas le dernier fournisseur de la technologie, elle risque d'être dans l'impossibilité totale d'être présente sur ce marché. Cette firme canadienne a choisi de concentrer sa gamme de produits, au lieu de tenter d'acheter le fournisseur et de sous-financer d'autres secteurs technologiques. Elle craint fort que cette décision de limiter sa gamme puisse un jour lui être fatale.

Le maintien de l'ensemble des produits et des marchés en affectant à chacun une plus petite part des investissements permet d'éviter les problèmes de la première alternative exposés ci-dessus. Mais cette solution donne lieu à des investissements constamment inférieurs à ceux de la concurrence internationale, ce qui débouchera

inéluclablement sur des produits non concurrentiels. Ce problème est particulièrement aigu dans les secteurs de haute technologie en évolution rapide où le rythme élevé de développement de produits nouveaux traduit les progrès rapides accomplis dans les technologies de base. Si les ressources à investir ne sont pas suffisantes pour assurer le développement adéquat de la génération de produits suivante, et en particulier pour assurer ce développement plus rapidement, l'entreprise risque de fabriquer des produits dépassés.

La solution à plusieurs des problèmes qui se posent à ces entreprises de haute technologie est de s'allier à un fournisseur de capitaux à faible coût, ou tout au moins à une source de capitaux capable de tenir compte des avantages futurs des investissements effectués aujourd'hui. À cet égard, l'achat par des groupes étrangers de Connaught et de Lumonics constituent souvent des alternatives inévitables aux problèmes auxquels se heurtent ce type d'entreprises. Ces deux entreprises ont été cédées à des propriétaires étrangers en vue de surmonter les problèmes d'investissement qu'elles éprouvaient sous propriété canadienne. À court terme, ces prises de contrôle par des corporations étrangères compétentes vont leur donner accès à des fonds et donc accroître l'innovation, l'investissement et la compétitivité.

"Nous avons besoin d'un actionnaire puissant comprenant notre entreprise et désireux d'investir dans un secteur de haute technologie : or, l'expérience a prouvé que les firmes canadiennes ne veulent pas investir dans notre secteur. C'est pourquoi nous avons été achetés par une firme étrangère."

Dirigeant d'une entreprise canadienne de haute technologie

"Compte tenu du poids des facteurs liés au court terme et en dépit d'une intime conviction des perspectives à long terme, nous avons conclu que nous devons modifier la structure de notre actionnariat en fonction des besoins actuels de l'entreprise, ou restructurer complètement l'entreprise elle-même, probablement en désinvestissant dans les secteurs exigeant les investissements futurs les plus élevés, faute de quoi nous n'aurions pu combattre sur le champ de bataille de la concurrence."

Dirigeant d'une entreprise canadienne de haute technologie achetée par une multinationale étrangère

À plus long terme cependant, la propriété étrangère présente le risque que les activités à forte valeur ajoutée soient transférées à l'extérieur du Canada. Et à très long terme, seul le véritable leadership technologique ne pouvant être transféré peut garantir que les activités à forte valeur ajoutée demeureront dans ce pays.

Pour illustrer ce problème, nous allons citer l'exemple d'une autre entreprise de haute technologie acquise assez récemment par une entreprise étrangère. L'entité canadienne avait conçu un nouveau produit, l'avait vendu à l'avance à deux ou trois clients importants outremer, et avait mis sur pied une équipe de développement chargée d'en faire un produit fini. Peu après le début du travail de développement, l'entreprise mère étrangère a constaté que sa propre équipe de développement était sur le point de disposer d'une importante capacité excédentaire. Plutôt que de la mettre à pied, elle a transféré le développement du nouveau produit de la filiale canadienne au siège social à l'étranger et a démantelé l'équipe de développement canadienne. Le gestionnaire canadien en charge du projet fait remarquer : "Il y avait capacité excédentaire. Nous avions un projet important et prometteur. Il a été envoyé aux États-Unis, point final. Je n'avais même pas terminé le recrutement de mon équipe."

Même si la plupart des entreprises canadiennes de haute technologie bien établies sont en mesure de récupérer le coût du capital et d'assurer la croissance de leur actif réel, à cause du coût élevé des capitaux propres au Canada et de l'inaptitude du milieu financier à évaluer correctement les investissements dans ce secteur, il leur sera de plus en plus difficile de maintenir leur rendement compte tenu de l'intensification de la concurrence à laquelle elles font face. Malgré tout, la situation de ces entreprises de haute technologie bien établies est nettement plus confortable que celle des firmes du même domaine mais dont le développement n'est pas encore aussi avancé.

JEUNES ENTREPRISES DE HAUTE TECHNOLOGIE

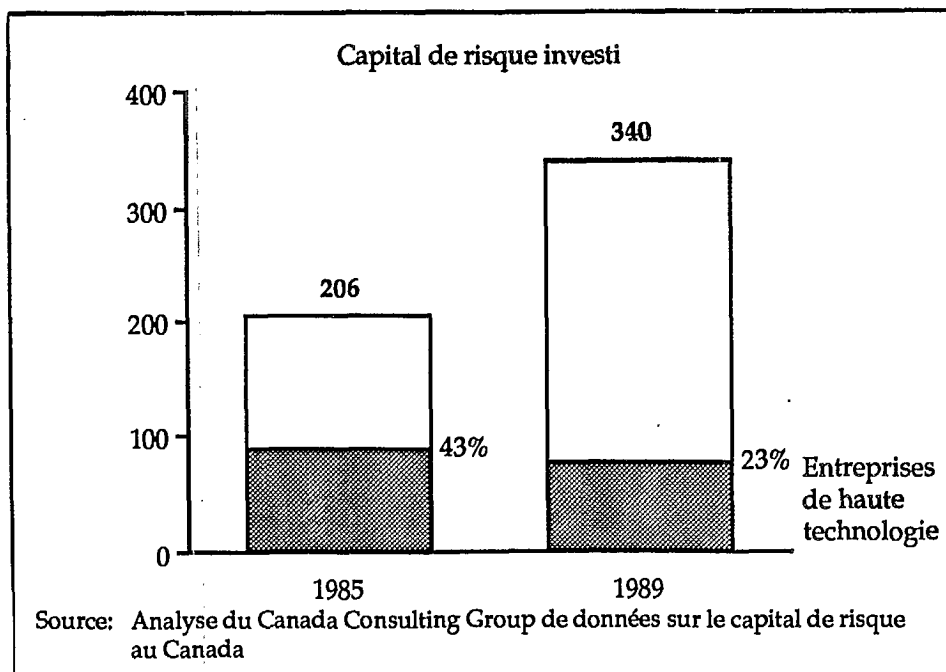
Les jeunes entreprises de haute technologie font face aux mêmes problèmes que celles qui sont bien établies. Cependant, elles doivent relever un défi encore plus difficile : elles ont souvent du mal à obtenir des capitaux, quel qu'en soit le prix.

Pour financer leurs activités, ces firmes doivent avoir recours presque exclusivement aux capitaux propres. L'accès à une dette suffisante leur est bel et bien interdit.

Premièrement, leur actif ne leur permet pas de fournir des garanties pour emprunter. De plus, l'encaisse constante nécessaire au remboursement d'une dette n'est habituellement pas assurée; il arrive souvent à ces entreprises de ne percevoir aucun revenu pendant de longues périodes. Par ailleurs, elles n'ont en général pas d'antécédents à même de rassurer un prêteur, surtout à cause du nombre de manquements sur les petits prêts commerciaux. Leur dépendance envers les capitaux propres fait nettement augmenter le coût du capital, les capitaux propres étant beaucoup plus onéreux que la dette. Enfin, pour beaucoup de ces entreprises, ce n'est pas même le coût du financement qui constitue un problème, mais bien son extrême rareté pour les entreprises de haute technologie en général, et les firmes de petite taille en particulier.

Au cours des quelques dernières années, les investissements de capital de risque dans de nouvelles entreprises de haute technologie ont diminué. Par exemple, alors que le capital de risque investi total a augmenté très rapidement entre 1985 et 1989, les investissements dirigés vers des entreprises de haute technologie ont diminué, non seulement en pourcentage mais aussi en dollars absolus. (Pièce IV.7)

Pièce IV.7



À son tour, l'insuffisance des investissements signifie qu'il manque une masse critique d'industries canadiennes de haute technologie. Le problème initial est la taille restreinte du marché intérieur.

"Notre marché intérieur est trop petit pour faire vivre beaucoup d'entreprises, nos petites entreprises doivent donc rapidement prendre des mesures pour étendre leurs marchés. Les firmes américaines peuvent attendre d'avoir atteint une taille plus importante sur leur marché intérieur avant de devoir penser à exporter."

Dirigeant d'une banque d'investissement canadienne

Cette nécessité de grandir rapidement au-delà de notre marché intérieur est compliquée par nos ressources limitées. En outre, les investissements qui sont consentis dans la haute technologie sont fragmentés, tant sur le plan technologique que géographique. Comme nous l'a dit un analyste d'une banque d'investissement : "Il n'existe pas vraiment d'industrie de la haute technologie au Canada. Il y a plusieurs entreprises canadiennes de haute technologie, et presque autant d'industries." Et d'ajouter le représentant d'une firme de capital de risque : "Chaque région veut implanter ses propres industries, il est donc difficile de bâtir une infrastructure industrielle."

L'absence de masse critique occasionne des faiblesses de gestion et d'infrastructure. C'est souvent la gestion qui est en cause.

"Les résultats décevants sont en grande partie dus à la compétence insuffisante en matière de vente et de commercialisation dans le domaine de la haute technologie. Nous constatons que les problèmes commencent quand nous tentons de remplacer ceux qui occupent les postes élevés car il nous est impossible de trouver les compétences au Canada. Le problème vient notamment de l'absence de masse critique."

Représentant d'une firme de capital de risque

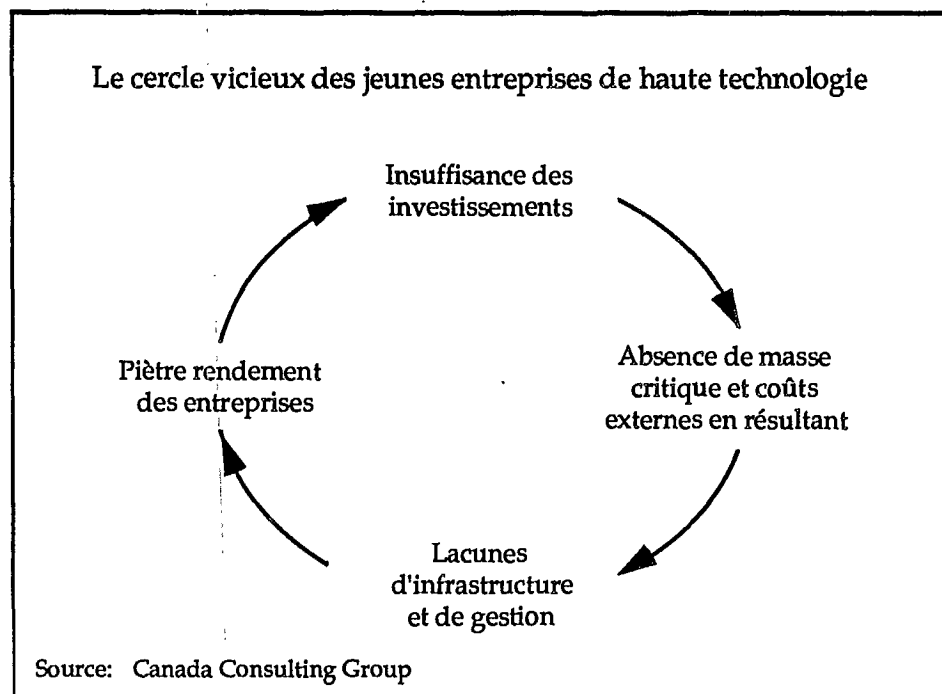
"Il est plus facile de trouver de bonnes idées que des gestionnaires capables de lancer une entreprise; nous préférierions des personnes compétentes à une excellente idée administrée de façon douteuse."

Représentant d'une firme de capital de risque

Puisqu'il n'y a pas assez de firmes bien établies pour constituer un bassin de gestionnaires expérimentés capables de diriger de jeunes entreprises, les compétences sur lesquelles les jeunes firmes peuvent compter sont insuffisantes. Les jeunes entreprises ne trouvent pas dans leur entourage d'autres entreprises de haute technologie pouvant servir de fournisseurs, de clients ou de partenaires dans des alliances stratégiques.

Le manque de gestionnaires qualifiés et les risques inhérents liés aux jeunes entreprises de haute technologie ont fait que, pour les investisseurs, les résultats des entreprises canadiennes de haute technologie ont été décevants. Les investisseurs institutionnels n'investissent pas du tout dans les entreprises de haute technologie. Il s'agit d'un véritable cercle vicieux irritant pour les entrepreneurs et le milieu de la finance. (Voir la Pièce IV.8.)

Pièce IV.8



En raison du manque d'intérêt des investisseurs, le milieu de la finance n'a pas acquis d'expertise dans le secteur de la haute technologie. C'est pourquoi les investissements n'ont bien souvent pas les résultats attendus, ce qui réduit l'intérêt

des investisseurs. Ainsi commence un autre cercle vicieux parmi les investisseurs. (Voir la Pièce IV.9)

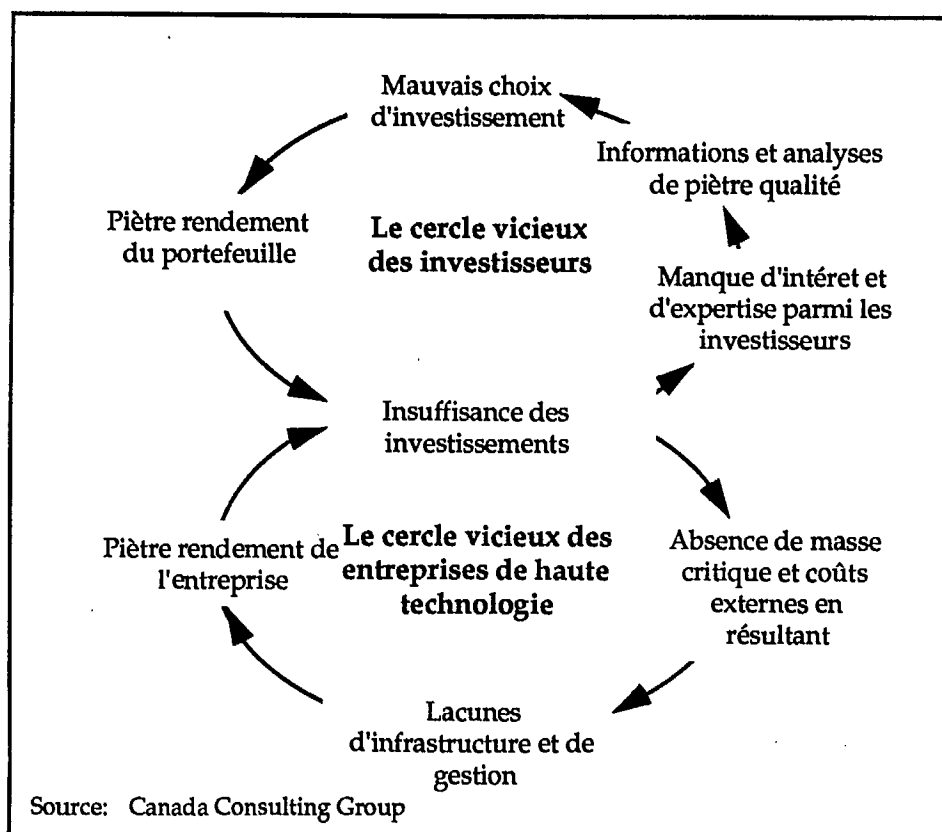
"Les fonds de pension ont été complètement déroutés par les résultats des titres des entreprises de haute technologie. Ils ont complètement quitté ce domaine."

Représentant d'une firme canadienne de capital de risque

"Compte tenu du rendement des investissements dans de nouvelles entreprises de haute technologie, nous n'investissons dans ces secteurs que pour le bien social du Canada. Aucune autre raison ne nous permet de justifier ces investissements."

Représentant d'une firme canadienne d'assurance vie

Pièce IV.9



Le cercle vicieux des investisseurs et le cercle vicieux des entreprises de haute technologie s'alimentent mutuellement. Par ailleurs, ces deux cercles vicieux permettent d'expliquer les commentaires apparemment contradictoires des entrepreneurs du domaine de la haute technologie et des fournisseurs de capitaux de risque :

"Il n'y a pas au Canada de spécialistes du capital de risque bien informés. Nous avons dû trouver notre financement aux États-Unis."

Fondateur d'une entreprise canadienne de haute technologie

"Nous ne voyons que peu de bonnes affaires au Canada. Le milieu de la haute technologie est peu important et la plupart des firmes qui se présentent à nous ont des plans ou une direction suspects."

Représentant d'une firme canadienne de capital de risque

La vérité est que les entreprises canadiennes de haute technologie et les financiers de la haute technologie au Canada ne sont pas de calibre international. Il en demeurera ainsi tant que ces deux cercles vicieux seront là, avec l'inertie qu'ils engendrent.

Certains de ces problèmes sont endémiques à tous les lancements d'entreprises de haute technologie dans le monde entier. Mais le problème au Canada semble nettement plus grave que chez certains de nos principaux concurrents.

La haute technologie au Japon et en Allemagne

La différence importante entre la situation dans ces deux pays et celle qui prévaut au Canada réside en le fait que, en Allemagne et au Japon, de grandes entreprises locales sont aussi des chefs de file dans des secteurs nouveaux et à forte croissance. Grâce à leur taille plus importante, ces entreprises peuvent habituellement bénéficier de capitaux à un coût moins élevé mais aussi répartir les risques des nouvelles activités et de la R-D entre leurs divisions et leurs filiales. Ceci permet la création d'une infrastructure industrielle solide. Tous ces

facteurs se combinent pour assurer le succès de l'introduction de nouvelles technologies sur le marché.

Par ailleurs, les firmes de haute technologie qui ne sont pas de grande envergure se développent souvent au sein d'un grand groupe industriel, un keiretsu ou un holding bancaire par exemple. Chacun des principaux keiretsus a maintenant son entreprise de capital de risque. Ceci permet d'assurer la stabilité, l'accès aux capitaux, des mécanismes de partage des risques et l'accès immédiat à des contrats, d'autres entreprises du groupe devenant des clients clés. De plus, l'infrastructure plus solide et la masse critique générée par les grandes entreprises apportent un appui additionnel à la petite entreprise, même si celle-ci est indépendante et ne fait pas partie d'un grand groupe.

La haute technologie aux États-Unis

Les États-Unis éprouvent certains des problèmes du Canada. Le capital y est onéreux et les structures institutionnelles qui existent au Japon et en Allemagne y sont absentes.

Cependant, il y a aux États-Unis de nombreuses firmes nationales dans les secteurs à forte croissance, comme IBM, GE ou Hewlett-Packard. La taille et l'importance stratégique de ces firmes a contribué à la création d'une infrastructure solide dans leurs secteurs d'activité. À partir de cette assise, une importante masse critique de haute technologie et à croissance rapide s'est développée dans des lieux géographiques centraux, par exemple sur la Route 128 au Massachussets ou à Silicon Valley en Californie.

Cette masse critique de grande envergure présente plusieurs avantages, dont la disponibilité d'un bassin de gestionnaires expérimentés pour ce type d'entreprises. Elle a favorisé le développement de l'expertise parmi les investisseurs. Ainsi, les industries et les risques liés à la haute technologie sont mieux compris. Cela s'est traduit en des marchés des émissions initiales et du capital de risque plus développés. Les investissements plus importants dans les titres de haute technologie et les possibilités de sortie additionnelles permettent de soutenir l'intérêt des investisseurs. Ainsi, les nouvelles entreprises américaines de haute technologie ont de bien meilleures chances de surmonter les problèmes débilants qui étouffent leurs concurrentes canadiennes.

MULTINATIONALES ÉTRANGÈRES

Les multinationales, canadiennes ou étrangères, se fondent en général sur le coût du capital dans leur pays d'origine pour évaluer les projets d'investissement. Les entrevues nous ont permis de constater que les décisions d'investissement des multinationales présentes au Canada ne sont pas directement influencées par le coût élevé du capital dans notre pays, même dans les cas où il y a certains capitaux propres publics au Canada.

Cependant, ces firmes sont indirectement touchées par le coût élevé du capital au Canada, de plusieurs manières importantes. Elles souffrent souvent parce que l'assise de leurs fournisseurs est faible par rapport à celle d'autres pays, parce que les fournisseurs canadiens sont quelquefois incapables d'établir l'envergure et la capacité leur permettant de devenir concurrentiels à l'échelle internationale, en partie à cause du coût du capital. De plus, l'absence de masse critique solide d'entreprises de haute technologie prive plusieurs multinationales étrangères d'un bassin étendu de compétences scientifiques et technologiques au sein duquel elles pourraient recruter. Ceci fait du Canada un endroit moins intéressant pour les activités technologiques et de R-D de ces entreprises. Donc, même si le coût du capital ne touche pas directement les activités des multinationales étrangères au Canada, il a un effet indirect négatif sur les capacités d'attraction du Canada.

INVESTISSEMENTS RÉELS DES ENTREPRISES INFÉRIEURES

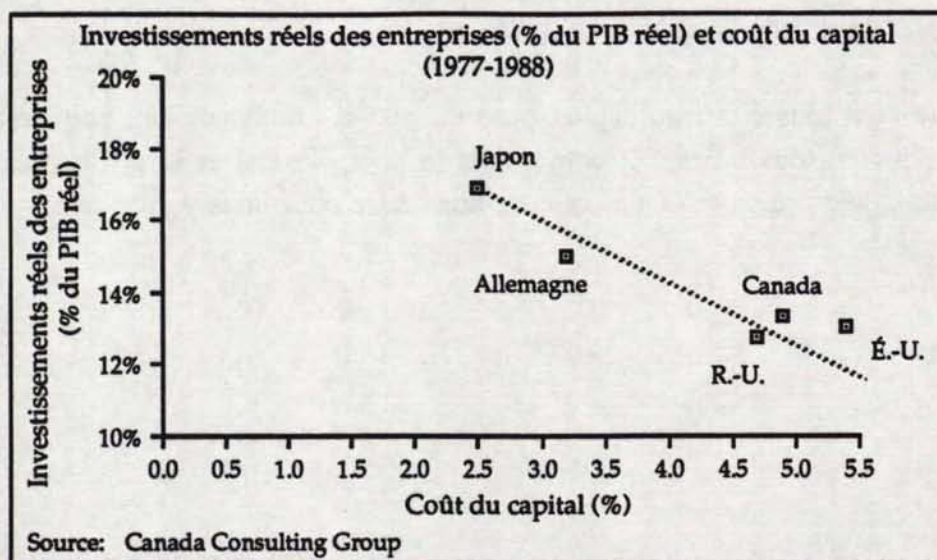
En résumé, à cause du coût élevé du capital au Canada, il est difficile pour les entreprises canadiennes de maintenir le niveau d'investissement et d'innovation requis pour continuer à être concurrentielles à l'échelle globale. Ces conséquences se font surtout sentir dans les secteurs d'investissement plus "accessoires", les plus cruciaux pour bien des entreprises de haute technologie à forte croissance.

L'analyse des investissements réels des entreprises en tant que pourcentage du PIB suggère qu'il y a bien une relation entre le coût du capital et l'investissement des entreprises.

Cette relation statistique est étayée par les entrevues que nous avons réalisées avec les représentants de chaque groupe d'entreprises. Plus le coût du capital est élevé, plus le taux étalon que doit atteindre tout projet d'investissement est élevé. Et plus le taux étalon est élevé, moins les possibilités d'investissements viables

sont nombreuses en comparaison à celles des concurrentes étrangères qui disposent de capitaux moins coûteux. Ce facteur est directement responsable de la baisse du niveau d'investissement au Canada par rapport aux pays concurrents.

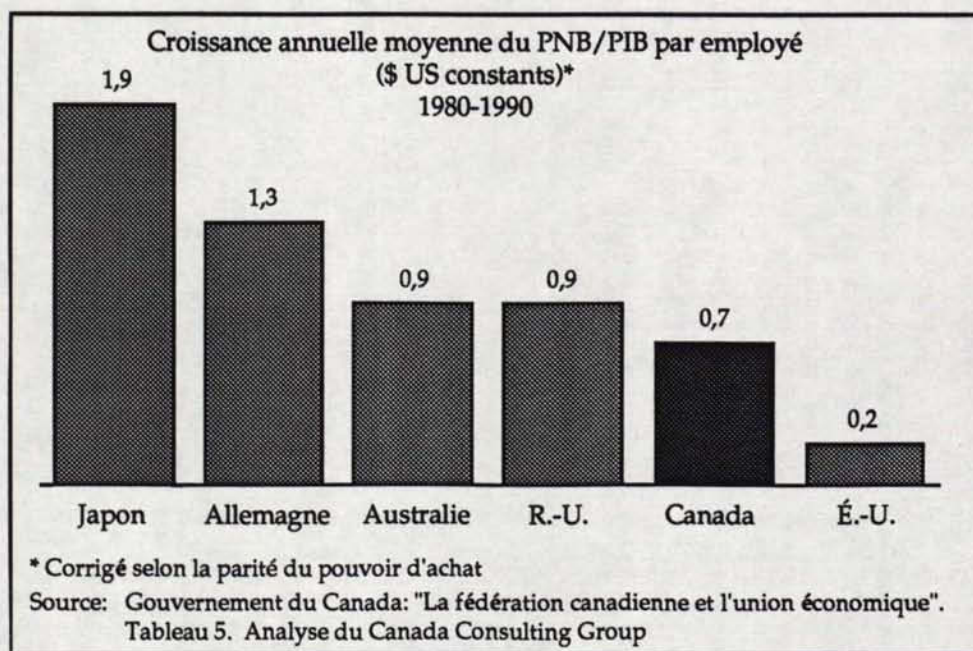
Pièce IV.10



FAIBLE HAUSSE DE LA PRODUCTIVITÉ

En conséquence, les pays où le coût du capital est élevé investissent moins que ceux du groupe où le capital est moins coûteux. Ceci freine la croissance de leur productivité. Comme le montre la Pièce IV.11, entre 1980 et 1990, au Canada, comme dans les autres pays où le coût du capital est élevé, la croissance du PIB par employé a été nettement inférieure à celle de l'Allemagne ou du Japon.

Pièce IV.11



Cette relation alimente l'argument selon lequel, avec le temps, le coût du capital élevé cause la baisse des investissements, notamment dans les secteurs qui mènent à de plus grandes efficiences de fabrication et à la hausse de la qualité de production. Les conséquences à long terme sont le déclin permanent et qui s'entretient lui-même de la compétitivité.

Ainsi, le coût plus élevé du capital pose de graves problèmes aux entreprises canadiennes de tous types. Il compromet la compétitivité et la prospérité de l'ensemble de notre pays. Que pouvons-nous faire pour nous y attaquer?

Chapitre V

QUELLES SONT LES SOLUTIONS?

Le problème du coût du capital du Canada n'est ni nouveau ni unique. La situation prévaut depuis de nombreuses années et le coût du capital pour nos grandes entreprises ne diffère pas beaucoup du coût du capital pour les grandes entreprises américaines et britanniques. Étant donné que nous subissons cet inconvénient depuis de nombreuses années et que certains de nos principaux concurrents économiques sont dans le même cas, devons-nous réellement nous soucier du coût du capital?

Nous répondons ici "oui" de manière convaincue. Dans le passé, le coût du capital relativement élevé au Canada ne constituait pas un problème très grave car nous possédions d'autres atouts concurrentiels qui permettaient de récupérer assez facilement le coût du capital, même si celui-ci était élevé. L'abondance des richesses naturelles, la proximité du marché américain et la qualification assez élevée de notre main-d'oeuvre nous assuraient des rendements élevés sur le capital et la main-d'oeuvre. Nos entreprises faisaient des bénéfices confortables et pouvaient verser des salaires élevés. Mais depuis quelques années, ces avantages traditionnels ont commencé à s'éroder.

Notre position concurrentielle relative en matière de ressources a décliné à cause du déblocage des richesses naturelles de plusieurs pays en voie de développement. Ces nouvelles ressources coûtent souvent moins cher que celles qui sont produites par un pays très développé comme le Canada. Le Chili pour le cuivre, le Brésil pour la pulpe d'eucalyptus et l'Arabie Séoudite dans les engrais azotés (à base de gaz naturel) sont des concurrents nouveaux qui bénéficient d'avantages marqués sur le plan des coûts par rapport aux producteurs canadiens.

La proximité des États-Unis, qui constituait un avantage si grand pour toutes nos industries, est bien moins avantageuse dans le monde actuel du transport aérien rapide, de l'expédition peu onéreuse par bateau et de l'instantanéité des communications par téléphone, télécopieur et ordinateur. Il est regrettable, en outre, que les immenses atouts que nous apportaient jadis le haut niveau de scolarisation et de qualification de notre main-d'oeuvre aient été diminués par l'amélioration brutale en ce domaine observée dans plusieurs des pays concurrents. En fait, les positions à cet égard se sont inversées : nous sommes

maintenant en retard par rapport au Japon, à l'Allemagne et à Singapour, entre autres, pour le niveau d'éducation et de qualification du travailleur de base moyen.

L'érosion qui s'est attaquée à plusieurs des anciens avantages concurrentiels de notre pays fait que le coût du capital surgit aujourd'hui comme un problème plus grave. Cela est particulièrement vrai compte tenu du fait qu'un nombre croissant de nos industries font face à des concurrentes provenant de pays où le coût du capital est peu élevé. Dans les années soixante-dix, des entreprises comme Northern Telecom dans les télécommunications ou Dofasco dans l'acier n'avaient pas à se soucier beaucoup de la concurrence japonaise, allemande ou coréenne. Aujourd'hui cependant, les entreprises de ces pays mènent la concurrence.

À cause de la globalisation des industries, les firmes canadiennes se sont heurtées de front aux désavantages causés par un coût du capital relativement élevé. Elles constatent que leurs concurrentes, qui ne sont pas désavantagées par le coût du capital au Canada, sont en mesure de payer davantage pour les acquisitions. Elles découvrent que leurs concurrentes peuvent soutenir des activités de développement de nouveaux produits plus étendues que les firmes canadiennes concurrentes. Et elles sont de plus en plus irritées par les remboursements à long terme que peuvent se permettre les firmes japonaises ou allemandes sur les activités de développement de produits ou de marchés nouveaux.

Bien sûr, les entreprises américaines et britanniques souffrent de ces inconvénients. Mais il n'est pas très réconfortant pour Northern Telecom de dire que, même si NEC ou Siemens profitent de capitaux nettement moins onéreux, au moins AT&T subit une situation aussi désagréable.

Le coût du capital est un problème réel et pernicieux pour nos principales entreprises qui livrent concurrence sur les marchés mondiaux. Il les empêche d'adopter plusieurs des mesures stratégiquement importantes que leurs concurrentes allemandes, coréennes et japonaises peuvent se permettre. Et, plus crucial encore sans doute, le coût du capital élevé détruit discrètement des emplois et des exportations. Il influence toutes les décisions d'investissement, de manière subtile et difficilement repérable. Il tue en cachette une multitude de projets qui ne passent pas le stade de la planche à dessin alors qu'ils auraient été acceptables si la décision avait été prise dans une salle du conseil japonaise ou allemande.

POURQUOI EST-CE MAINTENANT LE MOMENT?

Il faut s'attaquer immédiatement au problème du coût du capital. L'économie canadienne se trouve aux premiers stades d'une restructuration en profondeur qui exigera des investissements majeurs dans les installations, les produits et le personnel pour que puisse être maintenu le niveau de vie auquel nous nous sommes habitués. Le coût du capital sera un facteur important du rythme et de l'issue de cette restructuration.

Cette période de restructuration économique verra la destruction d'un grand nombre d'emplois, d'usines et d'entreprises entières au Canada. L'Accord de libre-échange avec les États-Unis n'a pas lancé ce processus, mais il a accéléré la restructuration et a concentré dix ans de fermetures probables d'usines en une période moins de deux fois plus courte. L'Accord de libre-échange nord-américain entre le Canada, les États-Unis et le Mexique précipitera encore davantage ce processus et aura des répercussions particulièrement marquantes sur l'automobile et les secteurs connexes.

Malheureusement, la plupart des entreprises étrangères qui ont fermé des usines canadiennes dont la taille était insuffisante ne font pas au Canada des investissements correspondants dans de nouvelles installations de classe mondiale. En dehors de quelques exceptions, les industries qui étaient les mieux protégées par les tarifs douaniers canadiens étaient aussi des secteurs assez anciens dans lesquels la croissance du marché n'a pas justifié l'ajout d'importantes capacités supplémentaires. Et lorsque de nouvelles capacités étaient nécessaires, le Canada n'a été que trop rarement le pays choisi.

Pour remplacer les dizaines de milliers d'emplois perdus dans ces secteurs en raison du libre-échange, les entreprises canadiennes de divers secteurs, que ce soit les ressources naturelles, la haute technologie, l'acier ou le logiciel, doivent absolument investir de fortes sommes pour asseoir et améliorer leur situation concurrentielle dans leur secteur d'activité. Il faudra investir dans des immobilisations, le développement et la recherche, le développement de nouveaux marchés et la formation. Pour évaluer ces investissements, les firmes se baseront toujours sur un coût du capital plus élevé que les entreprises japonaises, allemandes, sud-coréennes ou taïwanaises comparables.

En bref, le coût du capital sera un facteur crucial de la rapidité et du succès de la progression du processus de renouvellement économique du Canada. La

réduction de ce coût du capital pourrait constituer un outil très important permettant au gouvernement d'activer le processus de renouvellement et d'assurer une issue favorable. Les gouvernements auront à faire un choix délicat entre la réduction du capital pour l'ensemble des entreprises ou celle effectuée sur une base plus sélective.

RÉDUIRE LE COÛT DU CAPITAL POUR TOUS LES INVESTISSEMENTS

Plusieurs moyens peuvent permettre de réduire le coût du capital pour l'ensemble des investissements (voir la Pièce V.1). L'un des plus courants est d'exonérer d'impôt les gains en capital ou de leur appliquer un taux réduit. L'administration Bush préconise une telle méthode aux États-Unis. Le Canada permet déjà une exonération cumulative des gains en capital de 100 000 \$ pour les particuliers.

L'exonération des gains en capital pose deux problèmes. Tout d'abord, elle s'applique à tous les gains, y compris ceux qui sont tirés de placements dans des oeuvres d'art, des terrains, ou même dans les livraisons à terme d'estomacs de porc. Elle ne concentre donc pas les dépenses fiscales gouvernementales exclusivement sur les firmes aux prises avec la concurrence internationale. Le second problème est que les fonds de pension et autres institutions exonérées de l'impôt n'en bénéficient pas. Son effet sur le coût du capital est donc amoindri par le volume de capitaux propres que détiennent des institutions.

Le second mécanisme permettant de réduire le coût du capital est la diminution du niveau d'imposition du revenu des corporations. L'Australie a adopté une variante de cette méthode en éliminant la double imposition des dividendes grâce à l'imputation de ceux-ci. Ainsi, le contribuable particulier peut tenir compte de l'impôt des sociétés déjà payé par l'entreprise qui lui verse un dividende pour calculer l'impôt qu'il doit lui-même payer sur ce dividende.

Pièce V.1

Mécanismes de réduction du coût du capital

Pour toutes les entreprises	Pour les entreprises d'innovation
<ul style="list-style-type: none"> • Réduction du taux d'imposition des gains en capital • Réduction du taux de l'impôt des sociétés • Imputation ou déductibilité des dividendes • Amortissement accéléré ou crédit d'impôt à l'investissement pour la machinerie et l'équipement 	<ul style="list-style-type: none"> • Élargissement du crédit d'impôt à la R-D • Stimulants en matière de coût du capital pour les entreprises d'innovation • Fonds de partage des risques pour la création de produits • Intensification des achats publics stratégiques

Source: Canada Consulting Group

Le calcul du coût du capital en Australie effectué par le Canada Consulting Group révèle que, dans les deux années qui ont suivi son entrée en vigueur, l'imputation des dividendes a réduit le coût du capital pour la plupart des entreprises australiennes de plus d'un point de pourcentage (voir le Chapitre II). Malheureusement, nos études de cas d'entreprises australiennes indiquent que celles-ci ont eu beaucoup du mal à déterminer dans quelle mesure l'imputation des dividendes a réduit le coût du capital pour leur entreprise et donc le taux étalon appliqué par celle-ci aux projets d'investissement. Bien souvent, cette confusion a signifié que l'entreprise n'avait pas diminué le taux étalon appliqué aux nouveaux projets malgré l'entrée en vigueur de l'imputation des dividendes. Lorsque les firmes connaîtront mieux cette méthode, le problème devrait se régler. (Il importe également de souligner que l'imputation des dividendes n'est utile que pour les firmes qui versent actuellement un dividende ou qui sont susceptibles de le faire à l'avenir.)

Le troisième mécanisme global permettant de réduire le coût du capital est le crédit d'impôt à l'investissement ou l'amortissement accéléré des investissements en machinerie et en équipement. Malheureusement, au nom de la réforme fiscale, le Canada a aboli la plupart de ces stimulants. La Pièce V.2 illustre comment l'abolition des crédits d'impôts à l'investissement et des règles

d'amortissement bien moins favorables adoptées en 1988 et 1990 ont fait augmenter le coût du capital pour la machinerie et l'équipement.

Pièce V.2

Effets de la modification des règles fiscales sur le coût du capital
pour un investissement en machinerie et en équipement dont
la durée de vie est de 20 ans

Année	Règle fiscale au Canada	Coût du capital*
1980	<ul style="list-style-type: none">• Radiation de 50 p. 100/50 p. 100 et crédit d'impôt à l'investissement (CII) de 7 p. 100	5,2 p. 100
1988	<ul style="list-style-type: none">• Amortissement dégressif de 40 p. 100 et CII de 3 p. 100	6,1 p. 100
1990	<ul style="list-style-type: none">• Amortissement dégressif de 25 p. 100 et pas de CII	6,9 p. 100

* D'après le coût du capital au Canada en 1988 déterminé selon la méthodologie de la FRBNY

Source: Calculs du Canada Consulting Group

Le crédit d'impôt à l'investissement, l'amortissement accéléré, l'imputation des dividendes et la réduction du taux d'imposition des revenus des corporations présentent l'avantage, par rapport aux mécanismes portant sur l'impôt sur les gains en capital, de ne viser que la diminution du coût du capital pour les investissements des entreprises. Mais tous ces mécanismes réduisent le coût du capital pour toutes les entreprises, qu'elles aient ou non à faire face à une concurrence internationale.

Compte tenu de la rareté des ressources publiques au Canada, il pourrait être préférable de s'attaquer au problème du coût du capital par des mesures mieux ciblées permettant de réduire le coût du capital pour les firmes aux prises avec la concurrence internationale. Il s'agit des firmes actives dans des secteurs internationaux qui affrontent des concurrentes de pays où le coût du capital est moins élevé et qui doivent investir massivement pour parvenir à des positions concurrentielles avantageuses pour le Canada dans des produits et des marchés nouveaux. La réduction du coût du capital pour ces firmes et leurs

investissements en vue d'assurer des positions de force dans certains produits et services doit être l'objectif central de toute tentative par le gouvernement de réduire le coût du capital.

STIMULANTS PORTANT SUR LE COÛT DU CAPITAL

Au lieu de tenter de réduire le coût du capital pour toutes les entreprises et tous les types d'investissements, le gouvernement pourrait concentrer ses efforts sur les entreprises à forte teneur d'innovation ou qui font face à des concurrentes étrangères. L'intérêt d'une stratégie plus ciblée serait de diminuer le coût des subventions pour l'État et de viser directement, par les stimulants, les types d'activité économique qui pâtissent le plus de la concurrence des pays où le coût du capital est peu élevé. Par contre, une politique plus ciblée ne devrait pas donner au gouvernement la possibilité de "choisir" les gagnants et de se substituer aux forces du marché.

Quatre moyens peuvent éviter au gouvernement de "sélectionner les gagnants technologiques" tout en lui permettant d'offrir des stimulants axés avec précision :

- Offrir des incitatifs généraux à une catégorie précise d'investissements. Le crédit d'impôt pour la R-D est un bon exemple de ce type d'instruments.
- Offrir des incitatifs généraux à une catégorie précise d'entreprises, sur le modèle par exemple des actions accréditives pour les entreprises minières canadiennes.
- Mettre sur pied des fonds de partage des risques indépendants du gouvernement fonctionnant sur une base commerciale en vue d'accroître l'offre de capitaux de développement de produits. De tels fonds partagent le financement de projets donnés avec les entreprises, permettant à celles-ci d'entreprendre des projets qu'elles n'auraient pu se permettre seules.
- Employer le processus habituel des achats gouvernementaux pour fournir des capitaux de démarrage à faible coût pour le développement de produits dont le gouvernement a besoin et qui pourraient aussi être vendus à d'autres clients.

Chacun de ces mécanismes peut permettre de réduire le coût du capital pour les entreprises innovatrices. Nous allons les examiner à tour de rôle.

Élargir l'aide sous forme de crédit d'impôt à la R-D. Ceci peut être fait en éliminant le plafond actuel du crédit (qui affecte plusieurs des entreprises qui dépensent le plus), en augmentant le taux actuel de 20 p. 100 ou en élargissant la définition de la R-D. L'administration de ces solutions est assez simple puisqu'elles reposent sur le système actuel, qu'elles s'appliquent uniformément à toutes les entreprises et que leurs avantages visent particulièrement les firmes qui assument des frais de R-D. Par contre, leurs effets seraient assez timides puisque de nombreuses entreprises, à tort ou à raison, ne tiennent pas compte de ces crédits dans l'analyse de leurs projets de R-D et que, dans bien des cas, les coûts de la R-D ne constituent qu'une petite partie des frais de développement. En outre, une telle modification ne toucherait pas les entreprises non imposables et n'aiderait donc pas les entreprises dont le développement n'est pas encore suffisant pour qu'elles aient un revenu positif, donc imposable.

Instaurer une subvention générale du capital des entreprises innovatrices. Cette notion est difficile à concrétiser. Elle nécessite la définition d'un sous-groupe de firmes à soutenir, ce qui, en pratique, revient à dresser une liste de ces firmes. Le débat sur les firmes qui y seraient ou non admissibles pourrait être aussi hargneuse que démoralisante. Une telle mesure est pourtant réalisable : l'Australie est parvenue à établir un répertoire des entreprises admissibles à des investissements de capitaux de risque subventionnés dans le cadre de son programme MIC. Le facteur déterminant pour l'admissibilité à ce programme est la production par la firme de biens ou de services pouvant être exportés en quantité importante.

Créer un fonds de partage des risques. Cette mesure réduirait le coût réel du capital en donnant aux entreprises innovatrices accès à des fonds pour des projets qu'elles ne pourraient autrement justifier. L'Industrifonden suédois est un exemple de ce type de fonds. L'argent provient du gouvernement mais est administré en toute indépendance par des gestionnaires sérieux du secteur privé. Le fonds fournit des prêts-subventions de capitaux propres aux entreprises, petites et grandes, en vue de financer des projets de développement de produits très risqués.

Cependant, l'Industrifonden ne fournit pas d'argent à rabais. Les emprunts ne sont pas tenus d'être remboursés si le projet échoue mais le taux appliqué en cas

de succès du projet, sous forme d'intérêt ou de redevance, est supérieur de deux points de pourcentage au taux commercial usuel. Cela a deux conséquences : les entreprises ne se servent pas du fonds comme une source de financement avantageux pour des projets qu'elles peuvent financer normalement; et le fonds perçoit des revenus suffisants pour obtenir un rendement sur le capital investi. L'Industrifonden a obtenu un rendement moyen de 7 p. 100 pendant ses dix ans d'existence. Un tel fonds nécessite un haut degré de sélectivité des projets et ses chances de réussite dépendent beaucoup de la compétence de son personnel et de sa direction.

Le Japon, la France et Israël (par le biais du fonds binational pour la recherche et le développement (BIRD) avec les États-Unis) ont aussi implanté avec succès des fonds de partage des risques. L'Australie a récemment mis sur pied, sous l'égide d'Austrade, un fonds de partage des risques chargé de jouer un rôle similaire, soit le partage avec l'entreprise des risques des investissements destinés à ouvrir de nouveaux marchés étrangers. Les gouvernements canadiens successifs ont souvent mis en oeuvre des régimes de subventions directes, de prêts industriels et de stimulants fiscaux mais n'ont jamais tenté de créer un fonds de partage des risques du type décrit ci-dessus.

Achats publics stratégiques. Cette mesure peut être très efficace si elle est bien pensée : repérer dans quels secteurs le Canada possède ou pourrait développer les capacités nécessaires; établir des exigences correspondant aux besoins généraux et non des spécifications plus locales; faire participer les fournisseurs canadiens suffisamment tôt pour aider au financement de la R-D et du développement de prototypes; puis les appuyer durant le cycle d'apprentissage par des achats gouvernementaux. Si le gouvernement est le client, il fait partie du marché normal et n'est plus en position de "choisir les gagnants" dans des secteurs qu'il ne comprend pas.

De cette manière, les achats gouvernementaux stratégiques peuvent permettre de bâtir un avantage pour le pays tout en économisant l'argent des gouvernements du Canada et des provinces. Les activités d'Hydro-Québec dans le domaine du génie-conseil et du gouvernement français dans les domaines de la technologie du

forage pétrolier en haute-mer et des trains à grande vitesse attestent des possibilités de cette méthode¹.

Malgré tout, le recours à une stratégie d'achats publics stratégiques à plus grande échelle peut présenter certaines difficultés, compte tenu en particulier de la mentalité conformiste en vigueur au ministère des Approvisionnements et Services et de la coordination insuffisante entre le gouvernement fédéral et les provinces. En outre, une telle méthode appliquée maladroitement pourrait contrevenir gravement à l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis.

FACILITER L'ACCÈS AU CAPITAL POUR LES PETITES ENTREPRISES INNOVATRICES

Les petites entreprises innovatrices se heurtent à un problème supplémentaire : obtenir du capital, quel qu'en soit le prix. Plusieurs méthodes permettent de les aider, voici trois des plus intéressantes :

- Instaurer des stimulants fiscaux pour les régimes agréés de capitaux de risque.
- Exonérer les "actions des fondateurs" de l'impôt sur les gains en capital.
- Instaurer des stimulants fiscaux pour diriger les fonds vers les émissions initiales (EI).

Stimulants fiscaux pour les régimes agréés de capitaux de risque

Selon une telle idée, les régimes de capitaux de risque auraient droit à un agrément particulier leur donnant droit à des exemptions ou à des crédits d'impôt pour les gains en capital, à condition de respecter certains critères, par exemple n'investir que dans des entreprises de produits ou de services pouvant être exportés, investir une forte proportion de leurs fonds aux premières étapes du développement, et jouer un rôle actif et participatif dans la gestion de leurs investissements. Comme nous l'avons vu ci-dessus, l'Australie a réussi à mettre

¹ Pour une explication plus en détail des possibilités des achats publics stratégiques, voir le chapitre de "Competing in the New Global Economy", Report of the Premier's Council in Ontario ainsi que le rapport du Comité de l'approvisionnement gouvernemental du CCNST.

sur pied une industrie du capital de risque grâce à un mécanisme de ce type. De plus, les ressources et les compétences de ces spécialistes du capital de risque seraient orientées vers les entreprises ayant le plus besoin de leur aide.

Par contre, un certain nombre de facteurs diminueraient l'intérêt de cette solution. Il est difficile de mettre en place un stimulant à l'investissement pour les institutions exonérées d'impôt comme les fonds de pension, qui jouent pourtant un rôle de premier plan sur le marché canadien. De plus, certains problèmes de définition se poseront inévitablement et la sélection des investissements admissibles aux régimes agréés pourrait apparaître injustement restrictive.

Exemption les "actions de fondateurs" de l'impôt sur les gains en capital

Cette politique aurait pour effet d'augmenter la gratification des entrepreneurs dynamiques et donc de faire augmenter le nombre d'individus qui lancent leur propre entreprise, ainsi que de fournir aux entrepreneurs qui ont du succès des sommes supplémentaires avec lesquelles lancer d'autres entreprises. Cependant, aucune donnée ne laisse entendre que le nombre d'individus qui lancent leur entreprise soit un facteur déterminant. En outre, les effets de cette mesure seraient limités puisqu'elle ne permettrait pas d'augmenter les sommes à la disposition des jeunes entreprises après la phase du démarrage.

Instaurer des stimulants fiscaux pour diriger les fonds vers les EI

Cette solution viserait à permettre aux particuliers de déduire de leur revenu qui serait autrement imposable une partie du prix d'achat d'actions nouvellement émises. Ce stimulant peut être orienté avec précision selon des critères donnés, par exemple vers les entreprises à faible capital, les produits et les services exportables uniquement, et ainsi de suite. Son principal atout serait de faire augmenter les fonds disponibles pour ces types d'entreprises à un moment très précoce. En plus d'aider les EI, elle inciterait les fournisseurs de capital de risque à investir à une étape plus précoce, car un marché des EI plus actif augmenterait leurs possibilités de sortie.

Cependant, ce stimulant fiscal de l'investissement dans les EI pourrait ne pas être à l'abri de certains abus et encourager l'entrée sur le marché de firmes peu solides. En outre, il pourrait ajouter à la volatilité du marché en fixant le cours des EI à un niveau artificiellement élevé. Et il s'agirait d'un investissement à haut risque pour les particuliers.

LA SOLUTION À LONG TERME : DES KEIRETSUS CANADIENS

Comme nous l'avons dit dans les chapitres précédents, les relations institutionnelles étroites en Allemagne et au Japon contribuent indiscutablement au coût du capital moins élevé. Si le Canada pouvait dans une certaine mesure s'inspirer de l'organisation en place dans ces pays, cela pourrait contribuer à faire diminuer le coût du capital. En fait, de nouveaux arrangements institutionnels entre les fournisseurs et les utilisateurs de capitaux pourraient constituer la meilleure solution à long terme à notre problème de coût du capital.

Le secteur bancaire canadien est déjà dominé par cinq grandes banques. Ces institutions pourraient constituer un point de départ logique à partir duquel influencer la mise sur pied d'organisations assez similaires aux keiretsus. Les banques pourraient être incitées à accroître le volume d'actions de leurs clients qu'elles détiennent, et les clients pourraient augmenter la quantité d'actions de leurs banques et des autres clients de celles-ci, afin de donner naissance à la synergie souhaitée. De même, les groupes industriels qui dominent actuellement l'économie canadienne pourraient être encouragés, par des aménagements de la législation sur les liens de dépendance et de la réglementation du secteur bancaire à renforcer leurs liens institutionnels existants. Ceci pourrait donner naissance au Canada à une structure corporative plus intégrée où les informations circuleraient mieux entre les fournisseurs et les utilisateurs de capitaux, ce qui permettrait de réduire le coût du capital grâce à la diminution des risques. En théorie, nous assisterions à l'émergence d'autres synergies, comme la mise en commun des contacts et des clients et le partage des risques.

Cette stratégie présente cependant des inconvénients non négligeables. Outre les dangers accrus de favoritisme et de conflits d'intérêts, le renforcement des relations institutionnelles en place accroîtrait la concentration industrielle, probablement aux dépens des petites entreprises et peut-être des investisseurs individuels. Ces risques valent peut-être le coup, mais seulement si les avantages

éventuels les justifient. Toutefois, rien ne permet de croire que de tels changements inciteraient les groupes industriels canadiens existants à investir dans des entreprises ou des projets plus innovateurs. Ils ont déjà des possibilités réelles de se transformer en organisations similaires à des keiretsu, mais ne semblent pas du tout agir en ce sens.

Une autre solution permettant de transformer les liens institutionnels serait de créer une "**Banque pour l'innovation industrielle**", qui jouerait le rôle de banque principale au sens japonais du terme, au service des entreprises innovatrices. Elle pourrait être dotée d'un permis spécial lui permettant d'accepter les capitaux propres et de faire des prêts aux entreprises axées sur l'innovation, et demander la participation d'actionnaires publics et privés. Mais comme la Banque industrielle du Japon, elle deviendrait fin de compte une institution exclusivement privée.

La création d'une telle banque serait une tâche difficile et risquée. Elle devrait être exploitée comme une entreprise par des gestionnaires du secteur privé. Si les décisions de la banque sont affectées par d'autres considérations, comme le développement régional ou d'autres facteurs politiques, son action sera vaine. Une telle banque aurait en outre à établir une justification logique et cohérente du choix des entreprises qu'elle financera. Selon le modèle du keiretsu, elle devrait étendre ses activités au-delà des seuls services financiers.

Si elle était couronnée de succès, une telle solution offrirait des avantages importants. Une telle banque pourrait permettre de réduire le coût du capital et d'améliorer les résultats de ses entreprises membres grâce au partage des coûts, de l'information et des compétences. Avec le temps, elle pourrait constituer l'élément de base d'un keiretsu authentiquement canadien.

* * * * *

Le Canada doit relever un défi de taille à cause du coût élevé du capital. Nos entreprises sont désavantagées par rapport à leurs concurrentes originaires de pays où le capital est moins coûteux. Si nous ne réagissons pas à ce problème, nous risquons le déclin de notre compétitivité au sein de l'économie mondiale, déclin qui mènera inéluctablement à la détérioration de notre niveau de vie. Nous avons présenté ici des remèdes pouvant permettre de combattre ce problème. Il faudra les choisir avec soin et les appliquer avec sagesse pour qu'ils soient couronnés de succès.

ANNEXES

**Annexe A : Entreprises dont nous avons
analysé le coût du capital**

**Annexe B : Entreprises dont nous avons
interrogé des représentants
pour des études de cas**

**Annexe C : Entrevues avec des
responsables financiers et
politiques**

Annexe D : Méthodologies

Annexe E : Calcul du coût du capital

Annexe A

Annexe A

Entreprises dont le coût du capital a été analysé

Secteur	Canada	É.-U.	R.-U.	Suède	Allemagne	Japon
Métaux & mines	Alcan Inco Cominco Sherritt-Gordon	Alcoa Phelps Dodge Asarco				Mitsubishi Mtls
Acier & fer	Dofasco Stelco Ivaco Ipsco	Inland Steel			Thyssen AG	Nippon Steel Kawasaki Steel
Produits forestiers	Abitibi Price MacMillan Bloedel Domtar Cascades	Weyerhaeuser Boise Cascade	-	Svenska Cellulosa	-	-
Pétrole et gaz, produits pétrochimiques, produits chimiques	Imperial Oil Shell Canada NOVA DuPont Canada	Exxon DuPont Monsanto	ICI	Trelleborg	RWE-DEA AGF	Mitsubishi Petrochem Sumitomo Chem Nippon Oil
Transformation des aliments	George Weston John Labatt Canada Packers	Anheuser Busch	Hillsdown Holdings			Nippon Meat Packers
Ressources naturelles variées	Noranda		Hanson	Stora Kopperberg	PWA	Sumitomo Corp. Nippon Mining
Pièces d'automobiles	Magna	Dana				
Fabrication lourde	Varity	Deere & Co.			Kloekner- Humbolt	Nippondenso

Annexe A

Entreprises dont le coût du capital a été analysé

Secteur	Canada	É.-U.	R.-U.	Suède	Allemagne	Japon
Télécommunications	Northern Telecom	AT&T	Plessey	Ericsson Trelleborg	Siemens	NEC
Télématique	Memotec Gandalf	Infotron			Philips Kommunikations	
Logiciels et matériel informatique	Digital Equipment GEAC Cognos	Oracle				Fujitsu Ltd.
Électronique	CAE Glenayre	GE Flight Safety Int'l				Toshiba
Fabrication lourde & aviation	Bombardier Hawker Siddeley Canada		Hawker Siddeley			Yamaha Motors
Aérospatiale, défense, sonars, radars, etc.	Pratt & Whitney Canada Spar Aerospace Fleet Aerospace Heroux Canadian Marconi	G.E. Molex	British Aerospace	Ericsson SKF	Siemens	
Biotechnologie, produits pharmaceutiques	Connaught Quadra Logic		ICI Smithkline Beecham		Bayer	Takeda Chemicals
Laser	Lumonics	Coherent		Nobel		Toshiba Sumitomo Hvy Industries
Génie conseil	Groups SNC	Fluor Corp			Hochtief AG	

Annexe B

Annexe B

Entreprises dont nous avons interrogé des représentés pour des études de cas

Canada
Alcan Bombardier Cognos Dofasco DuPont of Canada Glenayre Electronics John Labatt Lumonics MacMillan Bloedel Noranda Forest Noranda Inc. Northern Telecom NOVA Pratt and Whitney Canada Quadra Logic Technologies

Japon
Sumitomo Light Metal Nippon Mining Sumitomo Heavy Industries Kawasaki Heavy Industries Nippon Steel Kawasaki Steel

É.-U.
Inland Steel Hewlett Packard Xerox General Electric G.E. Aerospace Spectra Physics

R.-U./Europe
Hillsdown Holdings Hanson British Aerospace Hawker Siddley Eriksson Stora Thyssen Klockner-Werke PWA Trumpf

Annexe C

Annexe C

Entrevues avec des représentants de l'industrie de la finance et de la politique

Canada	Allemagne	Japon	Suède	É.-U.	R.-U.
Banque de Nouvelle-Écosse Banque Toronto- Dominion Banque Dai-ichi Kangyo Trust Royal BC Central Credit Union Ventures West Management Enterprises Noranda Alta-Can Telecom Vencap Equities Venture Economics London Life Sun Life Beutel Goodman Lincluden Wood Gundy Burns Fry Prudential Bache Scotia McLeod Hees International	Deutschebundesbank Ministère des finances Ministre de l'Économie - Aide à la petite et moyenne entreprise Deutsche Bank Commerzbank	Industrial Bank of Japan Fuji Bank Mitsui Taiyo Kobe Bank Nomura Securities Kangyo Kakumaru Investments Deutsche Bank-Japon Banque du Japon Ministère des finances MITI : - Bureau de la politique industrielle - Agence de la science et de la technologie industrielle - Agence de la science et de la technologie - Keidanren	Riksbanken Ministère des finances Industrifonden Scandinaviska Enskilda Bank Euroventures Nordica Enskilda Fondkommission	Salomon Brothers Morgan Grenfell Development Capital 3i Technoventure Management Banque d'Angleterre H.M. Treasury Confederation of British Industry	Citibank Chemical Bank Smith Barney Merrill Lynch Donaldson, Lufkin & Jennette Alex Brown & Sons Hambrecht & Quist

Annexe D

Annexe D

Méthodologies

Pour évaluer le coût du capital pour le Canada et ses principaux concurrents, nous avons suivi deux méthodes à l'échelle des pays (macro-économique), soit celle de la Federal Reserve Bank of New York et celle du rendement requis par les actionnaires, ainsi qu'un modèle à l'échelle des entreprises (micro-économique) élaboré par Callard, Madden and Associates (CMA).

Nous présentons dans cette annexe de la documentation à l'appui des modèles utilisés ainsi que nos critères de sélection des entreprises canadiennes et étrangères pour notre étude.

Cette annexe comporte trois parties:

1. **Méthodologies macro-économiques**
Explication des modèles de la Federal Reserve Bank of New York et du rendement requis par les actionnaires
2. **Méthodologie micro-économique**
Explication du modèle de la marge brute d'autofinancement actualisée de Callard, Madden and Associates et de ses avantages par rapport aux autres méthodes micro-économiques
3. **Critères de sélection pour les entrevues**
Exposé des motifs de la sélection des entreprises en vue des entrevues et de celle des firmes pour lesquelles nous avons calculé le coût du capital, et présentation des critères de sélection pour les entrevues avec les responsables financiers et politiques

1. MÉTHODOLOGIES MACRO-ÉCONOMIQUES

Pour déterminer si le coût du capital est plus élevé pour le Canada que pour ses principaux concurrents industriels, nous avons suivi deux méthodes complémentaires. Nous avons calculé le coût du capital du Canada à l'échelle du pays par rapport à divers pays concurrents et avons comparé le coût du capital d'un échantillon correspondant de plusieurs entreprises de ces économies. L'utilisation d'évaluations dérivées de trois points de vue théoriques permet de surmonter les problèmes pratiques de la mesure du coût du capital et confère aux données une solidité qui les rend difficiles à laisser de côté.

COMPARAISONS À L'ÉCHELLE DES PAYS

Bien qu'il y ait un certain consensus conceptuel quant à la définition du coût du capital, les difficultés techniques posées par le calcul du coût du capital pour une économie particulière ont donné lieu à l'apparition d'un vaste éventail de méthodes pour y parvenir. Chaque méthode est un compromis entre ce qui est souhaitable en théorie et ce qui est faisable. Ces difficultés techniques sont multipliées dans le cas des comparaisons internationales. Étant donné cette situation, il est délicat de tirer des conclusions quant au coût du capital relatif au Canada à partir des résultats d'une méthode unique. Nous avons donc pris soin de choisir les méthodes permettant d'effectuer des comparaisons internationales.

Il ne nous appartenait dans le cadre de cette étude de trouver une solution nouvelle au problème de l'évaluation du coût du capital. En fait, rien ne permet de croire qu'une méthode plus adéquate puisse être mise au point compte tenu des restrictions qui se posent quant aux données. Nous avons plutôt tenté de trouver une méthode existante applicable au Canada et pouvant permettre de faire des comparaisons suffisamment précises entre le coût du capital au Canada et dans d'autres pays. Selon nos critères de sélection, la méthode devait être acceptable au plan théorique, fournir des estimations crédibles, être applicable à tous les pays sélectionnés et nécessiter des calculs réalisables compte tenu des délais de notre étude.

Aucune méthodologie n'étant universellement acceptée, nous avons choisi d'adopter deux méthodes d'évaluation du coût du capital dans les divers pays intéressant particulièrement le CCNST. Chacune débute selon un angle différent

et a permis de vérifier l'autre. La première méthode assure un éclairage sous l'angle de la valeur du marché, et l'autre donne un aperçu des effets de la fiscalité sur le rendement requis par les actionnaires. Théoriquement, ces deux méthodes devraient donner le même résultat, puisqu'elles représentent le point de croisement de l'offre et de la demande de capital. En cas de divergence des résultats, l'analyse de l'origine de la différence était intéressante. Les méthodes adoptées sont celle de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) et celle du rendement requis par les actionnaires. Nous allons décrire chacune de ces méthodes dans la suite de cette section.

LA MÉTHODE DE LA FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (FRBNY)

En 1989, la Federal Reserve Bank of New York a publié une étude comparant le coût du capital de firmes non financières des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne de l'Ouest et du Japon pour la période allant de 1977 à 1988¹.

La méthode adoptée suivait la pratique financière courante consistant à évaluer séparément le coût du financement par la dette et par les capitaux propres puis à calculer leur moyenne pondérée².

Nous n'avons pas recommencé les calculs pour les pays couverts par l'étude de la FRBNY mais avons concentré nos efforts sur l'application de la méthodologie au Canada afin d'obtenir des résultats comparables à ceux obtenus pour les quatre autres pays. Nous avons consulté fréquemment les auteurs du document de la FRBNY, Robert McCauley et Stephen Zimmer, afin de bien saisir l'approche détaillée qu'ils avaient suivie. Nous décrivons cette approche dans la suite de

¹ La méthodologie de la Federal Reserve Bank of New York (McCauley et Zimmer, 1989) s'inspire des travaux de Ando et Auerbach (1988), Chase Financial Policy (1980), Hall et Jorgenson (1967) et Hatsopoulos et Brooks (1986).

² La FRBNY définit le coût du capital comme le taux de rendement minimum réel avant impôt qu'un projet d'investissement doit produire pour payer ses frais de financement après impôt. Canada Consulting Cresap s'intéresse aux coûts du capital par projet. Pour notre part, nous adoptons une définition plus généralement acceptée du coût du capital : la moyenne pondérée du coût de la dette et des capitaux propres, ce que la FRBNY appelle le coût des fonds.

cette annexe et expliquons comment nous avons procédé pour l'appliquer au Canada. (Voir les détails techniques à la Pièce jointe I et les hypothèses et les sources d'information à la Pièce jointe II.)

Le coût de la dette

Le coût de la dette est défini comme le taux d'intérêt réel après impôt qu'ont à payer les sociétés non financières emprunteuses. Pour estimer ce coût, il faut partir du taux d'intérêt nominal payé par l'entreprise sur sa dette bancaire et le rendement payé sur les obligations qu'elle émet. La dette bancaire est corrigée en fonction du coût caché des soldes de compensation qui sont exigés dans des mesures différentes dans les cinq pays³. La moyenne pondérée du taux d'intérêt rajusté et du rendement des obligations constitue une estimation du coût nominal de la dette. Il est ensuite possible de calculer le coût réel après impôt en tenant compte des abris fiscaux représentés par les déductions admissibles de l'impôt des sociétés et en apportant une correction en fonction de l'inflation.

1. Il est relativement facile d'observer le **rendement des obligations** dans chacun des cinq pays. On évalue ce rendement à partir de l'hypothèse simplifiée selon laquelle, pour chaque pays, le coût nominal des obligations est égal au rendement jusqu'à échéance d'une obligation nouvellement émise de terme moyen d'une société cotée AA.
2. Les coûts de l'**endettement bancaire** sont un peu plus difficiles à évaluer, car il est possible que le taux d'intérêt nominal ne reflète qu'une partie du coût total pour la société emprunteuse. Le coût additionnel le plus important pour le coût absolu de l'endettement bancaire et le coût relatif par rapport aux autres pays est la demande par la banque que l'emprunteur maintienne un certain solde de compensation en liquidités, dont le

³ Techniquement, les emprunts des sociétés ne se limitent pas à la dette bancaire et aux obligations qu'elles émettent. Les recherches de la FRBNY, confirmées par celles que nous avons effectuées au Canada, révèlent qu'environ 20 p. 100 de l'endettement provient d'ailleurs. Cependant, des informations précises sur la composition et le coût de ces autres éléments du passif ne sont pas toujours disponibles. C'est pourquoi, comme la FRBNY, nous avons été dans l'obligation de supposer que l'endettement bancaire et les obligations constituaient une évaluation raisonnable des 20 p. 100 restants du passif des sociétés. Ni le coût absolu ni le coût relatif ne sont affectés par cette hypothèse.

rendement est inférieur au taux du marché. Cette exigence est particulièrement utilisée dans les pays où les taux d'intérêt bancaires sont réglementés comme moyen de faire augmenter le coût réel des emprunts.

Le taux d'intérêt sur un prêt de cinq ans pour un emprunteur de catégorie AA dans chaque pays sert à évaluer le coût en intérêt de la dette bancaire. Pour supprimer les distorsions qui seraient occasionnées par les coûts autres qu'en intérêts des emprunts bancaires, ce taux est ensuite corrigé en fonction de la tendance des entreprises d'un pays à laisser un solde en liquidités, par rapport aux quatre autres pays.

3. **Pondération de la dette bancaire et des obligations.** Le taux d'intérêt sur la dette bancaire et le rendement des obligations sont pondérés en fonction de leur proportion respective au sein de la dette des entreprises non financières du pays. On obtient alors le coût nominal de la dette.
4. **Abris fiscaux pour les frais d'intérêt.** Dans le calcul de la déduction fiscale pour les frais d'intérêt, nous supposons que les entreprises sont imposées au taux réglementaire de l'impôt sur le revenu. Même si dans chacun des pays étudiés, un nombre non négligeable d'entreprises ont évité de payer l'impôt sur le revenu des sociétés à cause de pertes courantes ou passées, ces entreprises bénéficient rarement d'un taux d'imposition marginal de zéro pour cent. L'effet du report et du report rétrospectif de l'impôt est tel qu'une firme n'évite pas de payer son impôt mais retarde ce paiement. La FRBNY fournit une analyse de l'utilisation du taux d'imposition réel plutôt que réglementaire et conclut que la sensibilité à l'utilisation du taux d'imposition réel est négligeable et que les données sont insuffisantes pour permettre d'effectuer ce calcul de manière précise⁴.
5. **Inflation.** La dernière étape du calcul du coût réel après impôt de la dette dans un pays est de soustraire l'inflation du coût nominal après impôt de la dette. En théorie, c'est le taux d'inflation prévu qui doit être soustrait. Dans la pratique, puisque des données crédibles et cohérentes sur les prévisions d'inflation ne sont pas disponibles, nous utilisons le taux d'inflation réel, estimé au Canada d'après le déflateur du PIB.

⁴ La Federal Reserve Bank of New York base son analyse sur les travaux de Auerbach et Poterba (1986) et Shoven et Tachibanaki (1988).

Le coût des capitaux propres

La méthodologie adoptée par la FRBNY part du principe que le détenteur de l'action d'une firme a des droits sur la marge brute d'autofinancement future de cette firme. Le cours actuel sur le marché de l'action est donc la valeur actuelle de la marge brute d'autofinancement future, actualisée au coût des capitaux propres.

Pour élargir ce principe à l'ensemble d'une économie, la FRBNY se sert de l'inverse du rapport cours/bénéfices pour un échantillon sélectionné de firmes des secteurs concernés cotées sur les principales bourses des pays étudiés⁵.

Cependant, les bénéfices déclarés ne représentent que vaguement la marge brute d'autofinancement et les différences de conventions comptables et fiscales compliquent les comparaisons entre pays. C'est pourquoi le rapport bénéfices/cours des divers marché est corrigé de manière à supprimer les distorsion engendrées par l'inflation et par les conventions comptables et fiscales exclusives à chaque pays⁶.

1. **Correction au cours actuel.** Le rapport bénéfices/cours combine les bénéfices déclarés, mesurés en fonction du coût d'origine, et le cours de l'action, mesuré en unités de pouvoir d'achat courant. En période d'inflation, ceci biaise la relation économique réelle entre le cours et les bénéfices et rend impossible les comparaisons entre pays à taux d'inflation très différents. Pour y remédier, il faut corriger les bénéfices en fonction du cours actuel en tenant compte des effets de l'inflation sur l'amortissement, les stocks et le passif nominal net.

⁵ La FRBNY se sert des rapports bénéfices/cours de l'indice boursier international de Morgan Stanley. D'après notre analyse, tout au moins pour le Canada, les résultats ne seraient pas très différents si l'on utilisait l'indice TSE 300. L'emploi de celui-ci ou d'un indice similaire fournit un échantillon représentatif d'une forte proportion des activités boursières dans un pays. Il ne s'intéresse pas aux actions non échangées.

⁶ Comme l'indiquait l'étude de la FRBNY et comme l'a étudié le Canada Consulting Cresap, la plupart de ces corrections sont évoquées par Ando et Auerbach (1988) et par Hatsopoulos et Brooks (1986).

Il est nécessaire de corriger l'amortissement pour supprimer la distorsion des bénéfices découlant de l'érosion par l'inflation de la valeur d'origine du capital-actions. Étant donné que la valeur de remplacement des installations et de l'équipement est supérieure à la valeur d'origine adoptée aux fins comptables et fiscales, les bénéfices sont surestimés lorsqu'il y a inflation. Par ailleurs, dans la plupart des pays industrialisés, l'utilisation de déductions fiscales pour amortissement accéléré compense pour cette distorsion, et les bénéfices doivent par conséquent aussi être corrigés à la hausse en fonction de cette différence de temps. Pour effectuer ces corrections pour le Canada, nous avons utilisé trois exécutions spéciales de Statistique Canada en vue de connaître la différence entre le coût d'origine, le coût courant et l'amortissement pour l'impôt pour des entreprises non financières canadiennes.

De même, il faut réévaluer les stocks pour supprimer les bénéfices engendrés par l'inflation attribuables à la méthode de comptabilisation des stocks de la firme. Par exemple, en période d'inflation, une entreprise qui utilise le système du premier entré, premier sorti (PEPS) sous-estime le coût des produits, et surestime donc ses bénéfices. Une entreprise qui utilise le système du dernier entré, premier sorti (DEPS) sous-estime elle aussi le coût des biens vendus, selon la mesure dans laquelle les stocks sont réduits progressivement et selon l'âge des stocks. Cette correction est assez simple pour les entreprises canadiennes, car Statistique Canada fournit des chiffres de réévaluation des stocks pour le secteur non financier.

Enfin, en raison de l'effet de l'inflation, les coûts d'emprunt réels sont surévalués dans les états financiers des entreprises, ce qui engendre la sous-évaluation des bénéfices. Lorsqu'il y a inflation, les frais d'intérêt englobent deux éléments : le paiement d'intérêts et un paiement visant à compenser le prêteur pour le déclin de la valeur réelle du capital prêté. Cependant, la compensation pour l'inflation n'est pas un coût actuel mais bien une perte en capital; il faut donc en éliminer les effets des coûts d'emprunt "réels" de l'entreprise. Cette correction, l'équivalent de la correction des stocks, se fait en retirant le facteur inflation du passif nominal net des entreprises non financières.

2. **Corrections en fonction du pays.** En raison des différences de conventions comptables entre les pays, la définition des bénéfices peut être

différente. La FRBNY, suivant en cela d'autres études de cette question, comme Ando et Auerbach (1988), a passé en revue un certain nombre de corrections éventuelles mais a conclu que toutes sauf une avaient une incidence négligeable sur les résultats. La correction qui a été apportée visait à refléter la sous-estimation des bénéfices au Japon engendrée par le réseau très serré de propriété croisée des actions des entreprises. Une firme japonaise qui détient moins de 20 p. 100 d'une autre firme inscrit les actions détenues dans ses états financiers mais n'ajoute pas à ses bénéfices les bénéfices non répartis de cette entreprise. La valeur boursière des firmes combinées est par conséquent surévaluée en comparaison aux bénéfices déclarés. Les multiples du ratio C/B à la bourse japonaise sont surévalués et, inversement, le ratio B/C est sous-évalué. Cette distorsion revêt une importance particulière compte tenu du fait que, au Japon, les firmes investissent à plus long terme et les investisseurs obtiennent un taux de réalisation nettement moins élevé que dans les autres pays⁷. Par ailleurs, étant donné que les firmes inscrites détiennent une portion importante et de plus en plus élevée de l'ensemble des actions en circulation au Japon, cette correction est particulièrement cruciale pour l'évaluation du coût des capitaux propres. Pour plus de détails sur cette correction, voir directement l'étude de la FRBNY.

Nous avons apporté une correction aux bénéfices au Canada afin de permettre leur comparaison au niveau international. Cela s'est avéré nécessaire parce que l'importance du secteur des ressources naturelles au sein de l'économie canadienne rend les bénéfices des sociétés plus instables que dans les autres pays. Cependant, les cours des actions sont beaucoup moins volatiles puisque les investisseurs évaluent les entreprises en tenant compte du potentiel à long terme de la marge brute d'autofinancement. Ceci signifie que, avec un coût réel des capitaux propres constant, le ratio B/C surévaluerait systématiquement le coût des capitaux propres au sommet du cycle et les sous-évaluerait dans sa partie inférieure. Pour tenir compte de cette distorsion, nous relierons le cours annuel de la bourse au Canada à une moyenne mobile centrée de cinq ans des bénéfices. Compte tenu du très faible niveau des bénéfices des entreprises canadiennes au début des années quatre-vingt, même une telle

⁷ Le taux de réalisation est très faible au Japon. D'après McCauley et Zimmer (1989), le taux de roulement des actions détenues par les firmes japonaises est de moins de 5 p. 100.

correction ne compense pas entièrement pour la sous-évaluation par cette méthode du coût des capitaux propres au Canada durant cette période⁸.

Coût du capital

Pour parvenir à l'évaluation finale du coût du capital, nous avons pondéré le coût de la dette et le coût des capitaux propres selon la proportion de chacun dans la structure d'ensemble du capital des sociétés non financières canadiennes. En théorie, cette pondération devrait se faire d'après la valeur du marché de la dette et des capitaux propres. Mais la valeur du marché de la dette n'est pas facilement disponible. Pour cette raison, et parce que la FRBNY a constaté, d'après des échantillons, que l'utilisation de la valeur théorique au lieu de la valeur du marché ne donne pas des résultats très différents, nous avons, comme la FRBNY, utilisé la valeur théorique de la dette et la valeur du marché des capitaux propres pour calculer le coût du capital.

Nous avons remanié les chiffres de l'effet de levier pour l'Allemagne de manière à tenir plus précisément compte de l'effet de levier total pour ce pays. Après l'examen de données additionnelles et des conversations avec Zimmer et McCauley ainsi qu'avec des représentants de firmes allemandes, nous avons déduit que l'étude de la FRBNY surestimait l'effet de levier total en Allemagne. Ainsi, le coût du capital obtenu était trop peu élevé à cause de la trop grande importance donnée à la dette, peu onéreuse, et de l'importance insuffisante accordée aux capitaux propres, plus coûteux. Pour mesurer l'effet de levier allemand, nous avons adopté une méthode similaire mais modifiée, à partir des chiffres sur la dette et les capitaux propres tirés des états financiers véritables des entreprises allemandes par l'OCDE (et non des comptes nationaux). Nous avons converti les montants des capitaux propres inscrits dans les livres en valeur du marché. De plus, nous avons tenu compte de la présence de l'actif et du passif au titre des régimes de retraite dans les états financiers des entreprises allemandes pour permettre la comparaison du calcul de l'effet de levier avec les autres pays.

⁸ Nous avons aussi envisagé, à titre de correction, de compenser pour la méthode canadienne de comptabilisation des pertes et des gains sur change. Au lieu de l'inscription immédiate des pertes ou des gains sur change, la réglementation comptable canadienne stipule que ceux-ci doivent être amortis sur la durée de vie de l'instrument financier. Cependant, notre analyse indique qu'une telle correction serait négligeable (habituellement moins de 1 p. 100 des bénéfices) et qu'il est donc inutile d'en tenir compte.

Ce nouveau calcul a ramené la proportion de la dette dans la structure du capital de 75 p. 100 (dans l'étude de la FRBNY) à environ 56 p. 100. Le coût moyen du capital a par conséquent augmenté.

La dernière étape de l'analyse du coût du capital est l'évaluation des effets des stimulants fiscaux, des crédits d'impôt et de l'amortissement accéléré sur le coût du capital pour un investissement donné. On ne peut établir une comparaison acceptable entre les frais de financement dans différents pays sans tenir compte des différences fiscales. Même si le coût du capital tel que défini ci-dessus donne une idée assez précise des paiements requis à l'intention des détenteurs de titres d'emprunt et d'actions dans les différents pays, les renseignements obtenus sur le financement ne sont que partiels et peuvent donc induire en erreur. Les comparaisons qui ne tiennent compte que des cours sur les marchés des capitaux laissent de côté les effets considérables que peuvent avoir les stimulants fiscaux et l'amortissement accéléré sur les frais de financement. La comparaison internationale la plus pertinente doit donc se faire entre le taux de rendement requis avant l'impôt sur les sociétés : elle tient compte du cours du marché et des différences fiscales. Ici aussi, Canada Consulting Cresap reprend la méthode de la FRBNY et calcule le taux de rendement réel avant impôt requis pour couvrir le coût des fonds, compte tenu des avantages fiscaux éventuels pouvant s'appliquer à un investissement donné ainsi que de l'effet de l'inflation sur la marge brute d'autofinancement future.

LE RENDEMENT REQUIS PAR LES ACTIONNAIRES

Afin d'évaluer le coût du capital avec une méthode différente mais donnant théoriquement le même résultat, nous avons calculé le coût des capitaux propres au Canada et dans les pays concurrents à l'aide de la méthodologie du rendement requis par les actionnaires. (Voir les détails techniques à la Pièce jointe III et les hypothèses et les sources de renseignements à la Pièce jointe IV.) Nous avons ensuite établi la moyenne pondérée du résultat de ce calcul et du coût de la dette tiré de l'analyse de la FRBNY, en vue d'obtenir une deuxième évaluation du coût du capital.

Le rendement requis par les actionnaires part du taux de rendement requis par les investisseurs boursiers, après impôt et inflation. À partir de ce taux, on peut établir le coût des capitaux propres pour une entreprise ou une économie en

calculant le rendement brut, en termes nominaux et avant l'impôt des particuliers, que les capitaux propres doivent atteindre pour apporter à l'investisseur le rendement réel net voulu. (Ceci traduit la relation entre le rendement après impôt d'une entreprise et le rendement avant impôt de ses actionnaires.)

Pour chaque pays et chaque année à l'étude, nous établissons le rendement net réel requis par les actionnaires. Nous estimons ce "rendement requis réel souhaité après l'impôt des particuliers" comme le taux de croissance du PNB d'après la logique que, en moyenne, les investisseurs d'une économie peuvent s'attendre à ce que leur richesse croisse au même taux que l'ensemble de l'économie⁹. Certains investisseurs peuvent obtenir une croissance inférieure ou supérieure à ce taux mais la moyenne du marché correspond à la croissance du PNB¹⁰.

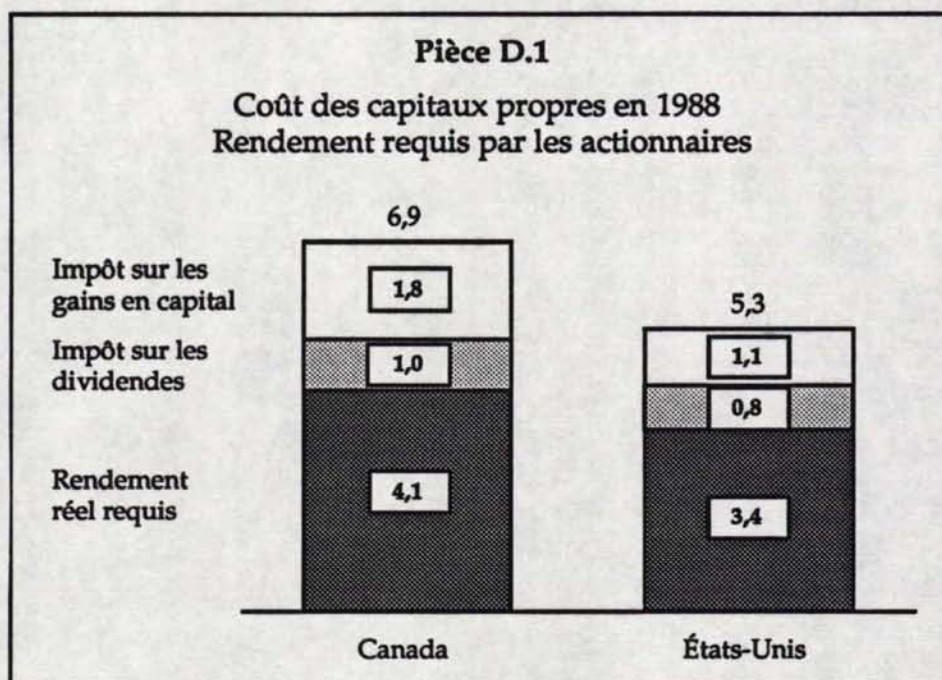
L'étape suivante est celle du calcul du rendement nominal net que représente ce taux. Idéalement, le taux d'inflation utilisé devrait être celui que les investisseurs anticipent chaque année. Une telle donnée n'étant pas disponible, nous avons utilisé à sa place une moyenne mobile centrée de cinq ans du déflateur du PNB, afin de poser l'hypothèse que les investisseurs basent leurs attentes sur leur connaissance des taux d'inflation courants et récents et disposent de prévisions relativement précises du taux d'inflation probable à court terme.

Nous calculons ensuite le facteur fiscal, à partir des taux d'imposition réglementaires pour les particuliers fortunés dans chaque pays et pour chacune des années à l'étude. Nous utilisons le rendement des actions pour calculer l'impôt à payer sur les dividendes. Le reste du rendement requis doit avoir la forme de gains en capital. Nous calculons ensuite l'impôt qui s'applique à ceux-ci.

⁹ La notion de rendement marginal du capital est abordée plus en détail et en profondeur dans les travaux de Barro, Dornbusch et Fischer, Goldberg (1984), Maddison (1979), Miller et Ipton (1974), Solow (1970), Summers (1981) et Tobin. Charles Callard de Callard, Madden and Associates a testé la validité empirique de cette hypothèse en analysant des données historiques pour les États-Unis.

¹⁰ Nous employons les statistiques de l'OCDE qui mentionnent indifféremment la croissance du PNB ou la croissance du PIB. Le PNB est utilisé pour le Japon, les États-Unis et l'Allemagne et le PIB est utilisé pour le Canada, le Royaume-Uni et la Suède.

Nous calculons le coût des capitaux propres en faisant la somme du taux net réel, du taux d'inflation et de l'imposition des dividendes et des gains en capital. Nous obtenons alors le coût nominal des capitaux propres. Une fois soustrait le taux d'inflation, nous avons le coût réel des capitaux propres. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, on peut aussi établir le coût du capital en calculant le coût de la dette et le coût moyen pondéré de la dette et des capitaux propres en suivant la méthodologie exposée dans la section sur la méthode de la FRBNY. La Pièce D.1 donne un exemple des rouages de cette méthode.



Le choix des particuliers fortunés pour le calcul du facteur fiscal est fondé sur l'hypothèse qu'il est représentatif de l'investisseur marginal dans le marché. Une telle hypothèse semble fondée sur le plan logique et empirique aux États-Unis. Elle ne va toutefois pas de soi pour tous les pays à l'étude pour l'ensemble de la période en question. Nous avons donc effectué le calcul en posant des hypothèses différentes pour les taux d'imposition appropriés à utiliser. Ces hypothèses étaient les suivantes : le contribuable de la tranche supérieure établit le prix dans une économie donnée; l'investisseur dominant, de par le nombre d'actions qu'il détient, établit le prix; et l'impôt qui s'applique à un groupe d'investisseurs dans un pays est le taux moyen pondéré assumé par les divers groupes d'investisseurs du marché. Les diverses hypothèses ont fourni des résultats absolus différents, mais sans modifier en général le classement des pays.

Pièces jointes

- I. Méthodologie de la FRBNY
- II. Hypothèses et provenance des
renseignements pour le Canada
- III. Rendement requis par les
actionnaires
- IV. Hypothèses et provenance des
données
Méthode du rendement requis par
les actionnaires

Pièce jointe I

Méthodologie de la FRBNY

Pièce jointe I

Methodologie de la FRBNY

Calcul du coût de la dette

L'équation suivante représente la pondération de la combinaison de la dette pour un pays et sa correction en fonction des soldes en liquidités:

$$i_e = \left\{ \frac{(i_r \times D_b) - (i_l \times l_a)}{D_b - l_a} \right\} \times s + \left\{ i_b \times (1 - s) \right\}$$

où

- i_e = taux d'intérêt nominal effectif
- i_r = taux de crédit de la banque
- i_l = taux d'intérêt sur le solde en liquidités
- i_b = rendement sur les obligations à terme moyen
- D_b = valeur comptable de la dette bancaire
- B = valeur comptable des obligations en circulation
- l_b = espèces et dépôt à court terme
- l_c = moyenne de 1 pour les cinq pays étudiés

$$s = \left(\frac{D_b - l_a}{D_b - l_a - B} \right), \text{ part de la dette bancaire}$$

$$l_a = l_b \times \left\{ 1 - (l_c \times \left[\frac{l_b}{B + D_b} \right]^{-1}) \right\}, \text{ propension au Canada à exiger un solde en liquidités par rapport aux autres pays}$$

On calcule ensuite le coût après impôt réel de la dette en supprimant le facteur inflation du coût nominal de la dette puis en soustrayant les déductions fiscales admissibles au titre des paiements d'intérêt nominaux.

$$r = \left(\frac{1 + i_e}{1 + \pi} \right) - 1 - (i_e \times t_c)$$

où

- π = inflation
- t_c = taux de l'impôt des sociétés
- r = taux d'intérêt réel après impôt

Pièce jointe I

Methodologie de la FRBNY

Calcul du coût des capitaux propres

On corrige le ratio B/C en fonction des effets de l'inflation sur la dépréciation ¹.

$$e_d = c_e - [(c_e - e) \times (C / H) \times (H / T)]$$

où

- d_i = correction du rapport bénéfices/cours en fonction de l'érosion par l'inflation de la valeur d'origine du capital-actions
- e = ratio bénéfices/cours
- c_e = ratio bénéfices en espèces/cours
- H = la somme de la dépréciation économique d'après la valeur d'origine du capital-actions non financier non gouvernemental
- C = la somme de la dépréciation du coût actuel d'après la valeur de remplacement du capital-actions non financier non gouvernemental
- T = la somme de la dépréciation fiscale d'après la valeur d'origine du capital-actions non financier non gouvernemental
- e_d = ratio bénéfices/cours corrigé en fonction de la dépréciation

... effet de l'inflation sur les stocks ²...

$$e_{di} = e_d - \left(e \times \frac{\text{inv}}{\text{PR}} \right)$$

- e_{di} = ratio bénéfices/cours corrigé en fonction de la dépréciation et de changements à l'évaluation des stocks
- inv = correction de la valeur des stocks imputable à l'inflation
- PR = valeur des bénéfices corrigés en fonction de la dépréciation, après impôt

... et effet de l'inflation sur le passif nominal net

$$e_v = e_{di} + \left\{ \left[\frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \right] \left[\frac{N_{t-1}}{E_t} \right] \right\}$$

où

- e_v = ratio bénéfices/cours corrigé en fonction de la dépréciation et de changements à l'évaluation nominal nette et des stocks
- N_{t-1} = passif financier net dans la période précédente
- E_t = valeur du marché des capitaux propres au moment t

1. Le Département du commerce des États-Unis fournit cette correction. Nous tentons de reproduire la correction américaine en exécutant une série de capital-actions sur la base du coût d'origine, du coût actuel et de l'impôt sur le revenu.
2. La FRBNY établit un rapport entre la correction des stocks et un taux de bénéfice que nous définissons comme le taux de bénéfice après impôt non financier.

Pièce jointe I

Methodologie de la FRBNY

Calcul du coût du capital

Le coût de la dette et le coût des capitaux propres sont pondérés pour calculer le coût des fonds:

$$c_f = (d \times r) + \{ (1 - d) \times e_v \}$$

où

$$d = \frac{D_b + B - 1}{E_t + D_b + B - 1}$$

c_f = coût des fonds après impôt

Le coût du capital pour divers projets est calculé à l'aide de l'équation suivante:

$$\begin{aligned} & \sum_{t=0}^{\infty} \left(\{ (P_t \times [1 - t_{ct} \times (1 + inv_t)]) \times \prod_{i=0}^t (1 + \pi_i) \} \right. \\ & \quad - \left([e_v \times \prod_{i=0}^t (1 + \pi_i)] \times (1 - d_t) \right) \\ & \quad - [i_{et} \times d_t \times (1 - t_{ct})] \\ & \quad \left. + z_t + \{ [1 - (z_t \times \varnothing_t)] \times \partial_t \times t_{ct} \} \right) \\ & \quad \times \left(\prod_{i=0}^t (1 + cf_i) \times (1 - \pi_i) \right)^{-1} = 0 \end{aligned}$$

Résoudre pour P_t

où

- P_t = le coût du capital pour un projet donné
- P_t = P lorsque t est inférieur ou égal au cycle de vie du projet
- P_t = 0 lorsque t est supérieur au cycle de vie du projet
- z_t = crédit d'impôt à l'investissement au moment t
- \varnothing_t = part du crédit d'impôt à l'investissement utilisé pour réduire l'assiette de l'amortissement
- ∂_t = l'amortissement admis aux fins de l'impôt

Pièce jointe II

Hypothèses et provenance des renseignements
pour le Canada

Pièce jointe II

Hypothèses et provenance des renseignements pour le Canada

Coût de la dette

Article	Hypothèse	Provenance												
Rendement des obligations	<ul style="list-style-type: none"> • rendement des obligations de sociétés AA à terme moyen pondéré en fin d'exercice 1980-1988 • rendement des obligations de sociétés AA en fin d'exercice 1977-1979 	Guide de Scotia McLeod des indices du marché canadien de la dette, 1947-1989 Revue de la Banque du Canada 1980-1990												
Taux de crédit bancaire	<ul style="list-style-type: none"> • Taux d'acceptation de banque de 30 jours en fin d'exercice pour cote AA <table> <tr> <td>1986-88</td><td>répartition du crédit</td><td>3/8</td></tr> <tr> <td>1983-85</td><td>répartition du crédit</td><td>1/2</td></tr> <tr> <td>1980-82</td><td>répartition du crédit</td><td>5/8</td></tr> <tr> <td>1977-79</td><td>répartition du crédit</td><td>3/4</td></tr> </table>	1986-88	répartition du crédit	3/8	1983-85	répartition du crédit	1/2	1980-82	répartition du crédit	5/8	1977-79	répartition du crédit	3/4	Revue de la Banque du Canada 1980-1990 Répartition du crédit basée sur des discussions avec la FRBNY et des banquiers canadiens
1986-88	répartition du crédit	3/8												
1983-85	répartition du crédit	1/2												
1980-82	répartition du crédit	5/8												
1977-79	répartition du crédit	3/4												
Taux de dépôt	<ul style="list-style-type: none"> • Taux d'épargne en fin d'exercice 	Revue de la Banque du Canada 1980-1990												
Dette bancaire	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Valeur comptable des prêts bancaires et autres, des titre d'emprunt à court terme et des hypothèques 	Comptes du bilan national, #13-214,1987-88												
Obligations	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Valeur comptable des obligations de sociétés canadiennes 	Comptes du bilan national, #13-214,1987-88												
Espèces et avoirs à court terme														
Canada	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Dépôts en devises canadienne et étrangères et valeur comptable des obligations en circulation (\$C) et de la dette bancaire 	Comptes du bilan national, #13-214,1987-88												
États-Unis	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises non financières • Dépôts et valeur comptable des obligations en circulation et de la dette bancaire (milliards de \$US) 	OCDE, États financiers des entreprises non financières, 1988												
Japon	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Dépôts et valeur comptable des obligations en circulation et de la dette bancaire (milliards de yens) 	OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie, 1989												
Allemagne de l'Ouest	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Dépôts et valeur comptable des obligations en circulation et de la dette bancaire (milliards de DM) 	OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie, 1989												

Pièce jointe II
Hypothèses et provenance des renseignements pour le Canada
Coût de la dette

Article	Hypothèse	Provenance
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises non financières • Dépôts et valeur comptable des obligations en circulation et de la dette bancaire (milliards de livres) • Les chiffres de 1977-1979 sont extrapolés d'après 1980 • Les chiffres de 1987-1988 sont extrapolés d'après 1986 	OCDE, États financiers des entreprises non financières, 1988
Inflation	<ul style="list-style-type: none"> • Déflateur du PIB 	Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1989

Pièce jointe II

Hypothèses et provenance des renseignements pour le Canada

Coût des capitaux propres

Article	Hypothèse	Provenance
Taux de l'impôt des sociétés	<ul style="list-style-type: none"> • Taux maximum de l'impôt des sociétés • Combinaison de la moyenne fédérale, provinciale et territoriale • 1977-1983 inclut la moyenne de l'Alberta, de l'Ontario, du Manitoba et de la Saskatchewan seulement 	Canadian Tax Reports, CCH Canadienne Ltée, 1989
Ratios bénéfices/cours et bénéfices en espèces/cours	<ul style="list-style-type: none"> • Chiffres de fin d'exercice 	Morgan Stanley Capital International
Correction de l'amortissement		Discussions avec Philip Smith, Directeur, Revenus et dépenses, Statistique Canada et avec John Musgrave, Bureau of Economic Analysis, Département du commerce des États-Unis
Coût d'origine et coût courant	<ul style="list-style-type: none"> • Ensemble de l'économie à l'exclusion des gouvernements, des institutions et des secteurs de la finance, de l'assurance et de l'immobilier 	Séries spéciales exécutées par Peter Koumanakas, directeur et Richard Landry, Division de l'investissement et du capital-action, Statistique Canada
Impôt	<ul style="list-style-type: none"> • Ensemble des compagnies constituées en société à l'exclusion des secteurs de la finance, de l'immobilier ainsi que des gouvernements et des sociétés d'État non imposables 	Série spéciale T-2 par Richard Dorman, Organisation industrielle et finance, Statistique Canada Série spéciale T-1 par Jean Leduc, Organisation industrielle et finance, Statistique Canada
Correction des stocks		
Bénéfices entreprises Impôt direct sociétés Correction des stocks	<ul style="list-style-type: none"> • Bénéfices des entreprises et des sociétés gouvernementales, impôt et correction des stocks 	Comptes des revenus nationaux, 1988, #13-201
Correction du passif nominal net	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Passif financier net 	Comptes du bilan national, 1987-1988, #13-214
Valeur du marché capitaux propres	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprises privées non financières • Valeur comptable des capitaux propres 	Comptes du bilan national, 1987-1988, #13-214
Ratio Cours/valeur comptable	<ul style="list-style-type: none"> • Majoration de la valeur comptable des capitaux propres par les chiffres de la valeur du marché à la valeur comptable 	Morgan Stanley Capital International

Pièce jointe II
Hypothèses et provenance des renseignements pour le Canada
Coût des capitaux propres

Article	Hypothèse	Provenance
Taux de croissance Pondération	<ul style="list-style-type: none">• Taux de croissance du PNB ou du PIB• Valeur comptable de la dette/Valeur du marché des capitaux propres	Fonds monétaire international, 1988 Comptes du bilan national, 1987-1988, #13-214 et Morgan Stanley Capital International

Pièce jointe II

Hypothèses et provenance des renseignements pour le Canada

Coût du capital

Article	Hypothèse	Provenance
Tables d'amortissement et crédits d'impôt à l'investissement		Canadian Tax Reports, CCH Canadienne Ltée, 1988 and Ernst and Young
Équipement et machinerie	<ul style="list-style-type: none"> • En supposant les taux généraux du CII • En supposant un amortissement dégressif de 1988-1989 pour années 1 à 5 et un amortissement linéaire pour années 6 à 10 	
Usine	<ul style="list-style-type: none"> • En supposant les taux généraux du CII • En supposant un amortissement dégressif de 1988-1989 pour années 1 à 10 et un amortissement linéaire pour années 11 à 30 • En supposant un amortissement dégressif de 1977 pour les années 1 à 10 et un amortissement linéaire pour années 11 à 20 	
Projet de R-D	<ul style="list-style-type: none"> • En supposant un délai de récupération de 10 ans • En supposant les taux généraux du CII • En supposant une radiation immédiate de 100 p. 100 	
Article radié	<ul style="list-style-type: none"> • En supposant une radiation immédiate de 100 p. 100 	
Terrain	<ul style="list-style-type: none"> • En supposant un cycle de vie infini 	

Pièce jointe III

Rendement requis par les actionnaires

Pièce jointe III

Rendement requis par les actionnaires

L'équation suivante représente le calcul du rendement requis par les actionnaires:

$$k_n = k_s + [t_g \times (k_s - y) / (1 - t_g)]$$

$$k_e = k_n - i$$

où

k_s	= $r + i + (y \times t_d)$
k_n	= coût nominal des capitaux propres
k_e	= coût réel des capitaux propres
t_g	= taux d'imposition des gains en capital
y	= rendement des dividendes
i	= inflation
r	= taux d'intérêt pur
t_d	= taux d'imposition des dividendes

Pièce jointe IV

Hypothèses et provenance des données
Méthode du rendement requis par les actionnaires

Pièce jointe IV

Hypothèses et provenance des renseignements

Méthode du rendement requis par les actionnaires

Article	Hypothèse	Provenance
Rendement requis réel visé	<ul style="list-style-type: none"> • Croissance annuelle moyenne sur cinq ans du PNB/PIB réel 	Perspectives économiques de l'OCDE
Prévisions d'inflation	<ul style="list-style-type: none"> • Déflateur annuel du PNB ou du PIB 	Perspectives économiques de l'OCDE
Structure de la propriété du capital-action	<ul style="list-style-type: none"> • Canada Données de 1976 utilisées pour 1977 et 1978 • État-Unis Données de 1980 utilisées pour 1977-1979, données de 1981 utilisées pour 1982 et données de 1987 utilisées pour 1988 • Japon Jusqu'en 1980, les banques et les autres institutions financières ne faisaient pas l'objet de rapports distincts. Nous supposons que le mélange pour 1977-1979 était identique à celui de 1980-1988 • Allemagne de l'Ouest • Royaume-Uni Données de 1979 utilisées pour 1977 et 1978, données de 1985 utilisées pour 1986 et données de 1987 utilisées pour 1988 • Suède Données de 1980 utilisées pour 1977-1979, données de 1985 utilisées pour 1986 et données de 1987 utilisées pour 1988 	<p>Les comptes du bilan national, 1988, # 13-214</p> <p>OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie: Comptes financiers, 1981-1988</p> <p>Bourse de Tokyo</p> <p>OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie: Comptes financiers, 1981-1988</p> <p>OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie: Comptes financiers, 1981-1988</p> <p>OCDE, Statistiques financières, Deuxième partie: Comptes financiers, 1981-1988</p>
Assujettissement à l'impôt des détenteurs du capital-action	<ul style="list-style-type: none"> • Les entreprises non financières, les banques, la moitié des non-résidents et les autres institutions financières (à l'exclusion des fonds de pension) sont considérés imposables au taux des sociétés • Les foyers et la moitié des non-résidents sont imposables au taux personnel ou des particuliers • Les gouvernements et les fonds de pension (sauf en Allemagne de l'Ouest) sont exonérés de l'impôt • Les fonds de pension représentent une proportion identique des institutions financières ailleurs qu'au Canada 	TPF&C Research

Pièce jointe IV

Hypothèses et provenance des renseignements

Méthode du rendement requis par les actionnaires

Article	Hypothèse	Provenance
<p>Taux d'imposition marginal, des gains en capital et des dividendes pour les particuliers et les sociétés</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Canada • États-Unis • Japon • Allemagne Les règles et les taux de 1980 ont été utilisés pour 1977-1979 • Royaume-Uni • Suède 	<ul style="list-style-type: none"> • A Fiscal History of Canada - The Post War Years, J. Harvey Perry, Canadian Tax Foundation • U.S. Master Tax Guide, 1977-1988, CCH Publishing Ltd • Guide to Japanese Taxes, 1977-1984, Zaikei Shoho Sha • Bourse de Tokyo • Coopers & Lybrand, International Tax Summaries, 1980-1988 • Coopers & Lybrand International Tax Summaries, 1980-1988 • U.K. Master Tax Guide 1987 • Butterworth's U.K. Tax Guide 1986-1987 • Tolley's Income Tax 1977-1986 • Coopers & Lybrand International Tax Summaries, 1980-1988 • Coopers & Lybrand International Tax Summaries, 1980-1988

2. MÉTHODOLOGIQUE MICRO-ÉCONOMIQUE

Les méthodologies macro-économiques établissent le coût moyen du capital pour un grand nombre d'entreprises dans chaque pays. Cependant, ces coûts sont des moyennes et traduisent les particularités de chaque économie, dont l'importance respective des secteurs. Nous avons calculé le coût du capital pour une centaine d'entreprises, 42 canadiennes et 60 étrangères, afin de comparer plus justement le coût du capital pour les entreprises canadiennes et leurs concurrentes et des firmes comparables. Ces calculs individuels permettent en outre de corroborer l'analyse macro-économique.

CHOIX DE LA MÉTHODOLOGIE

Il existe un grand nombre de méthodes pour calculer le coût du capital à l'échelle des entreprises, car il existe plus de données précises sur les entreprises.

L'une des méthodes les plus courantes, le Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEAF) est l'une des pierres angulaires des théories financières modernes depuis le début des années soixante. Le MEAF suppose que, dans un marché efficient, l'investisseur s'attend à une compensation directement proportionnelle au degré de risque occasionné par la marge brute d'autofinancement future d'un titre. Ceci signifie qu'un risque plus élevé engendre un rendement attendu supérieur pour compenser pour ce niveau de risque accru. La version la plus simple de ce modèle part du rendement attendu d'un titre pratiquement sans risque, par exemple le taux d'intérêt sur une obligation gouvernementale, puis ajoute une prime pour compenser pour les risques présentés par le titre à l'étude. Cette prime de risque est fonction de la variabilité attendue des rendements futurs de l'investissement obtenue par la multiplication de la valeur "bêta" du titre par le rendement moyen attendu pour un portefeuille du marché, la "prime de risque du marché".

La méthode du MEAF est simple et séduisante au plan intuitif. Elle semble assez fiable pour les firmes nord-américaines bien établies dont la prime de risque ne varie pas dans le temps. Cette méthode est facile à appliquer mais présente des inconvénients qui la rendent peu intéressante pour les comparaisons entre entreprises d'un même pays ainsi que pour les comparaisons internationales.

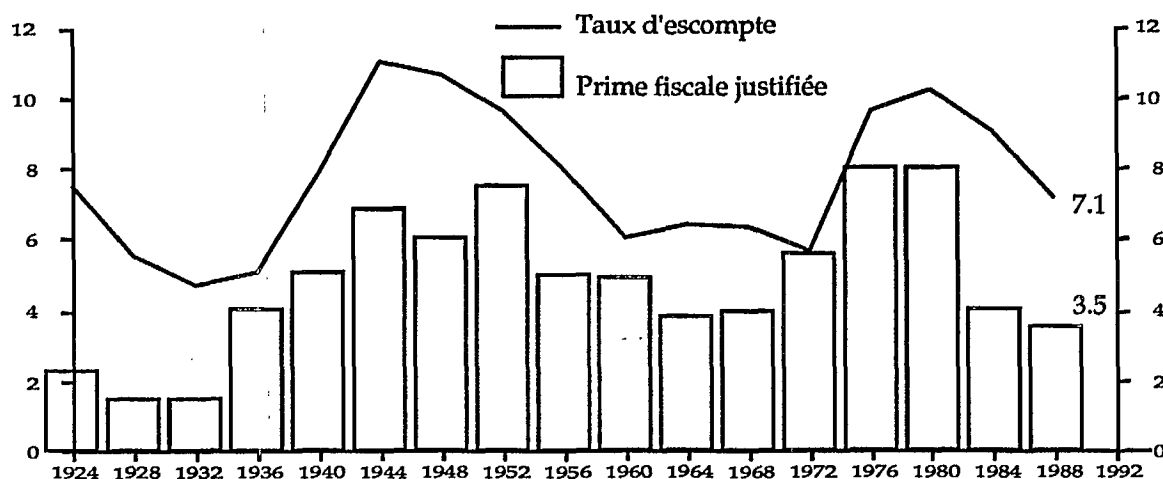
Comparaisons entre entreprises d'un même pays. Malgré l'attrait intuitif et la simplicité de la méthode du MEAF, plusieurs facteurs indiquent que ses résultats sont peu fiables :

- La prime du marché boursier est un chiffre dérivé de données antérieures et qui est très sensible à la période choisie pour l'observation. Si l'on choisit une longue période d'observation, le coût actuel des capitaux propres est dominé par des facteurs de risque passés plutôt que présents (ou attendus). De même, si l'on choisit une courte période d'observation, la prime du marché boursier peut apporter des distorsions attribuables à la volatilité ou à des anomalies passagères dans le marché.
- Nos recherches révèlent qu'une partie importante de la prime tirée de données passées n'est pas uniquement une prime de risque, comme l'indiquerait le MEAF, mais bien une prime d'ordre fiscal. En raison de la manière dont le MEAF définit la prime des capitaux propres, les risques sont surévalués et les impôts sont sous-évalués. La Pièce D.2 illustre la relation étroite entre les impôts et le coût des capitaux propres (dérivés à l'aide de la méthode du MEAF) aux États-Unis. La prime fiscale justifiée est définie comme le rendement exigé par l'investisseur pour couvrir l'impôt maximum sur les dividendes et les gains en capital.

Pièce D.2

Taux d'actualisation réel après l'impôt des sociétés et prime fiscale justifiée

(%)



Source: CMA

La prise en considération des impôts comme facteur essentiel des coûts est cruciale car les prévisions quant aux taux d'imposition futurs sont davantage influencées par les taux actuels que par les taux passés. En conséquence, l'emploi d'une longue période comme échantillon peut mener à des conclusions erronées.

- Les résultats ne reflètent pas bien ce que sont les risques dans une période de chute des cours. Si le cours des titres chute, la prime de risque moyenne selon cette méthode chute également (puisque la différence entre le rendement des titres et les instruments non risqués diminue), ce qui indiquerait que le coût global des capitaux propres a diminué. Pourtant, en réalité, la chute des cours révèle que les investisseurs considèrent que les titres sont de plus en plus risqués (ou s'attendent à un rendement moins élevé que dans la période précédente) et ne veulent plus payer le prix plus élevé antérieur pour prendre des risques plus importants. Ainsi, en fait, le coût réel des capitaux propres augmente.
- La notion selon laquelle il existe une relation entre les instruments de dette sans aucun risque et les capitaux propres n'est pas établie. D'après des observations effectuées aux États-Unis, depuis 1924, la majeure partie des capitaux propres est détenue par des particuliers fortunés imposables alors que les bons du trésor et les autres instruments de la dette gouvernementale ne figurent pas dans leurs portefeuilles. En outre, les groupes qui dominent la fixation des prix des instruments gouvernementaux (les banques centrales) ne détiennent pas de capitaux propres. Ainsi, la relation entre le taux sans risque et les capitaux propres qui est implicite dans la méthode du MEAF n'est pas évidente et ne représente peut-être pas l'outil le plus approprié pour comparer les différents rendements.
- L'hypothèse du MEAF selon laquelle tous les facteurs de risque sont regroupés en une seule prime de risque (bêta) défie l'analyse. En réalité, tous les facteurs essentiels pour parvenir au coût du capital approprié ne sont peut-être pas pris en considération. La théorie de l'établissement du prix par arbitrage (TEPA) étend le raisonnement du MEAF en proposant une série de primes de risque, chacune étant liée à un facteur différent influant sur le cours du titre. Cependant, les universitaires divergent en pratique quant à la méthode adoptée pour établir les facteurs et en théorie quant au nombre, à la nature et à l'à-propos de ceux-ci. Les difficultés

d'application de la TEPA se multiplient si l'on tente d'effectuer des comparaisons entre pays. L'utilisation de cette méthodologie n'est pas réaliste puisque l'on ne sait pas s'il convient ou non d'utiliser les mêmes facteurs pour établir le coût des capitaux propres dans des pays différents.

Comparaisons internationales. Les problèmes liés à l'emploi de la méthode du MEAF pour évaluer le coût des capitaux propres s'aggravent encore si l'on tente d'effectuer des comparaisons internationales. La méthode de mesure du risque ne permet pas de comparer précisément les risques à l'échelle internationale. La comparaison du coût des capitaux propres dans chaque pays établi à l'aide de la méthode MEAF soulève le problème de la comparaison des facteurs bêta de marchés boursiers différents. Par définition, le facteur bêta d'une économie est égal à un. Si l'on affecte un facteur bêta égal à un à chaque économie, le MEAF ne peut tenir compte de la différence de risque inhérente entre plusieurs économies. Par exemple, il est très improbable que le risque du marché argentin, où le facteur bêta est égal à un, soit identique au risque du marché américain, où le facteur bêta est pourtant aussi égal à un. On pourrait en théorie affecter un facteur bêta différent à chaque pays en fonction du risque, mais il n'existe actuellement aucune méthode acceptée pour le faire. L'utilisation d'une même prime de risque moyenne historique pour un pays donné supprime en fait les différences de risque entre les pays.

Par ailleurs, il existe aussi plusieurs modèles ou méthodes permettant de calculer directement le coût du capital. Puisque le coût du capital est le taux auquel le marché actualise la marge brute d'autofinancement future pour établir la valeur actuelle de l'entreprise, il est possible de calculer le coût du capital à condition de connaître la valeur actuelle, ce qui est possible, et la marge brute d'autofinancement future, qui est difficile à prévoir. Cependant, étant donné que les entreprises à la fine pointe technologique ont de plus en plus recours à cette méthode, et en vertu de ses points forts au plan théorique, nous l'avons adoptée. Une méthode directe constitue le moyen le plus attrayant. En outre, elle permet de vérifier avec plus de précision les méthodes macro-économiques puisqu'elle calcule la même chose, mais de manière différente. Les méthodes indirectes ne sont que des substituts des méthodes directes.

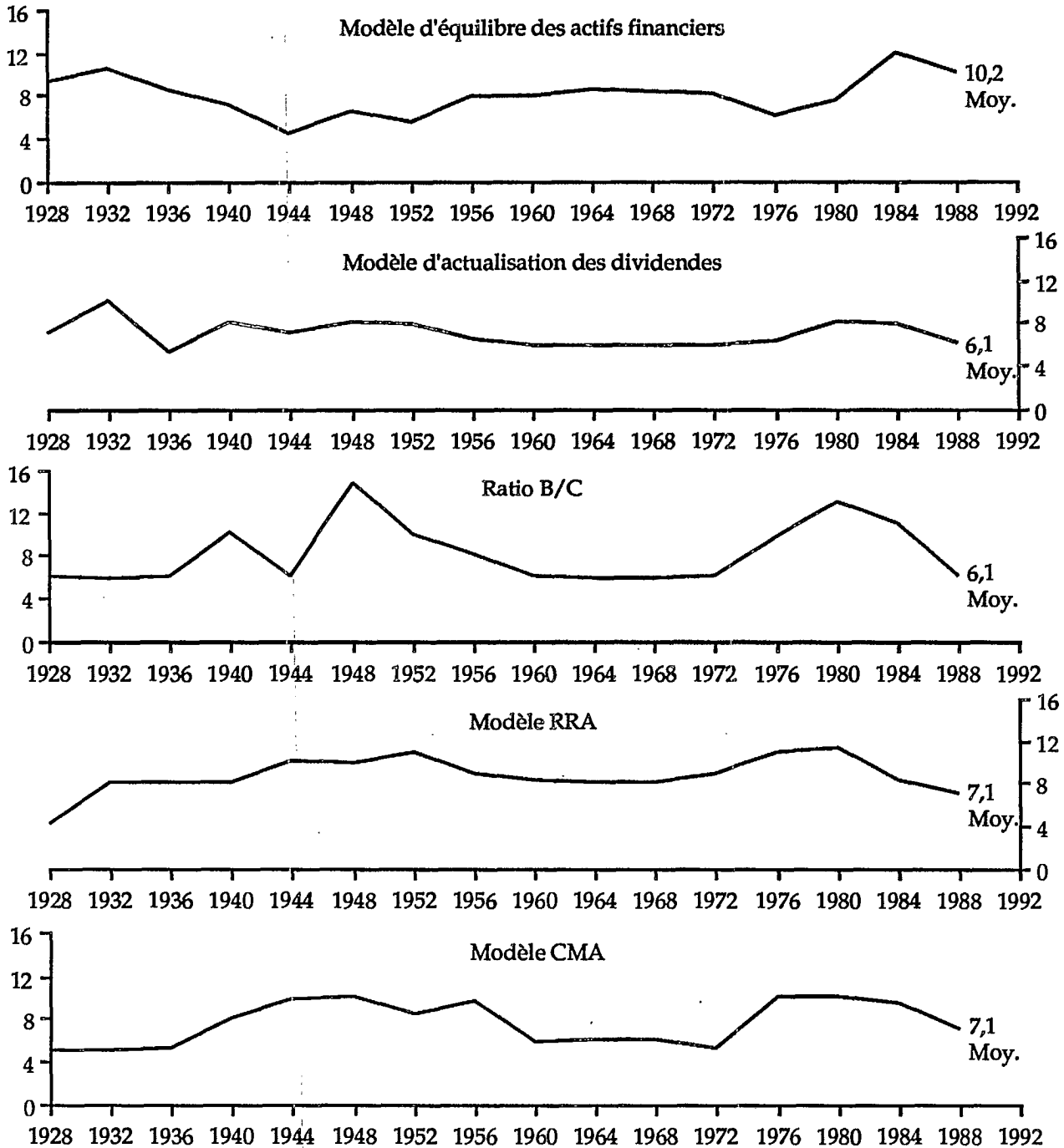
Les diverses méthodes diffèrent quant à la manière dont elles évaluent la marge brute d'autofinancement future. Il faut trouver un juste milieu entre des prévisions faciles mais un peu simplistes et des méthodes complexes qui projettent de manière plus exhaustive mais également sans doute moins crédible.

Parmi les méthodes de calcul du coût du capital inventoriées, celle qui a été élaborée par CMA fournit des données de prise de décision et des résultats empiriques supérieurs. Elle surmonte les handicaps du MEAF et des méthodes de calcul indirect du coût du capital. Ce modèle a été très souvent utilisé aux États-Unis et en Grande-Bretagne et a fait preuve d'une grande précision. L'argument le plus puissant à l'appui des résultats de CMA est que sa pertinence a été prouvée de manière empirique sur une longue période. La précision du modèle peut être établie par un processus itératif qui prend la marge brute d'autofinancement prévue, une estimation du coût du capital et "résout" en fonction du cours du titre. On peut comparer le cours ainsi calculé au cours réel. En répétant cette opération sur plusieurs périodes, on obtient un vaste échantillon permettant de vérifier la précision des résultats de CMA. Il convient de souligner que, pour que le modèle soit valide, il n'est pas nécessaire de prévoir la marge brute d'autofinancement future; il faut plutôt simuler les prévisions du marché pour cette donnée.

Il est essentiel de signaler que toutes les autres approches concordent de près avec la méthode de CMA quant à la tendance générale du coût du capital dans le temps, à l'exception du MEAF. Cette divergence peut être attribuable à n'importe lequel des facteurs soulignés à propos du MEAF. Elle est révélatrice du fait que le MEAF surestime systématiquement le coût des capitaux propres. La Pièce D.3 établit cette relation pour les États-Unis. En outre, des comparaisons empiriques ont été effectuées pour les marchés britannique et canadien. Elles donnent des résultats similaires.

Pièce D.3

Différentes estimations du coût des capitaux
propres aux É.-U. corrigé en fonction de l'inflation
(%)



Source: CMA

LE MODÈLE DE CMA

Le modèle de CMA part des préceptes de Modigliani et de Miller pour l'évaluation des firmes. Il se base sur l'hypothèse selon laquelle les actionnaires évaluent leur portion de la marge brute d'autofinancement future de l'entreprise. La valeur actuelle du marché de l'entreprise (valeur du marché des capitaux propres et de la dette) est par conséquent la valeur courante de la marge brute d'autofinancement future de l'entreprise actualisée au coût du capital. Le coût du capital est égal au taux auquel la marge brute d'autofinancement doit être actualisée pour obtenir la valeur du marché de la firme. Avec deux des trois variables clés, l'équation peut être résolue en fonction de la dernière.

La procédure du modèle constitue à déterminer à tour de rôle :

- La valeur réelle de l'actif de l'entreprise en dollars actuels au début des prévisions. Pour supprimer les distorsions engendrées par l'inflation dans les résultats comptables, tous les calculs suivants sont en dollars constants.
- Le rendement du capital sur la marge brute d'autofinancement (RCMA) gagné sur ces éléments d'actif - également en dollars constants.
- La croissance réelle de l'actif de l'entreprise.
- La marge brute d'autofinancement future réelle, selon le RCMA et l'actif prévu.
- Le coût du capital qui fait correspondre cette marge brute d'autofinancement et la valeur actuelle du marché de l'entreprise.

Nous allons, dans la suite de cette section, exposer plus en détail la procédure à suivre, puis préciser de quelle manière la méthode a été modifiée de manière à tenir compte des différences de pratiques comptables entre les pays étudiés. Ce modèle étant couvert par des droits d'auteur, comme plusieurs autres modèles de ce type, nous devons nous contenter d'une description sans fournir les formules précises utilisées par CMA pour calculer certaines des variables.

ACTIF RÉEL INITIAL

Les états financiers de l'entreprise énumèrent les éléments de son actif de manière à enregistrer leur valeur en dollars courants au moment où ils ont été acquis. Ce chiffre nominal peut représenter un large éventail d'actif réel, selon l'âge des différents éléments de l'actif. Pour supprimer la distorsion occasionnée par l'inflation dans les résultats d'une entreprise, le modèle commence par calculer la valeur réelle de l'actif physique (amorti) et de son fonds de roulement sans amortissement en dollars actuels. L'exemple simplifié suivant illustre le calcul des corrections. Le calcul réel des corrections en fonction de l'inflation est plus complexe car il faut tenir compte de la croissance de l'actif pour calculer plus précisément l'âge de l'actif et procéder à une modélisation pertinente.

Considérons la correction en fonction de l'inflation en posant l'hypothèse que la croissance est nulle. L'entreprise déclare un actif brut de 100 \$, un actif réel de 40 \$ et un amortissement de 20 \$ cette année. L'actif a donc une durée de vie moyenne de 5 ans ($100/20$) et est âgé en moyenne de 4 ans ($40/100 \times 5$ ans). Il est possible de modéliser l'historique de l'actif pour montrer de quelle manière les investissements ont, année après année, conduit à l'actif inscrit. Nous savons que l'actif brut demeure constant à 100 \$, conformément à l'hypothèse de la croissance nulle. Par conséquent, avec une durée de vie de 5 ans, l'amortissement annuel est de 20 \$: chaque année, 20 \$ d'actif viennent à échéance et il faut effectuer 20 \$ de nouveaux investissements pour maintenir une croissance nulle de l'actif brut.

Année d'achat	Investissement	Amortissement cumulé	Actif net
-5	20 \$	20 \$	0 \$
-4	20 \$	16 \$	4 \$
-3	20 \$	12 \$	8 \$
-2	20 \$	8 \$	12 \$
-1	20 \$	4 \$	16 \$
	<hr/>	<hr/>	<hr/>
Total (année 0)	100 \$	60 \$	40 \$
	Actif brut	Amortissement cumulé	Actif net

La durée de vie de l'actif étant de cinq ans, il n'est pas nécessaire de modéliser plus loin que cinq ans en arrière puisque les éléments d'actif acquis auparavant sont arrivés à échéance et que leur valeur brute et leur amortissement cumulé ont été retirés des comptes.

Il est possible de traduire en dollars actuels constants ce modèle d'investissement et d'amortissement, de manière à estimer la valeur réelle de l'actif de l'entreprise. En pratique, le modèle fait augmenter les éléments d'actif et l'amortissement en fonction de l'indice des prix à la consommation réel pour chacune des années. Pour cet exemple toutefois, nous avons posé l'hypothèse d'une inflation constante de 4 % :

Année d'achat	Invest.	Facteur d'inflation	Actif réévalué	Amortissement cumulé réévalué*
-5	20 \$	1,04 ⁵	24,3 \$	24,3 \$
-4	20 \$	1,04 ⁴	23,4 \$	18,7 \$
-3	20 \$	1,04 ³	22,5 \$	13,5 \$
-2	20 \$	1,04 ²	21,0 \$	8,6 \$
-1	20 \$	1,04 ¹	20,8 \$	4,2 \$
<hr/>				
Total (année 0)	100 \$ Actif brut (compt.)		112,6 \$ Actif brut en dollars constants	69,3 \$ Amortissement cumulé en dollars constants

* Remarque : On calcule l'amortissement cumulé réévalué en divisant l'actif réévalué par la durée de vie de l'actif et en multipliant le résultat par l'âge de l'actif. Par exemple, l'investissement de 20 \$ âgé de quatre ans dont la valeur corrigée pour l'inflation est de 23,4 \$ a un amortissement cumulé réévalué de 18,7 \$ (23,4 \$/5 ans de vie X 4 ans d'âge).

La valeur de l'actif en dollars réels obtenue est ajoutée à l'actif à court terme sans amortissement en vue d'obtenir l'investissement réel brut pour la première année

de l'évaluation. L'actif à court terme n'a pas à être corrigé en fonction de l'inflation puisque ses composantes sont déjà évaluées en dollars actuels, à peu de chose près. Le terme "Actif brut" fait référence à l'actif brut réel corrigé selon l'explication ci-dessus l'actif à court terme sans amortissement.

RENDEMENT DU CAPITAL SELON LA MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT (RCMA)

On combine la marge brute d'autofinancement et l'actif réel calculé à la première étape pour établir le rendement du capital selon la marge brute d'autofinancement. La variable RCMA (rendement du capital selon la marge brute d'autofinancement) donne ensuite la marge brute d'autofinancement future prévue sur les projets d'investissement existants et futurs.

Le RCMA est le rendement implicite des investissements que la firme obtiendrait si elle investissait son actif brut aujourd'hui et atteignait le même niveau marge brute d'autofinancement pour chaque année de la durée de vie des éléments d'actif. Le RCMA est le taux d'actualisation auquel la valeur actuelle nette de la marge brute d'autofinancement de chaque année de la vie de l'actif est égale à l'actif brut. Il faut résoudre en fonction de i , une équation très simple :

$$\text{VALEUR ACTUELLE NETTE} = \frac{P(1-(1+i)^n)}{i}$$

Où : NPV = coût actuel corrigé de l'actif
P = marge brute d'autofinancement
i = rendement des investissements selon la marge brute d'autofinancement
n = durée de vie de l'élément d'actif

Le RCMA est calculé pour chaque année pour laquelle des états historiques sont disponibles. On atténue alors l'effet du RCMA dans le modèle au moyen d'une médiane mobile de trois ans afin d'éliminer une année exceptionnellement bonne ou mauvaise, puisque les investisseurs ne s'attendraient pas à la poursuite des rendements exceptionnels. En outre, un RCMA minimum de 4 p. 100 est utilisé dans le modèle si le RCMA médian est inférieur à 4 p. 100. Les investisseurs n'achèteraient pas un titre s'ils ne s'attendaient pas à un rendement raisonnable

au-delà du taux sans risque d'environ 4 p. 100. Cette hypothèse est étayée par des données empiriques.

CROISSANCE DE L'ACTIF BRUT

D'autre part, les actionnaires s'attendent à ce que, ultérieurement, la firme investisse dans de nouveaux projets. La croissance de l'actif brut, avec et sans amortissement, est calculée chaque année. Le modèle base le rythme auquel les investisseurs s'attendent à ce que la firme va investir sur la moyenne de trois ans d'une médiane de cinq ans, après avoir supprimé le taux de croissance le plus élevé et le plus faible. Par exemple, si l'actif réel de la firme a augmenté de 5, 25, 8, 10 et -10 p. 100 respectivement en 1984, 1985, 1986, 1987 et 1988, le taux de croissance prévu de 1986 serait égal à 7,67 p. 100, la moyenne de 5, 8 et 10 p. 100.

On utilise ensuite le taux de croissance anticipé pour prévoir les investissements additionnels annuels dans de nouveaux projets. Cependant, si le RCMA obtenu est inférieur à la croissance réelle prévue, le modèle fixe la croissance de l'entreprise au niveau du RCMA, en partant du principe qu'une firme gagnant moins que le coût de son capital n'est pas en mesure de soutenir une croissance supérieure à ce que lui permettent ses revenus d'exploitation, puisque les actionnaires n'investiraient pas de capitaux supplémentaires pour la croissance s'ils n'obtiennent pas le rendement attendu.

MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT FUTURE

Le modèle a maintenant calculé toutes les données d'entrée nécessaires pour produire une prévision de la marge brute d'autofinancement. Il est possible de calculer la marge brute d'autofinancement des éléments d'actif existants pour le reste de leur durée de vie à partir de leur valeur réelle et de leur RCMA. Il est possible de calculer la marge brute d'autofinancement des éléments d'actif additionnels à partir de la croissance de l'actif. La marge brute d'autofinancement générée par ces nouveaux investissements est calculée à l'aide du même RCMA que pour les éléments d'actif existants.

Cependant, il faut apporter une correction supplémentaire. Le modèle CMA prévoit la marge brute d'autofinancement futures d'une entreprise pour une

période de trente-cinq ans. Mais il ne part pas de l'hypothèse qu'une firme peut maintenir son RCMA pour toute la période de prévision. Il suppose que les possibilités d'investissement déclineraient avec le temps, la concurrence ramenant les rendements vers la norme. Le RCMA calculé est utilisé pour projeter la marge brute d'autofinancement pour l'ensemble de la durée de vie des éléments d'actif existants et de tous les investissements effectués avant l'année 9. Dans le cas des investissements effectués après l'année 9, le RCMA décline à 4 p. 100, linéairement, pendant les 27 années suivantes. Par exemple, une firme dont le RCI est égal à 10 p. 100 aura une marge brute d'autofinancement de 10 p. 100 pour la durée de vie de tous les investissements effectués avant l'année 9. Les investissements de l'année 10 auront un rendement de 9,78 p. 100, soit 0,22 p. 100 de moins ($1/27^e$ de 10-4 p. 100) pour la totalité de leur durée de vie. Les investissements de l'année 11 auront un rendement de 9,56 p. 100, pour la totalité de leur durée de vie, et ainsi de suite jusqu'à l'année 35. Il est également prévu que le taux d'investissement ralentira durant la vie de l'entreprise, en raison ici aussi des effets de la concurrence. Le taux de croissance initial se maintient pendant les huit premières années, puis baisse régulièrement jusqu'à 2 p. 100 à l'année 35.

COÛT DU CAPITAL

Il est alors possible de calculer le coût du capital pour la firme en établissant sa valeur du marché actuelle et en calculant le taux d'actualisation qui la fait correspondre à la marge brute d'autofinancement calculée selon la méthode ci-dessus.

La valeur du marché de la firme est fondée sur la valeur du marché des capitaux propres et sur la valeur comptable de la dette. (Il est très fastidieux d'évaluer la valeur du marché de la dette, et celle-ci ne modifie pas de manière significative la mesure du coût du capital.) La valeur du marché des capitaux propres est fondée sur le cours moyen de l'action sur douze mois multiplié par les actions ordinaires en circulation à la fin de l'année. Le fait de prendre une moyenne du cours mensuel de l'action signifie que la valeur du marché n'est pas une estimation à un moment précis. Toutefois, CMA a conclu qu'il est plus important d'employer un cours moyen sur une courte période qu'une mesure à un moment précis, en raison de la volatilité quotidienne des cours.

Une fois effectuées les prévisions de la marge brute d'autofinancement d'exploitation et d'investissement, la dernière étape est d'affecter le coût du capital implicite qui fait correspondre la marge brute d'autofinancement de la firme à sa valeur du marché. Le coût du capital obtenu est le coût réel du capital, puisque toutes les prévisions sont en dollars constants.

CORRECTION DU MODÈLE POUR LES DIFFÉRENTS PAYS

Pour assurer une certaine cohérence, nous avons tenté de maintenir dans le modèle les mêmes hypothèses pour toutes les entreprises. Cependant, compte tenu des différences comptables entre les pays, il importe de corriger certaines des données pour garantir des résultats comparables. Les méthodes comptables en vigueur au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis étant similaires, les données pour ces pays n'ont pas eu à être modifiées. (Certaines firmes britanniques réévaluent parfois les terrains dans leur comptabilité, mais ce n'est le cas d'aucune des entreprises de notre échantillon.) Certaines corrections ont toutefois dû être apportées pour les données et les modèles allemands, suédois et japonais en raison des importantes différences de politiques comptables. (Il s'agit dans de nombreux cas de modifications mineures apportées au niveau macro-économique.)

Le modèle est fondé sur l'amortissement linéaire de l'actif. Certains pays cependant, dont l'Allemagne, la Suède et le Japon permettent le recours à l'amortissement accéléré dans les rapports annuels aux actionnaires. CMA et le Canada Consulting Group ont effectué certaines analyses de sensibilité afin de mesurer les effets de l'amortissement accéléré sur le calcul du coût du capital. D'après nos résultats, nous concluons que l'amortissement accéléré n'affecte pas véritablement le calcul du coût du capital pour les entreprises que nous avons étudiées. Le RCI et le coût du capital seront inférieurs de moins de 1 p. 100 pour les firmes ayant recours à l'amortissement accéléré. Même si l'amortissement accéléré peut avoir des répercussions importantes sur les coûts d'un projet donné, de tels effets sont négligeables pour une entreprise dont l'actif englobe des éléments amortis sur une base économique et des éléments amortis sur une base accélérée. Notre analyse et nos conclusions des différences de coût du capital entre les pays tiennent compte de cette légère déformation systématique dans le coût du capital pour ces firmes, mais aucune correction n'a été apportée aux données ou au modèle.

En Allemagne et en Suède, les états financiers destinés aux actionnaires et établis aux fins fiscales sont identiques. L'objectif de payer peu d'impôts, en maintenant les bénéfices à un niveau aussi faible que possible, a priorité sur celui de faire plaisir aux actionnaires en inscrivant des revenus élevés. En Allemagne, les autorités fiscales permettent aux entreprises d'établir des réserves pour les pertes futures anticipées et certains frais comme les mauvaises créances, les impôts, etc.

Les divers types de réserves doivent être traités différemment. En Allemagne et en Suède, les dettes au titre des régimes de retraite sont aussi établies comme des réserves pour capitaux propres. Lors de nos entrevues, les représentants de la plupart des firmes ont convenu que la majorité des réserves pour dettes à des titres autres que les régimes de retraite ne seront jamais réalisées. En Allemagne, nous n'avons pas compté ces réserves comme une dette mais comme des capitaux propres théoriques. Les entreprises suédoises étudiées n'avaient aucun revenu de capitaux propres autres que les régimes de retraite. La conséquence de cette correction est de diminuer la valeur du marché du total des capitaux propres et de la dette puisque la valeur du marché des capitaux propres est obtenue à partir du cours de l'action. Par conséquent, avec une marge brute d'autofinancement identique et une valeur du marché inférieure, le coût du capital sera légèrement plus élevé que si nous n'avions pas apporté la correction.

Par contre, les réserves au titre des régimes de retraite ont été laissées comme un élément de passif et ajoutées à la dette. Les dettes au titres des régimes de retraite dans ces pays ne sont pas traitées de la même manière qu'en Amérique du Nord. En Amérique du Nord, la valeur actuelle de la dette de l'entreprise au titre des régimes de pension et les liquidités correspondantes doivent être retirées des états financiers et traitées séparément, sans lien de dépendance, des comptes financiers de la firme. En Amérique du Nord, le seul élément de passif qui figure aux états financiers relativement aux régimes de retraite est le montant de la dette sans capitalisation au titre des régimes de retraite. En Allemagne et en Suède, les firmes ne sont pas tenues de mettre de côté des liquidités correspondant à la dette au titre des régimes de retraite; elles peuvent investir ces fonds dans la firme de la manière qu'elles choisissent. Ainsi, en Allemagne ou en Suède, la valeur totale de la dette au titre des régimes de pension est une dette non capitalisée que la firme devra un jour rembourser. IL faudrait donc la traiter comme une dette.

Des réserves autres qu'en capitaux propres sont également permises en Suède et en Allemagne. Ces montants sont déduits des bénéfices, mais il s'agit de postes

hors caisse. Pour évaluer la marge brute d'autofinancement, les frais hors caisse autres qu'en capitaux propres ont été rajoutés au revenu. Ces réserves autres qu'en capitaux propres des états financiers sont beaucoup moins importantes que les réserves en capitaux propres mais, pour une question de cohérence, nous les avons traitées de la même manière que les "autres réserves" et ne les avons pas incluses dans la dette pour le calcul de la valeur du marché, puisqu'elles n'auraient pas été considérées comme un élément de passif en Amérique du Nord.

Au Japon, les réserves sont peu élevées et il s'agit principalement de dettes au titre des régimes de pension. Aucune correction n'a donc été nécessaire. Les réserves autres qu'en capitaux propres, assez faibles également, ont été traitées de la même manière qu'en Allemagne et en Suède. Cependant, le Japon présente deux facteurs exclusifs qui ont nécessité des corrections.

Les entreprises japonaises ne demandent pas de revenus des placements minoritaires si elles détiennent moins de 20 p. 100 des capitaux propres d'une entreprise, mais elles ajoutent l'investissement à leur actif. En conséquence, le RCMA pourrait être sous-évalué au Japon puisque la marge brute d'autofinancement des activités ne reflète que la marge brute d'autofinancement d'une partie des investissements de la firme. Pour plusieurs des firmes étudiées, la valeur de l'investissement dans les états financiers représentait 15 à 20 p. 100 de l'actif net. Étant donné que le Japon est le seul pays où on n'inscrit pas de revenu des intérêts minoritaires et que ceux-ci y revêtent une grande importance, nous avons estimé qu'une correction s'imposait. Pour l'évaluation, nous avons retiré de l'actif brut la valeur des investissements dans des entreprises.

Un telle correction a pour effet d'augmenter le coût du capital. Sans le compte des "investissements", l'actif net est inférieur, le RCMA est plus élevé et la marge brute d'autofinancement est donc supérieure. Avec une marge brute d'autofinancement supérieure et une valeur du marché identique, le taux d'actualisation doit être plus élevé pour faire correspondre la marge brute d'autofinancement à la valeur du marché. Pour Sumitomo Corporation, le plus important détenteur d'intérêts minoritaires de notre échantillon, le RCMA et le coût du capital ont augmenté d'environ 1,5 p. 100 à la suite de la correction. Une hausse moyenne de 1 p. 100 correspond aux effets de la correction de la Federal Reserve pour les revenus des intérêts minoritaires. Plus les investissements sont de petite envergure par rapport à l'actif total et moins les effets sont importants sur le coût du capital.

La deuxième correction que nous avons jugée nécessaire pour le Japon a été de retirer la limite imposée pour les autres pays, à savoir que la croissance ne peut être supérieure au RCMA. D'après nos entrevues et les analyses des entreprises, il apparaît que les investisseurs japonais ne limitent pas la croissance si les rendements sont faibles ou si les attentes ne sont pas respectées. Nous avons estimé que cette limite biaiserait les résultats obtenus pour le Japon.

Cette correction permet des taux de croissance plus élevés et donc une marge brute d'autofinancement plus élevée pour la même valeur du marché. Ainsi, le coût du capital permettant d'actualiser cette marge à la valeur du marché doit être plus élevé en raison de cette correction, qui n'a cependant eu que des effets minimes (moins de 0,5 p. 100) sur le coût du capital.

3. CRITÈRES POUR LA SÉLECTION DES PERSONNES INTERROGÉES

Les annexes A, B et C ci-dessus énumèrent les entreprises dont nous avons analysé le coût du capital; les entreprises dont nous avons rencontré des représentants pour les études de cas; et les responsables financiers et politiques que nous avons interrogés.

Nous décrivons dans la présente section comment nous avons sélectionné les entreprises et les interlocuteurs.

LE CHOIX DES ENTREPRISES

Notre analyse à l'échelle des pays offre une vaste perspective de la question de savoir si les entreprises canadiennes sont désavantagées sur le plan du coût du capital par rapport à leurs concurrentes des autres pays et, le cas échéant, dans quelle mesure. Cependant, ce ne sont pas les pays, mais les entreprises, qui investissent dans l'innovation. L'analyse à l'échelle des pays se penche sur le coût du capital pour un échantillon de 42 entreprises canadiennes et de 60 de leurs concurrentes étrangères ou entreprises similaires d'autres pays. De plus, nous avons réalisé des études de cas et avons interrogé les représentants d'un certain nombre d'entreprises et d'institutions financières ainsi que des responsables politiques afin de comprendre en détail comment les entreprises prennent leurs décisions pour investir dans l'innovation, et dans quelle mesure ces décisions sont influencées par le coût du capital de l'entreprise en comparaison à celui de ses concurrentes étrangères.

La première étape pour trouver les entreprises canadiennes à étudier a été de cerner les secteurs à partir desquels tirer l'échantillon. Cette étape a été guidée par quatre critères :

- Étant donné que la portée et la durée de notre étude limitaient le nombre d'entreprises qu'il était possible d'étudier, nous avons dû faire un choix difficile entre la profondeur et l'étendue de notre échantillon d'entreprises. Il est clair qu'il est souhaitable de couvrir des secteurs aussi divers que possible de l'économie canadienne. Pour être en mesure de tirer des conclusions valables quant aux répercussions du coût du capital à l'échelle du pays sur les firmes d'un secteur donné, nous avons choisi un

échantillon comprenant trois ou quatre entreprises de chaque secteur important.

- Nous avons étudié des entreprises dans des secteurs qui, une fois combinés, couvrent la majeure partie du secteur manufacturier canadien.
- Nous voulions assurer une vaste couverture de l'économie, mais avons choisi des entreprises qui représentent de manière disproportionnée les secteurs qui nécessitent des investissements supérieurs à la moyenne, qu'ils soient essentiels ou accessoires, et avons sur-représenté les industries à forte teneur technologique.
- Enfin, notre échantillon penche vers les industries dont les produits sont échangés au niveau international, puisque c'est de la réussite à ce niveau que dépend en fin de compte la prospérité relative du Canada.

Une fois déterminés les secteurs d'où sélectionner les entreprises de notre échantillon, nous avons choisi les entreprises de manière pragmatique de façon à obtenir un groupe représentatif de chaque secteur. Dans certains secteurs, nous avons dû choisir des grandes entreprises pour la simple raison de leur importance pour l'industrie et pour l'ensemble de l'économie. Ainsi, par exemple, le secteur des mines et des métaux devait englober Alcan, et le secteur de l'acier devait inclure Stelco ou Dofasco. Par ailleurs, nous avons tenté d'inclure diverses entreprises différentes au sein d'un même secteur. Nous avons donc inclus des mini-acieries pour l'acier et notre sélection des entreprises des pâtes et papiers contient des entreprises qui se spécialisent dans des produits à valeur ajoutée assez élevée comme les papiers fins, ainsi que des entreprises fabricant des produits plus courants comme le papier journal.

En outre, nous avons axé notre choix sur les entreprises dont la propriété et le contrôle sont canadiens. Mais nous avons inclus un certain nombre d'entreprises contrôlées par des étrangers, pour deux raisons principales. Premièrement, ces entreprises sont très importantes pour l'ensemble de l'économie canadiennes et les laisser de côté reviendrait à ignorer une composante de premier plan de notre assise manufacturière. Et deuxièmement, nous nous intéressons à l'effet qu'une entreprise mère étrangère, qui émet des actions dans son pays d'origine, a sur le coût du capital pour sa filiale canadienne.

Enfin, le choix des entreprises a été limité à celles qui sont cotées en bourse, de manière à avoir accès aux données financières détaillées à la disposition du public nécessaires pour calculer le coût du capital de l'entreprise. Les sociétés fermées ne divulguent pas suffisamment de données publiques pour permettre une analyse financière intéressante.

LE CHOIX DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Le Canada Consulting Group a fixé trois objectifs pour la sélection des institutions financières dont les représentants seraient interrogés. Premièrement, nous souhaitons aborder la globalisation des marchés financiers avec des personnes travaillant tous les jours dans les marchés financiers globaux et qui sont par conséquent les plus aptes à comprendre les tendances actuelles de l'intégration des marchés financiers et la mesure dans laquelle cette intégration se poursuivra. Deuxièmement, nous cherchions à comprendre la structure de l'industrie financière canadienne de manière à pouvoir déterminer les effets que cette structure pourrait avoir sur le coût global du capital au Canada, en particulier pour les entreprises innovatrices ou de haute technologie. Enfin, nous espérons que nos entrevues nous aideraient à comprendre le processus décisionnel, les attitudes générales et les décisions en matière de fixation des prix des financiers canadiens, surtout dans le domaine du financement de l'innovation.

Pour atteindre ces objectifs, nous avons estimé nécessaire de rencontrer les représentants d'un groupe d'institutions financières représentant les diverses fonctions de la fourniture du capital au Canada : banques commerciales, banques d'investissement, investisseurs institutionnels, fonds de capitaux de risques et autres, en accordant une importance particulière au financement des firmes innovatrices et de haute technologie. Dans la mesure du raisonnable, nous avons aussi essayé d'interroger des membres de l'industrie financière canadienne en tenant compte de la représentation géographique. La liste des entreprises canadiennes dont nous avons interrogé des représentants se trouve à la Pièce jointe III.

Le Canada Consulting Group a tenté d'atteindre les mêmes objectifs que pour les institutions canadiennes pour dresser la liste des institutions financières internationales choisies, mais de façon beaucoup plus précise et en tenant compte des possibilités de comparaison.

LE CHOIX DES RESPONSABLES POLITIQUES INTERROGÉS

Le choix des organismes gouvernementaux et quasi-gouvernementaux dont nous avons interrogé les représentants a été dicté par notre volonté de comprendre les types de politiques fiscales et monétaires pouvant influencer sur le coût du capital. Notre intention principale était de comprendre les politiques influant sur le coût global du capital dans ces pays ainsi que les mesures qui ont été prises dans le but précis d'aider le financement des petites entreprises et des entreprises oeuvrant dans le domaine de la R-D, de la science et de la technologie.

Nous nous sommes tournés vers les banques centrales, les ministères des Finances, les ministères de la Science et de la technologie (ou leurs équivalents) ainsi que vers les organismes jouant un rôle particulier dans leur pays. Ces institutions, et les représentants compétents de celles-ci, ont été sélectionnés d'après notre analyse interne, l'expérience passée de notre firme dans ces domaines, l'expertise de nos bureaux internationaux et avec l'aide des représentations du Canada à l'étranger.

Annexe E

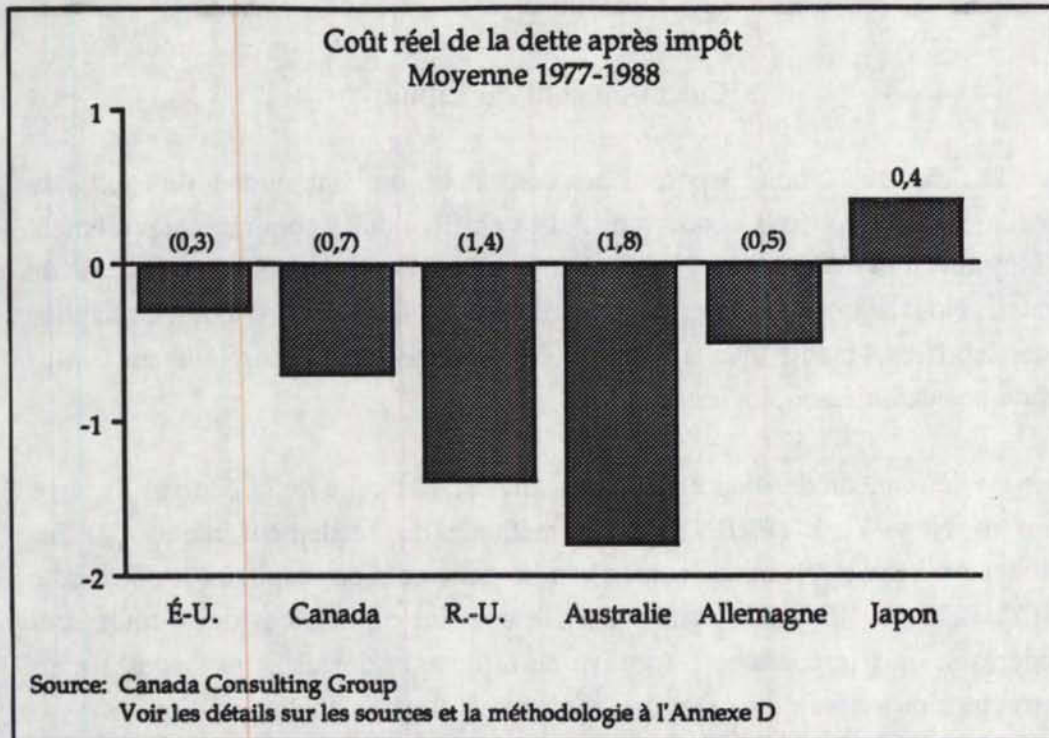
Calcul du coût du capital

Dans le Chapitre II, nous exposons nos constatations quant au coût du capital au Canada et dans sept pays concurrents. Les chiffres qui y sont cités représentent la moyenne des résultats des deux méthodes suivies pour calculer le coût du capital. Nous allons dans la présente annexe expliquer l'analyse qui a donné lieu à ces chiffres, tandis que l'Annexe D présente des éclaircissements plus techniques des méthodologies adoptées.

Pour les deux méthodes que nous avons suivies, soit celle de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) et la méthode du rendement requis par les actionnaires (RRA), il faut calculer séparément le coût des capitaux propres et le coût de la dette. Ensuite, pour établir le coût du capital, ces deux coûts sont pondérés selon l'importance respective de la dette et des capitaux propres dans la structure moyenne du capital des entreprises du pays étudié.

La valeur du *coût de la dette* est la même pour les deux méthodes. Comme le montre la Pièce E.1, bien que le coût de la dette varie selon les pays, tous les pays étudiés se retrouvent dans un intervalle assez étroit. Une fois éliminés les effets de l'inflation et des abris fiscaux, le coût de la dette moyen pour tous les pays se trouve dans un intervalle de 0,4 à -1,8 p. 100. (Les entreprises ont le droit de déduire de leurs revenus le coût nominal de la dette, à des fins fiscales. Si le coût de la dette après impôt obtenu est inférieur au taux d'inflation, les entreprises paient en fait un taux d'intérêt réel négatif.)

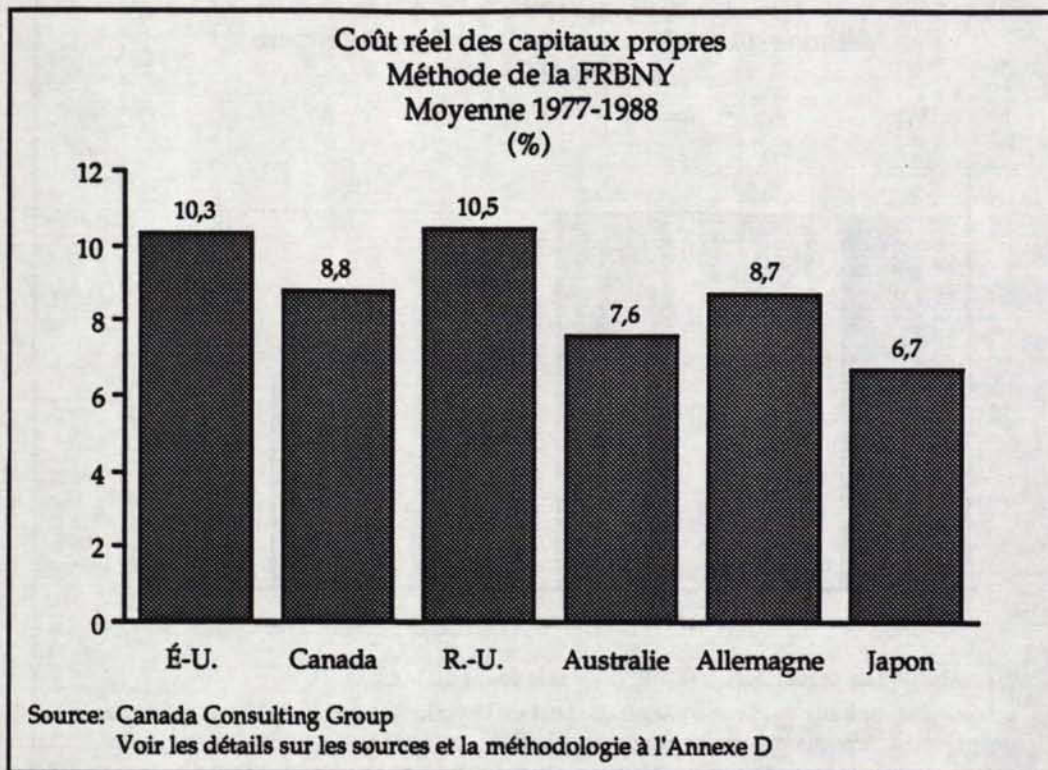
Pièce E.1



Le coût des capitaux propres pour chaque pays diffère selon la méthode utilisée mais, à l'exception de l'Australie, les chiffres obtenus après les deux calculs sont assez similaires. (La différence dans le cas de l'Australie est expliquée dans le corps du texte.)

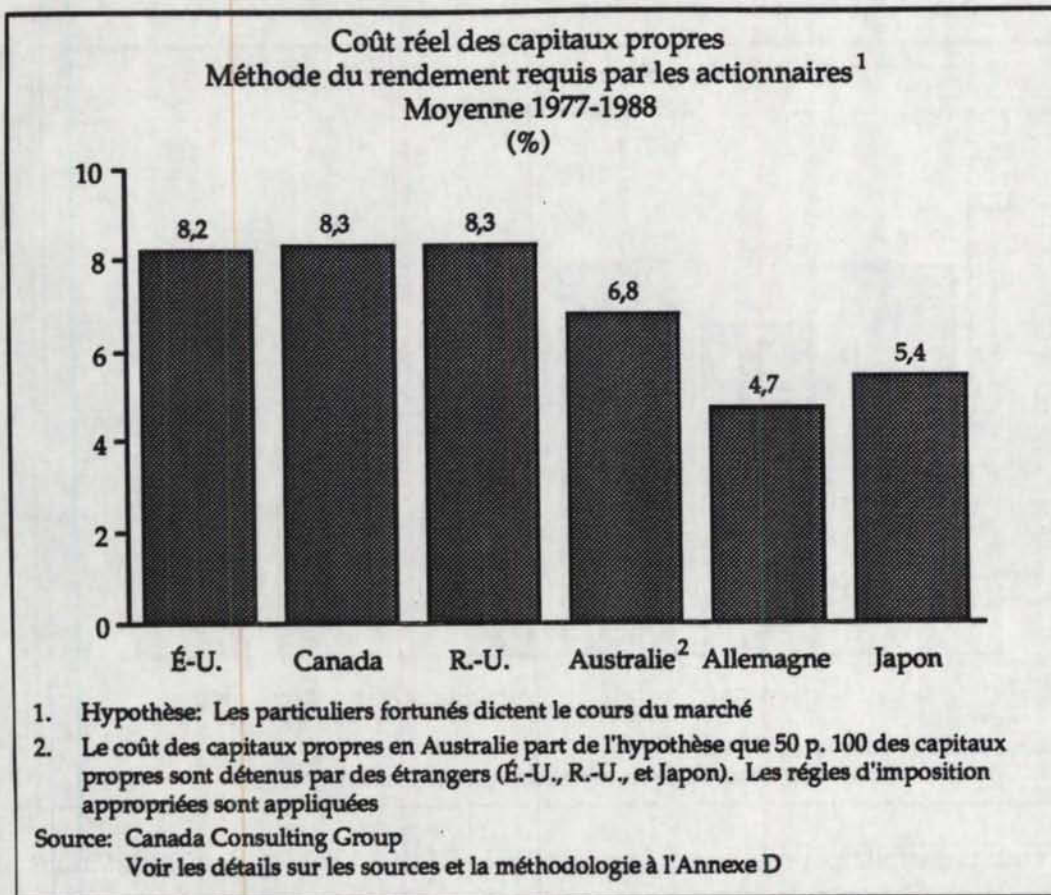
La méthode de la FRBNY donne des valeurs plus élevées pour le coût des capitaux propres.

Pièce E.2



Le coût des capitaux propres par la méthode du RRA est habituellement inférieur d'un ou deux points :

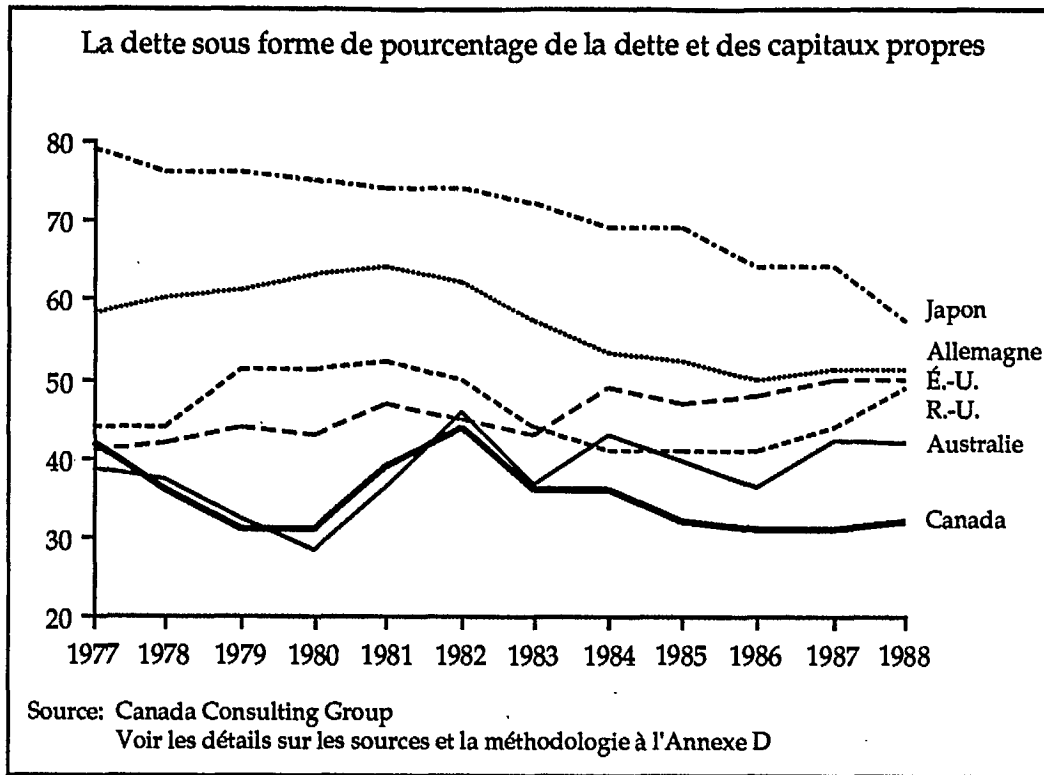
Pièce E.3



Quelle que soit la méthode, le coût des capitaux propres est partout bien supérieur au coût de la dette et le coût des capitaux propres est plus élevé dans les pays où le capital est plus coûteux que dans les autres.

Le dernier élément du calcul du coût du capital est la *pondération relative de la dette et des capitaux propres* dans la structure du capital de l'entreprise moyenne du pays en question. Comme le montre la Pièce E.4, pendant la période sur laquelle portent nos calculs, la dette occupait une place beaucoup plus importante dans la structure des capitaux au Japon et en Allemagne que dans les pays du groupe où le coût du capital est élevé.

Pièce E.4



Ces figures permettent de comprendre exactement de quelle manière le Japon et l'Allemagne obtiennent leur avantage. Le coût des capitaux propres y est inférieur à celui des autres pays et les entreprises sont en mesure d'utiliser une proportion de dette nettement plus élevée que leurs concurrentes. Il n'est pas nécessaire que la dette soit moins onéreuse que dans les autres pays pour que cela constitue un avantage de taille. Étant donné que la dette coûte habituellement, en termes réels, de 6 à 8 pour cent de moins que les capitaux propres, selon la méthode adoptée pour le calcul des capitaux propres, une proportion plus importante de dette permet d'abaisser le coût du capital, même si le coût de la dette est, comme dans le cas du Japon, légèrement plus élevé que dans d'autres économies.

