

Dans ce numéro ...

**DOSSIER DE
RECHERCHE**

- *Le coût du capital est-il plus élevé au Canada qu'à l'étranger ?*
- *Y-a-t-il une pénurie de capital de risque ?*
- *Les enjeux des marchés financiers : varia*

**PROGRAMME DES
CONFÉRENCIERS
ÉMINENTS**

- *Jack Mintz livre ses vues sur les coûts d'exploitation des entreprises*
- *Massod Ahmed analyse la tendance vers la mondialisation dans le Tiers-Monde*

ANNONCES

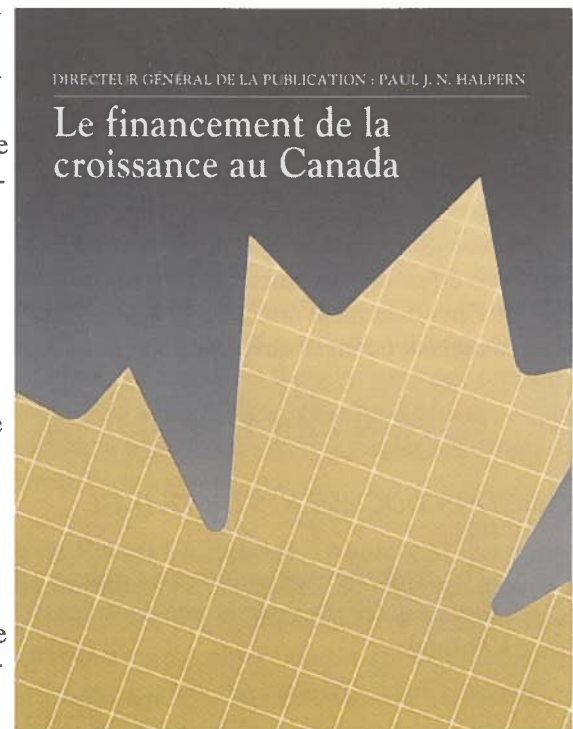
- *Futurs invités à la tribune des conférenciers éminents*

PUBLICATIONS

Les marchés financiers peuvent-ils fonctionner de façon plus harmonieuse au Canada ?

L'investissement ou, plus précisément, l'expansion de l'investissement est d'une importance cruciale pour la croissance. Une hausse soutenue de la productivité est tributaire du maintien d'une forte expansion des investissements directs des entreprises dans les usines et le matériel – c'est-à-dire, l'acquisition de matériel et d'outillage qui intègrent les progrès de la technologie et qui permettent de réaliser des gains de productivité. En l'absence de croissance de la productivité, aucune amélioration généralisée des niveaux de vie n'est possible.

Le secteur financier joue un rôle crucial dans ce processus de croissance économique et d'investissement. Un fonctionnement efficient des marchés financiers a pour effet de faire en sorte que l'épargne sera canalisée vers les investissements les plus productifs et que les bons projets ne resteront pas inachevés à cause d'un manque de fonds. Pour cette raison, Industrie Canada a mis l'accent, dans son volume de recherche le plus récent, sur divers aspects du fonctionnement des marchés financiers au Canada. Un groupe de spécialistes éminents du financement des sociétés, des affaires et de l'économie furent invités à examiner empiriquement des questions portant sur l'accès et les obstacles aux moyens de financement au Canada, les coûts de financement et le rôle que les gouvernements peuvent jouer pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers au Canada. Les résultats de leurs efforts furent publiés dans le huitième ouvrage de la collection des Documents de recherche d'Industrie Canada, sous le titre *Le financement de la croissance au Canada*. Le projet fut supervisé par le professeur Paul Halpern, de l'Université de Toronto, qui a aussi agi à titre de directeur général de la publication.



PROGRAMME DE RECHERCHE ET DE PUBLICATIONS D'INDUSTRIE CANADA

PARUTIONS RÉCENTES

COLLECTION DOCUMENTS HORS SÉRIE

N° 16: *Le développement durable : concepts, mesures et déficiences des marchés et des politiques au niveau de l'économie ouverte, de l'industrie et de l'entreprise*, Philippe Crabbé.

L'auteur de cette étude détermine les principales caractéristiques du développement durable à la lumière des écrits économiques consacrés à cette question et il présente une définition du développement durable qui est commune à la plupart des approches. Il examine aussi les répercussions du développement durable à l'échelle internationale et nationale, ainsi qu'aux niveaux de l'industrie et de l'entreprise.

COLLECTION DOCUMENTS DE DISCUSSION

N° 5: *La recherche d'Industrie Canada sur l'investissement étranger : enseignements et incidence sur les politiques*, Ron Hirshhorn.

Dans cette étude, l'auteur intègre les résultats et les incidences sur les politiques d'un grand nombre de travaux de recherche réalisés par Industrie Canada qui traitent de la nature et des effets de l'investissement étranger direct, qu'il s'agisse de l'investissement direct du Canada à l'étranger ou de l'investissement étranger direct au Canada.

À PARAÎTRE

COLLECTION DOCUMENTS DE TRAVAIL

N° 18: *Les disparités régionales au Canada : diagnostic, tendances et leçons pour la politique économique*, Serge Coulombe.

À PARAÎTRE

COLLECTION DOCUMENTS HORS SÉRIE

N° 17: *La mesure du développement durable : étude des pratiques en vigueur*, Peter Hardi, Stephan Barg, et Tony Hodge.

N° 18: *Réduction des obstacles réglementaires au commerce : leçons à tirer de l'expérience européenne pour le Canada*, Ramesh Chaitoo et Michael Hart.

ANNONCES

FUTURS INVITÉS À LA TRIBUNE DES CONFÉRENCIERS ÉMINENTS

20 février 1998 – *Que peut-on réellement espérer de la technologie ?*, Nathan Rosenberg.

26 février 1998 – *Savoir et croissance : création et courants d'idées*, Kenneth J. Arrow.

27 février 1998 – *Évolution de la nature de l'interdépendance entre le monde universitaire et l'industrie*, Richard R. Nelson.

6 mars 1998 – *Progrès technique et sentiers de croissance à long terme*, Peter Howitt.

13 mars 1998 – *Technologies à caractère universel et croissance économique*, Elhanan Helpman.

MICRO est un bulletin trimestriel servant à diffuser les résultats des travaux de recherche microéconomique publiés par la Direction générale de l'analyse de la politique microéconomique d'Industrie Canada. Des sommaires des documents de recherche, de même que les textes intégraux des documents de travail, des documents hors série, des documents de discussion d'Industrie Canada et de MICRO peuvent être consultés sur STRATEGIS, le service d'information commerciale en direct du Ministère, à l'adresse <http://strategis.ic.gc.ca>. Pour obtenir plus de renseignements ou pour passer une commande, communiquez avec la Direction générale de l'analyse de la politique microéconomique, Industrie Canada, 5e étage, tour ouest, 235 rue Queen, Ottawa (ON) K1A 0H5. Tél: 613-952-5704; facsimilé: 613-991-1261. ISSN 1198-3558.



Le désavantage sur le plan du coût du capital pour une entreprise canadienne représentative, par rapport à une entreprise américaine, est d'environ deux points de pourcentage.

Les marchés financiers peuvent-ils fonctionner de façon plus harmonieuse au Canada ?

Les décisions d'investir sont influencées par une multitude de facteurs d'une importance cruciale – parmi ceux-ci figurent la question du financement et de l'accès aux marchés et aux services financiers.

Sur le plan international, les marchés financiers sont devenus plus étroitement liés à mesure que la mobilité du capital s'est accrue. La révolution de l'information, favorisée par un progrès technique rapide, a permis de donner un caractère presque instantané aux transferts de fonds entre les marchés internationaux – et ceux-ci ne sont désormais pas plus complexes qu'un transfert à l'intérieur de marchés locaux. Les services financiers deviennent de plus en plus intégrés. Avec l'augmentation du nombre d'entreprises qui offrent une plus vaste gamme de produits et de services à des clients plus nombreux, les marchés financiers à l'échelle tant nationale qu'internationale sont devenus plus concurrentiels.

Les tendances vers des marchés financiers plus ouverts, plus concurrentiels et plus intégrés sont certes des caractéristiques appréciées des investisseurs. Chaque jour, des dirigeants de nombreuses entreprises établies au Canada s'arrêtent et examinent les coûts liés à des investissements éventuels. Les travaux de recherche réunis dans cet ouvrage visent à approfondir nos connaissances sur le coût du capital pour l'industrie canadienne. Les auteurs des textes ont aussi analysé le fonctionnement des marchés financiers, qu'il s'agisse du marché des emprunts ou de celui des capitaux propres. Dans ce dernier cas, les problèmes auxquels sont confrontées les entreprises à la recherche de capital de risque sont examinés de façon distincte des autres questions de financement par capitaux propres. En mettant l'accent sur l'efficacité des divers mécanismes des marchés des capitaux, les résultats de la recherche contribueront, espère-t-on, à fournir un éclairage nouveau aux défis que soulèvent les tentatives faites par les gouvernements de corriger les lacunes qui nuisent au fonctionnement efficient des marchés financiers.

Le coût du capital est plus élevé au Canada qu'à l'étranger ?

La croissance des entreprises est rendue possible par l'affectation de capitaux à l'achat d'éléments d'actif productifs qui permettent de générer des rentrées de fonds. De nombreux facteurs influent sur la prise de décision des entreprises en matière d'investissement. Les deux principaux aspects analysés dans l'ouvrage sont le coût du capital et la fiscalité.

Il y a lieu de croire que le coût du capital exercera une incidence sur le comportement des entreprises en matière d'investissement. Des éléments qui ont pour effet d'augmenter les coûts de financement des entreprises contribueront à modifier leur comportement en matière d'investissement. Dans une économie ouverte qui a accès à des marchés mondiaux des capitaux, aucun écart ne devrait exister entre les pays sur le plan du coût du capital. Toutefois, bien que des progrès aient été réalisés vers l'intégration des marchés mondiaux des capitaux, il existe encore des entraves réglementaires qui permettent de croire que l'objectif d'intégration complète n'a pas encore été atteint. Par conséquent, le coût du capital peut être différent d'un pays à l'autre et conférer ainsi des avantages concurrentiels à une industrie dans un pays par rapport à la même industrie à l'étranger. Des données empiriques sur ces questions pourraient servir à guider les décisions des responsables des politiques.

L'étude de Robert Chirinko et d'Andrew Meyer s'intéresse aux questions de sensibilité de l'investissement ou, selon la terminologie des économistes, à l'élasticité des dépenses d'investissement par rapport au coût du capital. Toutefois, les auteurs ont fait face à un obstacle considérable, celui de l'absence de données appropriées. Pour surmonter ce problème, ils ont eu recours à un ensemble d'entreprises américaines pour lesquelles des données étaient disponibles, en choisissant des entreprises qui donnent une représentation raisonnable de 11 secteurs indus-

Dans une optique internationale, le taux effectif marginal d'imposition du Canada se situe au milieu du classement dans le cas du secteur manufacturier et en tête du peloton dans le cas des services.



triels canadiens. Malheureusement, les problèmes ne furent pas faciles à contourner et les estimations obtenues varient considérablement parmi les secteurs retenus. Les résultats de Chirinko et Meyer ne sont pas incompatibles avec ceux de travaux empiriques récents réalisés dans d'autres pays, qui indiquent que l'augmentation du coût du capital pour l'utilisateur a pour effet de réduire l'investissement des entreprises.

Albert Ando, John Hancock et Gary Sawchuck ont tenté de comparer le coût du capital pour l'utilisateur aux États-Unis, au Canada et au Japon. Selon la principale conclusion empirique de leur analyse, le coût du capital avant impôt au Japon était d'environ quatre à six points de pourcentage moins élevé que celui des États-Unis pendant la période 1967-1994. Malheureusement, les trois chercheurs ne sont pas en mesure de tirer une conclusion aussi claire dans le cas du Canada. Néanmoins, ils estiment que le coût du capital pour l'utilisateur au Canada est probablement également plus élevé que celui du Japon.

Dans son étude, Vijay Jog a utilisé une approche fondée sur le financement de l'entreprise pour définir et calculer ses estimations du coût du capital. Cette façon de procéder tient explicitement compte de la structure de financement, des coûts pondérés du financement par emprunt et par capitaux propres, y compris les risques qui s'y rapportent, et des impôts. L'auteur a conclu que les États-Unis possédaient un avantage par rapport aux autres pays sous forme d'un coût du capital moins élevé, grâce en grande partie à la faible prime de risque rattachée à ce pays*. Selon Jog, le désavantage sur le plan du coût du capital pour une entreprise canadienne représentative, par rapport à une entreprise américaine, est d'environ deux points de pourcentage.

La fiscalité exerce aussi une influence sur l'investissement, notamment parce qu'elle a un impact sur le rendement des investissements après impôt.

L'étude de Duanjie Chen et Kenneth MacKenzie est composée de deux sections. Dans la première section, les auteurs ont calculé des estimations de taux effectifs mar-

ginaux d'imposition (TEMI) du capital pour plusieurs pays et ont évalué le TEMI d'une entreprise canadienne qui investit aux États-Unis. La seconde section consiste en une analyse intersectorielle et interprovinciale des TEMI des industries non-financières au Canada. L'estimation d'un TEMI permet d'obtenir une mesure sommaire des distorsions engendrées par la fiscalité sur le coût du capital pour l'utilisateur – la différence entre les taux de rendement avant et après impôt par rapport au taux de rendement avant impôt. Dans la mesure où l'estimation d'un TEMI est un indice économiquement pertinent des distorsions engendrées par le régime fiscal, le calcul des TEMI peut nous renseigner sur l'incidence éventuelle de la fiscalité sur l'accumulation du capital et la croissance économique.

En se fondant sur une simple comparaison des impôts qui frappent l'investissement local dans neuf pays (les pays du G-7, plus le Mexique et Hong Kong), Chen et MacKenzie ont conclu que, dans une optique internationale, le TEMI du Canada se situe au milieu du classement dans le cas du secteur manufacturier et en tête du peloton dans le cas des services. Si l'on compare maintenant le Canada et les États-Unis, le TEMI du Canada dans le secteur manufacturier est de quatre points plus élevé que celui des États-Unis et de 11 points plus élevé dans le cas des services.

À l'intérieur du Canada, il semble que la variation interprovinciale et intersectorielle des TEMI soit assez prononcée. Les secteurs des mines, des services et des communications sont dans une situation favorable dans presque toutes les provinces, tandis que le pétrole et le gaz, la construction et le commerce font face en général à des taux plus élevés. Le secteur manufacturier fait l'objet d'un TEMI relativement élevé, malgré ses taux statutaires peu élevés.

* Le coût du capital est le coût moyen du financement par emprunt et par capitaux propres obtenu sur les marchés des capitaux, corrigé en fonction de l'inflation. Le coût du capital pour l'utilisateur correspond au coût du capital, majoré des coûts d'amortissement, de financement, de risque et d'impôt.



L'industrie du capital de risque semble tabler sur une stratégie en vertu de laquelle un nombre limité de « coups de circuit » spectaculaires permet de compenser la faible moyenne au bâton de la majorité.

Y a-t-il une pénurie de capital de risque ?

On dit souvent que quiconque possède un bon plan d'affaires et une bonne équipe de gestion peut obtenir du capital. Dans les premières étapes du financement d'une jeune entreprise, l'entrepreneur peut souvent obtenir des fonds auprès d'amis, de parents et/ou d'associés d'affaires, de sorte que le vieil adage s'applique probablement dans ce cas. Mais, à mesure que l'entreprise se développe, le montant de capitaux requis augmente, et ces parents et associés ne seront peut-être plus en mesure ou disposés à fournir le financement supplémentaire requis. Ces capitaux sont habituellement avancés par des groupes financiers spécialisés sous la forme de participation au capital-actions ou de financement mixte de la jeune société fermée. Cette forme de financement, désignée par l'expression « capital de risque », joue un rôle crucial au niveau du financement du secteur des entreprises. Il s'agit aussi d'investissements à risque élevé.

La création d'entreprises devient de plus en plus importante au Canada. Par exemple, le taux d'enregistrement de nouvelles sociétés a presque doublé entre 1979 et 1989. L'importance de ces entreprises est amplifiée par suite de leur aptitude à innover et à contribuer au progrès technique. Le secteur des petites et nouvelles entreprises est souvent désigné d'instrument de création d'emplois le plus efficace. Toutefois, malgré la croissance observée dans ce secteur, l'activité entrepreneuriale au Canada n'est peut-être pas aussi vigoureuse qu'elle devrait l'être. En particulier, nombreux sont ceux qui s'inquiètent des lacunes ou des carences qui peuvent exister au niveau du financement de ces entreprises à des étapes cruciales de leur développement.

Certes, l'offre de capital de risque n'est pas surtout guidée par des motifs altruistes. Les investisseurs font face à des rendements incertains et à des horizons temporels supérieurs à la moyenne, et ils font ces investissements dans l'espoir de réaliser des rendements élevés. Au delà de ce motif évident, on ne connaît que relativement peu de choses au sujet de la structure, de la stratégie et de la performance de l'industrie du capital de risque au Canada.

Comme première étape vers une évaluation de l'efficacité du flux de capitaux de démarrage pour les entreprises, il importe de remédier à ce manque d'information.

L'étude de Raphael Amit, James Brander et Christoph Zott donne un aperçu du financement disponible sous forme de capital de risque au Canada. Les auteurs ont utilisé une base de données détaillées à l'échelle microéconomique sur les investissements en capital de risque au Canada; il s'agit de données recueillies auprès des deux groupes d'intervenants dans le domaine du financement de l'entrepreneuriat que sont les utilisateurs de capital de risque et les entreprises spécialisées dans l'offre de capital de risque.

L'analyse de ces données a permis aux auteurs d'isoler un certain nombre de caractéristiques structurelles de l'industrie canadienne du capital de risque. Selon l'une d'entre elles, la répartition géographique des investissements en capital de risque au Canada ne reflète pas la structure géographique de l'activité économique. Par exemple, le niveau d'activité de cette industrie est relativement plus élevé au Québec qu'en Ontario. Selon une autre conclusion contenue dans l'étude, les industries de haute technologie représentent une proportion démesurément élevée des investissements en capital de risque.

La part moyenne du capital de risque dans les capitaux propres d'une entreprise financée par ce genre de capitaux (ou degré de propriété) s'établit à environ 35 p. 100. Environ les deux tiers des investissements en capital de risque se font sous la forme d'une prise de participation au capital-actions. Le phénomène de la syndication est beaucoup moins répandu au Canada qu'aux États-Unis. La plupart des investissements canadiens en capital de risque ne sont pas le fait de consortiums financiers puisque chaque ronde d'investissement provient d'une seule entreprise de capital de risque et, dans environ la moitié des cas, les entreprises débutantes n'obtiennent qu'une seule infusion de capital de risque.

Selon les trois chercheurs, la fiche de rendement des investissements en capital de risque n'est pas très remar-

Des mécanismes efficaces de sortie du marché du capital de risque abaissent le coût du capital pour les entreprises.



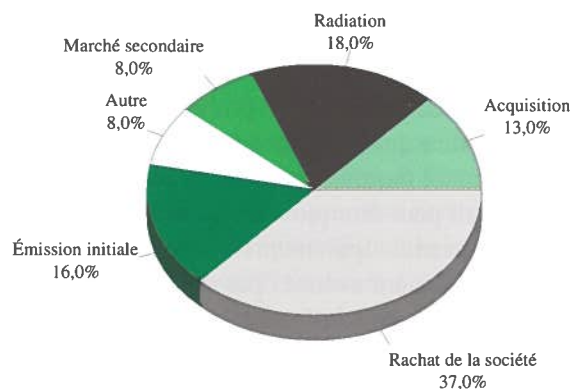
quable. En fait, la plupart des investissements en capital de risque génèrent des rendements inférieurs à ceux obtenus sur des investissements exempts de risque. Cette constatation va manifestement à l'encontre des attentes de rendements « significatifs ». L'industrie du capital de risque semble plutôt tabler sur une stratégie en vertu de laquelle un nombre limité de « coups sûrs » et de « coups de circuit » spectaculaires permet de compenser la faible moyenne au bâton de la majorité. Cette tendance générale se reflète aussi dans les données recueillies par les trois chercheurs sur la croissance de l'emploi et des recettes.

Enfin, les auteurs font observer que, dans plus de 37 p. 100 des cas, les entreprises coupent leurs liens avec les sociétés de capital de risque par la voie d'offres d'achat provenant de la haute direction ou d'une autre entreprise, ce qui signifie que des initiés rachètent ainsi la participation de la société de capital de risque. Une autre tranche de 13 p. 100 de ces entreprises fait l'objet d'une acquisition par des tiers et ces investissements ont tendance à être couronnés de succès. Une fraction élevée – 16 p. 100 – franchit l'étape d'un mode de financement plus permanent en procédant une émission initiale d'actions (EIA). Et environ 18 p. 100 des investissements financés par du capital de risque se révèlent un échec et donnent lieu à une radiation.

Les stratégies de sortie sont un élément important des relations contractuelles explicites et implicites qui s'établissent entre les offreurs et les utilisateurs de capital de risque. L'étude de Jeffrey MacIntosh met l'accent sur les stratégies de sortie du marché du capital de risque. L'auteur soutient que des mécanismes efficaces de sortie ont tendance à abaisser le coût du capital tout simplement parce que, si les offreurs de capital à haut risque ne peuvent pas se départir facilement de leurs investissements, l'entrée d'intervenants sur le marché du capital de risque sera découragée dans les faits. Parmi les diverses voies de sortie figurent les EIA, les ventes privées, les rachats par l'entreprise, les ventes secondaires de capital de risque, les liquidations et les radiations.

Répartition des investissements en capital de risque selon le type de sortie

(En pourcentage des sorties)



MacIntosh brosse un tableau de l'efficacité du fonctionnement du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis. À son avis, les sociétés de capital de risque sont beaucoup plus spécialisées aux États-Unis, puisqu'on y trouve des entreprises qui ne font des placements que dans des domaines tels que les logiciels, la biotechnologie ou l'électronique, tandis que les entreprises canadiennes oeuvrent souvent dans plusieurs secteurs. Par ailleurs, cette différence a des répercussions sur les services offerts par les sociétés de capital de risque – le processus de sélection des investissements, la structuration des transactions de façon à créer des stimulants à l'initiative, la participation à la surveillance des opérations et la prestation de conseils, la recherche de sources de capital supplémentaires et le moment et les moyens de sortie; selon MacIntosh, tous ces facteurs ont une incidence sur la viabilité à long terme des projets. Si les spécialistes offrent des services de calibre supérieur, un marché du capital de risque alimenté par des spécialistes sera alors probablement plus efficient.

L'incidence de la fiscalité sur l'offre de capital de risque est considérable, de souligner MacIntosh. Au Canada, les stimulants fiscaux sont à l'origine des fonds de capital de risque de travailleurs (FCRT). La structure des stimulants fiscaux sur le marché du capital de risque peut avoir des



Un marché solide des EIA est une condition nécessaire des marchés financiers pour effectuer le virage vers une économie axée sur le savoir.

effets sur l'efficience avec laquelle ces fonds sont utilisés. Par exemple, les caisses de retraite sont des sources institutionnelles de capital, tandis que les FCRT recueillent des fonds auprès des particuliers. Cette différence, selon MacIntosh, peut contribuer à expliquer pourquoi les fonds de travailleurs n'investissent que 17 p. 100 de leurs ressources dans des projets à risque, ce qui incite l'auteur à se demander si ces dépenses fiscales sont justifiées dans ce contexte.

L'étude de François Vaillancourt s'intéresse à cette dernière question : les FCRT représentent-ils un bon instrument de politique fiscale ? En s'appuyant en bonne partie sur des preuves empiriques tirées de l'expérience québécoise, il a conclu que ce n'était pas le cas. Généralement parlant, les régimes de FCRT – et il en existe plusieurs au niveau fédéral et provincial – poursuivent des objectifs similaires en matière d'investissement, d'emploi et d'industrie locale. Au coeur même des FCRT figure un allègement fiscal généreux à ses participants. Mais, en dépit des avantages fiscaux qu'ils offrent, Vaillancourt constate que les FCRT n'ont jamais attiré plus de 2,5 p. 100 des déclarants au Québec. Ce qui importe davantage, c'est qu'à l'intérieur de ce groupe relativement restreint, la répartition des crédits d'impôt est étalée en faveur des tranches de revenu plus élevées.

L'accent des FCRT sur l'emploi est souvent évoqué comme élément qui permet de différencier ces programmes des activités des sociétés privées d'investissement en capital de risque. Vaillancourt a essayé de mesurer empiriquement les effets sur l'emploi des FCRT sans y parvenir. Il n'a pas été en mesure de déceler un rapport significatif entre les moyens de financement et l'emploi. Il a interprété ce résultat comme une indication que la politique n'a pas atteint son objectif. Il a conclu que les FCRT ne sont pas parvenus à financer des investissements capables de générer les emplois qui représentent la raison d'être stratégique des FCRT.

Les enjeux des marchés financiers : varia

L'argent fait tourner la machine économique. Cette observation s'applique tout aussi bien aux entreprises qu'à vous et moi. Tout au long de leur vie économique, les entreprises doivent avoir accès à des capitaux d'investissement. Ces besoins en capitaux peuvent prendre la forme de capital de risque, comme nous l'avons indiqué plus haut, ou répondre aux impératifs engendrés par la croissance économique. Ces capitaux peuvent être obtenus par voie d'emprunt ou de participation au capital-actions pour financer des investissements et restructurer le bilan des sociétés.

Les marchés boursiers ont pour fonction, entre autres, de servir de cadre en vertu duquel les entreprises peuvent offrir au public des titres négociables et partager ainsi le risque entre plusieurs investisseurs. Lorsqu'ils fonctionnent efficacement, ces marchés permettent aux investisseurs d'obtenir les liquidités nécessaires et aux entreprises d'avoir accès à des sources de financement peu onéreuses.

Un deuxième document préparé par Vijay Jog contient une analyse de l'établissement des prix de nouveaux titres lorsqu'une entreprise s'inscrit sur le marché boursier pour la première fois. Ces titres sont connus sous le nom d'émissions initiales d'actions (EIA). Une EIA représente une transaction financière importante à un moment crucial dans la vie d'une entreprise. Elle entraîne une infusion de capitaux propres et une restructuration de la propriété, en plus d'imposer à l'entreprise la nouvelle discipline que comporte un examen minutieux de sa performance.

Un marché solide des EIA est une condition nécessaire des marchés financiers pour effectuer le virage vers une économie axée sur le savoir. L'emprunt est une forme de financement relativement peu coûteuse et accessible lorsqu'il est garanti par des éléments d'actif matériels comme des usines ou des machines et des biens d'équipement. Par ailleurs, les avoirs des industries du savoir sont constitués d'idées commerciales, de brevets et d'éléments prospectifs immatériels. Toutefois, des prêteurs traditionnels – des banques ou des acheteurs d'obligations,

Les émissions initiales d'actions tendent à afficher un rendement significativement inférieur à celui de l'indice TSE 300 de la Bourse de Toronto.



par exemple – sont moins disposés à financer de telles entreprises, parce que ces soi-disant « avoirs moins solides » sont difficiles à évaluer et à peu près impossibles à récupérer. Des émissions d'actions sont l'instrument financier de choix utilisé par de nombreuses entreprises jeunes et en expansion.

Les EIA sont des émissions d'actions nouvelles, peu sûres et relativement peu connues. Par conséquent, une certaine incertitude entoure la rentabilité future de l'entreprise émettrice. Le cours des actions d'une EIA fluctue habituellement de façon considérable après le lancement de l'émission. Jog a rassemblé des preuves empiriques qui indiquent que les cours boursiers d'une EIA ont tendance à grimper rapidement au-dessus du prix d'émission. Ce phénomène de sous-évaluation des cours des EIA a diminué au fil du temps mais il n'a pas disparu.

La performance subséquente à l'EIA, mesurée par le rendement obtenu sur le marché, est aussi décevante. Les EIA ont eu un rendement significativement inférieur à celui de l'indice TSE 300 pour au moins six ans après leur inscription. Jog a démontré que les détenteurs de titres d'une EIA subissent en moyenne une perte de 40 p. 100 sur quatre ans.

Les cours sous-évalués des EIA représentent un transfert de richesse des actionnaires existants en faveur des nouveaux investisseurs. La performance décevante des EIA fait en sorte que les actionnaires originaux ainsi que ceux qui ont acheté l'EIA subissent des pertes de richesse. Les pertes persistantes pour les investisseurs que Jog a mises en relief sont probablement un élément qui entrave le flux des capitaux propres vers les entreprises nouvelles.

Usha Mittoo a examiné la mesure dans laquelle le marché relativement restreint au Canada pour les actions émises dans le public était segmenté par rapport au marché américain de taille beaucoup plus vaste. Plus précisément, elle a analysé l'influence que peut avoir sur la performance boursière une émission secondaire d'actions ordinaires pour des entreprises inscrites à la Bourse de Toronto et à la Bourse de New York. Si les marchés financiers sont

pleinement intégrés, l'annonce d'une émission secondaire d'actions par une société dont les titres se négocient uniquement au Canada devrait avoir le même effet sur le prix que celui observé pour une société canadienne dont les titres sont inscrits sur les deux marchés boursiers.

Mittoo a pu constater que les marchés boursiers réagissent négativement à l'annonce d'émissions d'actions sûres. De plus, les entreprises de plus grande taille engendrent une réaction négative plus forte que celle des plus petites entreprises. Enfin, les entreprises faisant l'objet d'une inscription multiple affichent une baisse des cours de leurs actions moins prononcée que celle des sociétés inscrites sur un seul marché boursier. Dans la mesure où les cours des entreprises inscrites sur plusieurs marchés boursiers enregistrent des effets négatifs moins prononcés, ces sociétés font face à un coût du capital moins élevé et les marchés des capitaux sont segmentés dans une certaine mesure. Il semble donc que l'inscription multiple soit un moyen pour des entreprises individuelles de surmonter les obstacles créés par la segmentation des marchés.

Dans le cadre de leur examen du Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ), Jean-Marc Suret et Élise Cormier ont analysé la politique fiscale du gouvernement et les efforts visant à encourager l'acquisition d'actions et à réduire le coût du capital pour certaines entreprises. Selon les auteurs, le Québec poursuivait deux objectifs lorsqu'il a lancé le REAQ. Premièrement, il visait à réduire de façon efficace et constructive le fardeau de l'impôt sur le revenu des particuliers. Deuxièmement, le Régime cherchait à encourager les Québécois à détenir des actions émises par des entreprises québécoises en offrant aux particuliers des crédits d'impôt pour l'achat d'actions admissibles.

Le REAQ a subi de nombreux changements au fil des années et ils visaient tous à orienter les avantages du programme vers les entreprises les plus susceptibles d'éprouver des problèmes à se financer par des émissions d'actions. Même si le régime visait à réduire le coût du capital pour les sociétés québécoises et à favoriser les investissements productifs, Suret et Cormier ont conclu que seulement un quart des capitaux réunis en vertu du REAQ ont



L'établissement d'un programme de marché boursier pourrait permettre aux PME de réunir des capitaux d'investissement par l'intermédiaire d'EIA à un moindre coût.

servi à financer de nouveaux investissements. Une fraction importante des fonds – plus d'un tiers du total – fut utilisée pour réduire l'endettement des entreprises admissibles au REAQ. Des indices permettent aussi de croire que le ratio des dividendes distribués s'est accru.

Les auteurs ont calculé que le régime fiscal du Québec a subi des pertes d'environ 1 milliard de dollars sous forme d'impôts non perçus. Sur cette base, ils considèrent que l'objectif de la réduction du fardeau de l'impôt fut atteint.

L'inscription en bourse de petites et de très petites entreprises québécoises a augmenté considérablement. Dans l'optique des investisseurs, plusieurs titres du REAQ ont enregistré de faibles rendements avant impôt, sauf pour trois ou quatre entreprises qui ont connu des rendements exceptionnellement bons, contribuant ainsi à plus de la moitié de tous les gains. Suret et Cormier comparent les placements admissibles au REAQ à une loterie – une faible probabilité de gains élevés, contrebalancée par une forte probabilité de pertes. Le crédit d'impôt constituait le seul rendement dont l'investisseur était assuré au départ. Les auteurs indiquent que, dans l'ensemble, plusieurs entreprises n'avaient aucun plan d'investissement économiquement efficient des nouveaux capitaux propres, tandis que l'incitation financière des investisseurs à mettre des fonds à la disposition de l'industrie ne correspondait pas à un ensemble amélioré d'occasions d'investissement pour les entreprises.

Michael Robinson s'est penché sur la question de savoir si les marchés boursiers canadiens sont un moyen efficace pour les petites et moyennes entreprises (PME) de mobiliser des capitaux d'investissement. Il a constaté que le coût de réunir des capitaux d'investissement par l'intermédiaire d'EIA est inversement proportionnel à la taille de l'émission. Il a aussi conclu que le coût au comptant d'une inscription en bourse est généralement moins élevé au Canada que celui d'une inscription à une bourse américaine, tandis que les coûts en pourcentage d'une inscription sont semblables dans les deux pays.

Robinson souligne qu'il y a des différences entre les marchés boursiers au Canada. Les coûts directs du lance-

ment d'une émission d'actions sont généralement plus élevés sur les principales places boursières – Toronto, Montréal et Vancouver –, mais ils sont substantiellement moins élevés à la Bourse de l'Alberta. Selon Robinson, il devrait être possible d'établir un programme de marché boursier qui permettrait aux PME de mobiliser des fonds par l'intermédiaire d'EIA et d'émissions secondaires. Il a proposé que les programmes aient un fondement régional, qu'ils reposent sur une infrastructure financière existante et qu'ils fassent l'objet d'une surveillance étroite de la part de l'autorité réglementaire, afin de leur assurer une solide réputation. Il est crucial pour la réussite de ces programmes d'avoir un marché secondaire liquide et efficient.

La majorité des études contenues dans ce volume de recherche traite du financement par émission de capital-actions. Mais l'emprunt représente aussi une importante source de fonds tant pour les grandes que pour les petites entreprises. Deux études sont consacrées aux aspects du financement par emprunt dans le bilan financier des entreprises. L'étude de Jean-Marc Suret et Jean-François L'Her examine l'évolution au fil du temps des choix des entreprises entre l'emprunt et les capitaux propres. Les auteurs ont constaté que le phénomène de l'endettement grandissant des entreprises observé aux États-Unis depuis les années 60 ne s'est pas produit au Canada : seul l'endettement à long terme s'est accru au Canada.

Les besoins de financement peuvent être comblés par un ensemble de sources de fonds. Les deux chercheurs ont constaté qu'en moyenne et pour l'ensemble de la période, les fonds autogénérés ont permis de répondre à plus de 60 p. 100 des besoins financiers des entreprises en croissance au cours de cette période. Les emprunts à long terme occupent le deuxième rang en importance, avec un apport d'environ 20 p. 100 aux besoins de financement, tandis que les émissions d'actions représentent un peu moins de 10 p. 100 des fonds requis. Un autre volet de l'analyse des auteurs les incite à conclure que les décisions de financement des entreprises canadiennes sont largement influencées par les conditions économiques et financières de l'heure.

Les taux de mauvaises créances sur les prêts obtenus en vertu de la LPPE sont très faibles dans une optique internationale.



Ils passent aussi en revue un certain nombre de théories qui visent à mettre en relief les éléments déterminants de la structure de capital observée au Canada. Ils ont constaté que les deux éléments d'explication fondamentaux des décisions en matière de financement sont la rentabilité et la croissance. La croissance tend à faire augmenter la demande de capitaux d'emprunt comme mode de financement par rapport aux autres sources de fonds que sont les gains non distribués et les capitaux propres, tandis que la rentabilité tend à faire diminuer le financement par emprunt. La taille de l'entreprise est aussi liée positivement avec le financement par emprunt.

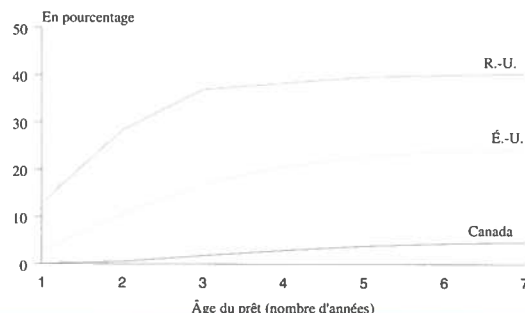
Enfin, Alan Riding présente une analyse des programmes de garantie d'emprunt et, plus précisément, le programme qui se greffe sur la Loi sur les prêts aux petites entreprises (LPPE). De nombreux gouvernements ont mis en place des programmes visant à accroître l'offre de fonds à ces entreprises. Ces programmes reposent généralement sur l'hypothèse de l'existence d'une déficience de marché en vertu de laquelle les petites entreprises n'ont pas un accès adéquat au marché de l'emprunt. Ces programmes soulèvent la controverse et Riding examine les questions liées à la prestation de garanties d'emprunt aux petites entreprises.

Les gouvernements font face à un dilemme en ce qui concerne les initiatives de garanties d'emprunt. D'un côté, l'accès au marché du capital constitue un obstacle important à la croissance des PME et au développement économique qui l'accompagne. De l'autre, des entreprises qui doivent se prévaloir de garanties d'emprunt enregistrent des taux d'échec supérieurs à ceux des autres emprunteurs desservis par les banques.

Riding indique que les taux moyens à long terme de mauvaises créances sur les prêts consentis en vertu de la LPPE varient entre 4,8 et 6,7 p. 100, avec un taux de perte d'environ 3,8 p. 100. De plus, un nombre très restreint de non-remboursement se produit pendant les deux premières années du prêt, ce qui donne à penser que les prêteurs procèdent à une évaluation appropriée des risques liés aux demandes de prêts. Selon Riding, les taux de mauvaises

Taux cumulatifs de mauvaises créances

Programmes de garanties d'emprunt du Canada, des États-Unis et du Royaume-Uni



créances sur les prêts obtenus en vertu de la LPPE sont très faibles dans une optique internationale.

En soi, des taux élevés de non-remboursement ne constituent pas un signe négatif. Ce qui importe, c'est la mesure dans laquelle les avantages sur le plan du bien-être dépassent la subvention qui est implicite dans le coût du programme. Au Canada, où les montants recouvrés correspondent approximativement aux coûts d'administration, la subvention équivaut aux pertes enregistrées sur les prêts – un peu moins de 4 p. 100. Aux États-Unis, on estime que cette subvention se situe entre 11 et 13 p. 100, tandis qu'au Royaume-Uni, elle dépasse les 30 p. 100.

Riding conclut que le fait que la plupart des principaux concurrents du Canada aient mis en place des programmes de garanties d'emprunt constitue un motif convaincant pour faire valoir que les PME canadiennes ont besoin de ce genre de soutien. Le régime canadien que prévoit la LPPE comporte beaucoup d'aspects positifs. Parmi ses caractéristiques intéressantes figurent des coûts administratifs peu élevés et de faibles coûts de mauvaises créances.



Il importe d'élaborer une mesure qui tient compte de l'incidence des impôts et d'autres politiques gouvernementales sur le coût d'exploitation des entreprises.



LE PROGRAMME DES CONFÉRENCIERS ÉMINENTS

Jack Mintz livre ses vues sur les coûts d'exploitation des entreprises



Le choix de l'emplacement d'une entreprise est souvent déterminé par un seul élément important : les coûts.

Manifestement, certaines entreprises – dans le secteur des ressources ou dans l'industrie du traitement du poisson, par exemple – doivent s'implanter près de

leurs sources de matières premières. D'autres, comme les entreprises de vente au détail, doivent s'établir près des clients qui achètent leurs produits. Mais, pour plusieurs gammes d'activités allant des établissements manufacturiers aux services aux entreprises, le choix d'un emplacement près des sources de matières premières ou de la clientèle desservie n'est plus un facteur aussi important qu'il l'était dans le passé. Le perfectionnement des techniques informatiques et l'internationalisation des activités économiques ont eu pour effet de modifier la capacité des entreprises d'organiser leurs activités sur de longues distances. Par conséquent, les coûts d'exploitation des entreprises dans un territoire donné deviennent un élément d'importance déterminante des choix de localisation des entreprises.

Les politiques gouvernementales ont manifestement une incidence sur les coûts d'exploitation des entreprises. Certaines politiques – la fiscalité ou diverses formes de réglementation, par exemple – ont pour effet de majorer les coûts, tandis que d'autres initiatives, comme les subventions aux entreprises, l'infrastructure publique et les avantages sociaux des travailleurs, entraînent des réductions de coûts. Que peut faire le comptable ou le conseiller de l'entreprise pour tenir compte des effets nets de politiques qui agissent sur les coûts dans des directions opposées ? Comment peut-il déterminer l'emplacement le plus avantageux sur le plan des coûts parmi des régions qui se concurrencent pour attirer des entreprises ?

La méthodologie généralement utilisée partout dans le

monde, selon Jack Mintz, titulaire de la chaire Arthur Andersen sur la fiscalité à l'Université de Toronto, consiste à mesurer le taux de rendement sur le capital pour un projet représentatif dans l'industrie. Cette approche, connue sous le nom d'analyse de projet, comporte une comparaison du taux de rendement interne avant impôts (dont le calcul se fonde sur l'hypothèse que l'entreprise n'a payé aucun impôt) et du taux de rendement interne après impôts (dont le calcul repose sur l'hypothèse que l'entreprise a acquitté tous ses impôts). Le taux effectif d'imposition implicite correspond tout simplement à l'écart entre les taux de rendement interne sur le capital, avant et après impôts, exprimé en pourcentage du taux de rendement interne avant impôts. Ces taux peuvent ensuite être comparés pour des projets à différents endroits ou dans diverses industries.

Toutefois, l'analyse de projet n'est pas une technique appropriée pour évaluer les conditions qui s'offrent dans différentes régions ou instances législatives, de souligner Mintz. Cette approche comporte deux lacunes. Premièrement, l'analyse de projet suppose que tous les impôts sont refilés aux détenteurs d'actions sous forme de rendements réduits. Mais, de se demander Mintz, qui supporte véritablement le fardeau des impôts ? Un grand nombre d'études économiques laissent entendre que certains impôts sont reportés d'une façon ou d'une autre; par exemple, on pense souvent que les salariés et non les détenteurs d'actions supportent le fardeau des charges sociales*. Deuxièmement, les projets dont l'évaluation fait état de taux de rendement interne élevés comportent une surévaluation des impôts payés par les sociétés et, donc, une surestimation du taux d'impôt effectif de ces projets.

Selon Mintz, cette situation met en relief la nécessité d'élaborer une mesure qui tient compte de l'incidence des impôts et d'autres politiques gouvernementales sur le coût d'exploitation de l'entreprise. La mesure doit donc tenir

Les politiques publiques peuvent avoir un impact sur le coût d'exploitation des entreprises dans un pays donné par l'intermédiaire de leur incidence sur les décisions des multinationales en matière de lieux d'implantation de leurs installations de production.



compte de tous les types de facteurs de production qui entrent dans la fabrication des biens et des services, de façon à refléter avec précision les « coûts d'exploitation de l'entreprise ».

Cette approche offre l'avantage de tenir compte des effets nets des impôts et des autres politiques gouvernementales et de mesurer ainsi les véritables coûts d'exploitation des entreprises établies dans un territoire donné, de soutenir Mintz. L'approche fondée sur les coûts d'exploitation de l'entreprise permet de niveler efficacement le champ de comparaison entre diverses instances législatives possédant une réglementation, des systèmes d'imposition et des régimes de dépenses gouvernementales différents.

L'approche est particulièrement pertinente pour les entreprises qui ont des ramifications multinationales, d'ajouter Mintz, à cause du degré de substituabilité plus élevé qui existe entre les installations d'un pays à l'autre. On considère généralement la main-d'oeuvre et le capital comme étant des facteurs complémentaires à l'intérieur d'une installation, mais ils sont souvent substituables d'une installation à l'autre. Une évaluation précise des coûts d'exploitation des entreprises peut permettre de profiter de rentes éventuelles liées à des avantages propres à un établissement ou à un emplacement en tenant compte des lignes de production partout dans le monde. La mesure du coût d'exploitation des entreprises intègre donc un aspect de la notion de « compétitivité ». Les politiques gouvernementales qui ont une incidence sur le coût d'exploitation des entreprises peuvent aussi avoir un impact sur le bien-être économique d'un pays par l'intermédiaire de leurs effets sur la production multinationale.

En bref, Mintz a conclu que, dans le contexte de l'intégration économique mondiale, les politiques publiques peuvent avoir un impact sur le coût d'exploitation des entreprises dans un pays donné par l'intermédiaire de leur incidence sur les décisions des multinationales en matière

de lieux d'implantation de leurs installations de production. La croissance, l'emploi et la productivité peuvent éventuellement être touchés lorsqu'une multinationale est en mesure de remplacer la production dans un pays par celle d'un autre pays. Pour évaluer l'incidence des politiques gouvernementales, il n'est pas indiqué d'utiliser des analyses fondées sur le rendement versé aux détenteurs du capital d'une entreprise

puisque cette approche repose sur l'hypothèse que l'incidence de toutes les politiques ne retombe que sur le capital. Comme une multitude de facteurs de production est utilisée dans le processus de fabrication, une mesure fondée sur les coûts est un bien meilleur point de référence pour effectuer des comparaisons.

** Pour une analyse plus poussée de cette question, voir l'article intitulé « Les impôts sur les salaires détruisent-ils les emplois ? » dans MICRO, volume 4, no 2.*



La mondialisation est un enjeu tant pour les pays riches que pour les pays pauvres.

Masood Ahmed analyse la tendance vers la mondialisation dans le Tiers-Monde



« La mondialisation est une question qui s'étend au delà d'un examen des courants commerciaux et financiers; il s'agit véritablement d'une transformation de la façon dont l'économie internationale fonctionne et de la manière dont les entreprises et les

pays individuels interagissent les uns avec les autres dans l'économie internationale ». Tels sont les propos que tenait Masood Ahmed, directeur du Département d'économie internationale à la Banque mondiale, lors d'un exposé récent donné dans le cadre du Programme des conférenciers éminents, au cours duquel il a traité de l'incidence de la mondialisation sur les pays en développement. Le conférencier a soutenu que la mondialisation était un enjeu tant pour les pays riches que pour les pays pauvres. À son avis, l'aptitude à s'adapter au changement et à aller de l'avant est l'élément qui détermine la mesure dans laquelle certains pays peuvent réussir mieux que d'autres dans le nouveau contexte international. Cette observation s'applique autant aux pays développés qu'aux pays en développement.

Le caractère bénéfique pour tous de la mondialisation est un élément clé de l'intégration des pays en développement à l'économie mondiale. Dans l'ensemble, tous en profitent : les pays en développement finissent par connaître une croissance plus rapide à mesure que le processus de mondialisation se poursuit, tandis que les pays industrialisés connaissent eux aussi une performance améliorée. Toutefois, de souligner Ahmed, il importe de reconnaître que le cheminement vers cette situation bénéfique pour tous comporte des coûts d'adaptation très élevés pour les pays qui se situent des deux côtés de l'équation. À mesure que les pays industrialisés s'ouvrent davantage aux échanges commerciaux, ils en retirent des avantages sous forme de niveaux d'exportations plus élevés, mais certains segments de l'industrie et de la main-d'œuvre sont aussi touchés négativement par une concurrence plus intense. Il s'ensuit que, selon le conférencier,

les responsables des politiques devront relever le défi au cours des 15 prochaines années de gérer efficacement ces coûts d'adaptation et de venir en aide aux perdants.

Les forces de la mondialisation et la révolution informatique continuent de progresser de façon soutenue dans les pays industrialisés et elles font aussi des percées dans les pays en développement. La diminution des coûts de communication et de transport, une réduction des obstacles tarifaires et la convertibilité des devises sont tous des éléments qui ont contribué à provoquer une expansion rapide du volume du commerce mondial, dont la croissance a atteint un taux annuel de 6 p. 100 pendant les 10 dernières années. Cette évolution a permis, en retour, d'ouvrir de nouvelles possibilités à l'étranger pour les pays en développement. Le commerce en pourcentage du produit intérieur brut des pays en développement est passé de 30 p. 100 en 1986 à 43 p. 100 en 1995, et l'on prévoit que cette proportion dépassera 50 p. 100 en 2006. En moyenne, les pays en développement affichent un degré d'ouverture sur l'extérieur, mesuré à l'aide du rapport entre le commerce extérieur et le produit intérieur brut, plus élevé que celui des pays industrialisés.

Toutefois, une bonne partie de la hausse des ratios du commerce se concentre en Asie et en Amérique latine; en effet, les ratios du commerce ont commencé à baisser en Afrique et au Moyen-Orient au début des années 80, par suite du plafonnement et de la baisse des prix des produits de base et de la stabilisation en termes réels des programmes d'aide à l'étranger. Dans les faits, les ratios du commerce des régions qui tirent de l'arrière n'ont pas connu de reprise depuis 1986 et, sur la base des politiques actuelles, ces ratios ne devraient augmenter que de façon graduelle pendant les 10 prochaines années. Et, si l'on utilise les ratios du commerce pour mesurer l'intégration à l'économie mondiale, il appert que l'intégration est moins élevée à l'heure actuelle dans plusieurs pays d'Afrique et du Moyen-Orient qu'elle ne l'était il y a 20 ans.

La diminution des barrières commerciales s'est aussi accompagnée d'une libéralisation de la réglementation régissant l'investissement étranger direct (IED). L'IED a



L'internationalisation des activités économiques sera vraisemblablement une tendance majeure qui contribuera à alimenter le développement pendant le siècle prochain.

suivi une évolution semblable à celle du commerce. Dans l'ensemble, les mouvements de capitaux privés ont grimpé en flèche, leur niveau ayant quintuplé en cinq ans. Au cours de la même période, les mouvements de capitaux officiels vers les pays en développement sont demeurés à peu près au même niveau. Les mouvements officiels sont les flux de capitaux provenant de divers organismes publics comme la Banque mondiale, le Fonds monétaire international et l'Agence canadienne de développement international. Les mouvements de capitaux de sources officielles et privées étaient à peu près du même ordre de grandeur il y a cinq ans; à l'heure actuelle, 20 p. 100 des mouvements de capitaux proviennent de sources officielles et l'autre tranche de 80 p. 100, de sources privées.

Comme ce fut le cas du commerce, toutefois, on observe une diversité considérable à ce chapitre entre les pays en développement. Près de 80 p. 100 de l'ensemble des mouvements de capitaux se dirigent vers 12 pays, tandis qu'environ 60 à 70 pays ne reçoivent à peu près pas de capitaux privés.

Selon le conférencier, l'internationalisation des activités économiques sera vraisemblablement une tendance majeure qui contribuera à alimenter le développement pendant le siècle prochain, parce que cette évolution constituera un mécanisme très puissant de transfert du savoir vers les pays en développement. Stimulées par des pres-

sions concurrentielles sans précédent et la recherche de nouveaux marchés, les entreprises multinationales concluent des alliances avec des entreprises locales en utilisant des formules qui diffèrent des moyens traditionnels d'effectuer des IED. Par le passé, les multinationales auraient

créé une filiale dans le pays en développement pour répondre surtout à la demande locale ou elles auraient investi dans un pays en développement pour obtenir essentiellement un accès aux ressources.

De nos jours, il est plus probable de voir apparaître des réseaux de production mondiaux et intégrés en vertu desquels la multinationale offre son savoir-faire en matière de gestion et de technologie des produits et des procédés de fabrication, de concert avec sa marque de commerce, son réseau de distribution mondial et, souvent, ses économies d'échelle. Les entreprises locales offrent, pour leur part, une combinaison de faibles coûts de main-d'œuvre, de réseau de distribution local et de savoir-faire local. Les avantages de

cette forme d'IED découlent tout autant des flux non financiers que des flux financiers supplémentaires qui l'accompagnent. Les gains se situent au niveau de la technologie et des effets sur la gestion des entreprises locales. Un aspect plus important est celui de l'incidence sur les exportations en pourcentage des ventes. Les multinationales s'implantent dans des secteurs à l'intérieur desquels elle peuvent avoir un impact immédiat sur les exportations parce qu'elles possèdent déjà la marque de

- *L'aptitude à s'adapter au changement et à aller de l'avant est l'élément qui distingue les pays qui réussissent mieux que d'autres.*
- *Si l'on utilise les ratios du commerce pour mesurer l'intégration à l'économie mondiale, il appert que l'intégration s'est intensifiée en Asie et en Amérique latine depuis 20 ans et qu'elle a diminué dans plusieurs pays d'Afrique et du Moyen-Orient pendant la même période.*
- *Il existe une diversité considérable entre les pays en développement en ce qui concerne les mouvements de capitaux.*
- *Les entreprises multinationales concluent maintenant des alliances avec des entreprises locales en utilisant des formules qui diffèrent de celles du passé : elles offrent les avantages de leur savoir-faire, de leur technologie des produits et des procédés de fabrication, de leur marque de commerce et de leurs économies d'échelle, en échange de faibles coûts de main-d'œuvre, d'un réseau de distribution local et du savoir-faire local.*



Le processus de mondialisation est alimenté par des baisses de coûts et des modifications apportées aux politiques relatives au commerce international et à l'investissement étranger.

commerce, l'accès au marché et les réseaux de distribution. Donc, le processus de mondialisation et l'intégration des pays en développement à l'économie mondiale sont des parties intégrantes du même phénomène, de souligner Ahmed.

Par quelles forces le processus de mondialisation est-il alimenté ? Selon Ahmed, deux forces principales sont à l'oeuvre. La première est la baisse des coûts : les coûts réels de transport et de communication ont diminué de façon spectaculaire à compter de la fin des années 80 et pendant les années 90. Deuxièmement, des modifications importantes furent apportées aux politiques relatives à l'investissement et aux échanges internationaux. Par exemple, les pays en développement sont en voie de couper leurs tarifs douaniers et d'éliminer leurs quotas. Ils ont assoupli les règles et les restrictions s'appliquant à l'IED. Et la vaste majorité d'entre eux ont maintenant des devises qui sont convertibles à des fins de transactions courantes, tandis que, pendant les années 60, seule une faible minorité de pays avaient des devises convertibles. En somme, les pays en développement ont embrassé les principes fondamentaux de l'économie de marché. Ils ont commencé à appliquer des politiques macroéconomiques saines et à se tourner vers l'extérieur pour s'intégrer à l'économie mondiale. En conséquence, ils sont devenus beaucoup plus attrayants pour les investisseurs étrangers et les nations intéressées à commercer avec eux.

De saines politiques macroéconomiques semblent jouer un rôle assez important, selon Ahmed. Pendant les années 90, parmi les quelque 94 pays en développement analysés, 49 n'avaient pas attiré d'IED très importants (le seuil utilisé était un niveau d'IED de moins de 1 p. 100 du PIB). De ce groupe de 49 pays, 12 étaient en guerre, tandis qu'une autre tranche de 28 pays étaient instables sur le plan macroéconomique, avec des taux d'inflation dépassant les 50 p. 100 par année. Et cinq autres pays étaient aux prises avec une croissance négative et des revenus à la baisse.

Enfin, le conférencier a attiré l'attention sur le lien qui existe entre le rythme d'intégration à l'économie mondiale

et le taux de croissance du revenu par habitant. Les perspectives sont bonnes pour tous les pays, en ce sens que chacun d'eux devrait réaliser une performance au cours des 10 prochaines années supérieure à celle des 10 dernières années, mais l'écart de revenu entre les pays en développement et les pays industrialisés continuera de se creuser. Les pays en développement dont l'intégration à l'économie mondiale est la plus poussée seront ceux dont l'écart de revenu s'élargira le moins.

