

**L'effet de levier financier des entreprises :
Une comparaison entre le Canada et les É.-U., 1961-1996**

par

Myles Zyblock

N° 111

**11F0019MPF N° 111
ISSN :1200-5231
ISBN : 0-660-95810-4**

Prix: 5 \$ l'exemplaire, 25 \$ par année

Analyse des entreprises et du marché du travail
24-, Immeuble R.-H. Coats, Ottawa, K1A 0T6
Statistique Canada (613) 951-5132
Télécopieur: (613) 951-5403

Decembre 1997

Je tiens à remercier Patrick O'Hagan, Rashmi Shukla et Garnett Picot de leurs précieuses remarques et suggestions tout au long du présent projet. J'accepte bien sûr l'entière responsabilité des erreurs.

Les vues exprimées dans le présent document sont celles des auteurs et elles ne reflètent pas nécessairement les opinions de Statistique Canada.

Also available in English

Table des Matières

1.0 Introduction	1
2.0 Sources de fonds des sociétés : de nombreux facteurs à considérer	2
3.0 Données	3
4.0 Évolution de l'effet de levier financier des entreprises	4
4.1 Évolution de l'effet de levier au Canada	5
4.2 Examen plus détaillé des sociétés canadiennes	8
4.3 Évolution de l'effet de levier aux États-Unis	10
5.0 Conclusion	13
Bibliographie	15

Résumé

Des études récentes ont montré que les compagnies dont le ratio emprunts/capitaux propres est relativement élevé manifestent une plus grande variabilité pour ce qui est des investissements et de la main-d'oeuvre. D'autres études maintiennent qu'un effet de levier financier élevé dans le monde des entreprises est associé à une instabilité macro-économique. Le présent exposé décrit et compare l'effet de levier financier global des entreprises au Canada et aux É.-U. de 1961 à 1996. Le levier financier a augmenté de presque 50 % dans les deux pays et la plus grande partie de cette augmentation peut être attribuée à un recours accru à des instruments d'emprunt à court terme. L'ampleur de l'augmentation est semblable dans les deux pays, mais la période d'accroissement principale est différente dans chaque cas.

L'effet de levier des entreprises canadiennes a surtout augmenté entre 1974 et 1983, c'est-à-dire durant une période associée à de faibles taux d'intérêt réels et à une croissance rapide des capitaux dans l'Ouest du pays. Pour ce qui est des entreprises américaines, l'effet de levier s'est surtout accru entre 1982 et 1990. Au cours de cette période, les compagnies américaines ont subi une restructuration financière massive, l'acquisition de capitaux propres en circulation se faisant à l'aide d'emprunts. Cette période a également été marquée par un accroissement du nombre et de la valeur des acquisitions par emprunt aux É.-U., entraînant un effet de levier financier encore plus élevé.

Mots clés : sociétés, levier financier, structure financière, dettes.

1.0 Introduction

Une entreprise a besoin de capital nominal pour ses opérations. Les raisons qui expliquent la préférence d'une entreprise pour différentes formes de capital (dettes, capitaux propres et autofinancement) sont fort complexes. Il faut tenir compte de l'impôt, des taux d'intérêt du marché, de l'inflation prévue et de la capacité d'engendrer des capitaux internes. Individuellement et pris ensemble, ces facteurs influencent le coût relatif des différentes sources de fonds qui déterminent à terme la structure financière d'une entreprise. Une explication universelle des préférences des entreprises pour différentes formes de capital, bien que fort souhaitable, est très peu probable à cause du nombre et de la complexité des facteurs qui influencent ce genre de choix.

Les conséquences du choix de la structure financière d'une entreprise ont été étudiées en détail pour les États-Unis. Depuis le début des années 1960, les sociétés américaines font davantage appel à l'endettement comme source de capital nominal (Bernanke, 1993; Masulis, 1988; Davis, 1987; Taggart, 1985). Des études récentes ont indiqué que les entreprises à fort levier financier sont davantage exposées au risque de faillite et de défaut de paiement d'un prêt, l'évolution de leurs investissements et de leur main-d'oeuvre étant aussi plus instable. Certains auteurs font valoir qu'un secteur privé à fort levier financier est responsable d'une instabilité macro-économique accrue sous forme de récessions plus sévères et de reprises plus lentes (Sharpe, 1994; Calomiris et coll., 1994; Bernanke, 1993; Cantor, 1990; Borio, 1990; Baribeau, 1989; Davis, 1987).

Est-ce que les entreprises canadiennes ont manifesté un recours accru à l'endettement? Comment cette évolution de l'effet de levier financier est-elle comparable à l'expérience américaine? Le présent exposé donne un aperçu de l'évolution de l'effet de levier financier parmi les sociétés canadiennes et américaines de 1961 à 1996 et présente quelques explications possibles de ce phénomène. Il n'est pas question des répercussions économiques des changements de structure financière, cette question pouvant être abordée utilement par d'autres chercheurs.

2.0 Sources de fonds des sociétés : de nombreux facteurs à considérer

Une entreprise peut acquérir le capital nominal nécessaire à ses opérations de deux façons : par voie interne, en ayant recours à des bénéfices non répartis, et par voie externe, grâce à des emprunts ou à des capitaux propres.¹ La nécessité d'obtenir des fonds externes dépend surtout de l'écart de financement de l'entreprise, c'est-à-dire de la différence entre les dépenses en capital et les sources de fonds engendrés par voie interne (donc les bénéfices non répartis). Par contre, le choix d'un instrument servant à recueillir des fonds externes dépend de différents facteurs. La présente section décrit quelques-uns de ces facteurs, mais non de façon exhaustive.² Il s'agit de facteurs déterminants qui sont souvent mentionnés dans les publications.

La théorie veut que le choix de structure financière d'une entreprise se fonde sur la minimisation du coût moyen pondéré du capital.³ Cette décision peut être influencée par de nombreux facteurs, notamment l'impôt. L'avantage relatif du recours à des emprunts plutôt qu'à une émission d'actions comme source de fonds relève de ce qu'on appelle couramment l'économie d'impôts sur l'intérêt. Les dépenses en intérêt résultant du service de la dette sont déductibles du revenu imposable, entraînant une baisse des dépenses globales et du coût moyen du capital pour l'entreprise. Plusieurs théories permettent d'expliquer la préférence accordée au financement par emprunt relativement au financement par capitaux propres compte tenu de l'impôt. Une théorie fait valoir que la structure financière optimale d'une entreprise est choisie en équilibrant les avantages fiscaux associés à la dette et les coûts de faillite connexes résultant d'une réalisation de l'actif ou d'une réorganisation de l'entreprise. Ainsi, on s'attendrait à un accroissement de l'effet de levier en même temps que l'augmentation du taux d'impôt des sociétés puisque l'avantage que représente l'intérêt déductible augmente lui aussi.

L'inflation, les taux d'intérêt et les attentes quant à l'évolution future de ces variables sont également des déterminants importants dans la préférence d'une entreprise pour les emprunts ou

¹ Les entreprises peuvent également vendre un actif existant, normalement non productif, pour obtenir des fonds supplémentaires. Toutefois, cette façon d'obtenir des fonds n'est pas souvent retenue et il n'en est donc pas question ici.

² Parmi d'autres raisons d'avoir recours à un effet de levier accru mentionnées dans des sources publiées, il y a la question des informations asymétriques et la baisse proportionnelle des obligations émises par le gouvernement (voir également Harris et Raviv, 1991; McDonald, 1983). Ces questions peuvent avoir leur importance, mais nous ne les abordons pas ici, quitte à traiter de thèmes cités dans la plupart des documents publiés à cet égard.

³ Souvent appelé le taux de rendement minimal de la direction, le coût moyen pondéré du capital (r_w) est le rendement en espèces de l'actif nécessaire au maintien de la valeur de l'entreprise. Il représente le coût après impôt de chaque élément de la structure financière pondéré en fonction du pourcentage de la valeur de l'entreprise qui est constitué de chaque source de capital (nous supposons ici une structure financière constituée uniquement de dettes et de capital social) :

$$r_w = (1-t)r_d(V_d/V_a) + r_{ce}(V_{ce}/V_a)$$

où,

V_a = valeur de l'actif

$$= V_d + V_{ce};$$

V_d = valeur de la dette de la compagnie;

V_{ce} = valeur du capital social de la compagnie;

r_d = taux d'intérêt nominal versé sur la dette;

r_{ce} = rendement nominal requis sur le marché pour les actions ordinaires;

t = taux de l'impôt sur le revenu applicable à la compagnie.

les capitaux propres. Si l'on exclut les effets du risque, les taux d'intérêt nominaux du marché dépendent du coût réel des emprunts plus une prime d'inflation. Le fait de s'endetter au cours d'une période d'inflation, surtout si la prime d'inflation intégrée dans les taux nominaux n'augmente pas au même rythme que les prix effectifs, réduit le coût réel de la dette. Par contre, le risque financier est accru en cas de baisse non prévue de l'inflation. Ce processus, appelé dette-déflation, entraîne une hausse du fardeau ou de la valeur de la dette relativement aux capitaux propres, ainsi que du montant des paiements de la dette relativement au flux de trésorerie, ce qui force les emprunteurs à limiter leurs activités. Les attentes quant à l'évolution des taux d'intérêt réels peuvent également influencer la composition de la dette choisie par une entreprise. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt réels sont peu élevés, une entreprise qui doit emprunter préférera sans doute émettre des obligations non garanties à long terme si l'on s'attend à ce que les taux d'intérêt augmentent.

3.0 Données

L'actif, le passif et les capitaux propres sont évalués en fonction de la valeur comptable.⁴ On peut obtenir les postes du bilan global pour le Canada en consultant les Comptes du bilan national pour les sociétés non financières. Le secteur des sociétés non financières est constitué des transactions nationales des sociétés privées, industrielles et résidentes canadiennes. Il englobe également les succursales et les filiales de sociétés étrangères établies au Canada. Les données qui servent à mesurer l'activité financière des sociétés canadiennes non financières sont tirées des Comptes des flux financiers. Par souci d'uniformité entre la valeur bilantielle canadienne correspondante et les données des É.-U., l'actif non financier est présenté en fonction d'estimations de coût historiques.

On peut obtenir les données bilantielles américaines des Balance Sheets pour l'économie américaine, l'univers des sociétés américaines étant défini comme l'ensemble des sociétés non financières autres que des exploitations agricoles. L'univers des compagnies du Canada est semblable à celui des États-Unis. Les données sur le financement aux É.-U. sont tirées des comptes des opérations financières (*Flow of Funds Accounts*). Les données du présent exposé figurent en annexe.

La section 4.2 examine les données se rapportant à l'effet de levier des branches d'activité pour vingt-deux secteurs non financiers de l'économie canadienne de 1980 à 1996, c'est-à-dire la plus longue série chronologique disponible pour l'effet de levier offrant ce degré de synthèse.⁵ Ces données, tout comme les données nationales, se fondent sur des estimations de coût historiques. Il n'y a pas de données comparables semblables pour les États-Unis. Les définitions des variables tirées de ces données sont comparables aux définitions que l'on trouve pour les données nationales.

⁴ Il existe trois façons principales de mesurer les valeurs bilantielles : la valeur comptable, la valeur de remplacement ou la valeur marchande. Chaque méthode comporte des avantages et des inconvénients. Pour en savoir davantage, consulter Taggart (1985), Furstenberg et Malkiel (1977).

⁵ Le recours à la Classification type des industries pour les compagnies et les entreprises de 1980 (CTI-C) permet une classification rationnelle des compagnies et des entreprises qui s'adonnent à plus d'un commerce ou plus d'une activité.

4.0 Évolution de l'effet de levier financier des entreprises

Le paysage économique est assez semblable au Canada et aux É.-U. et le marché des capitaux est bien développé dans les deux pays. Les deux économies comportent non seulement de fortes ressemblances, mais également une interdépendance impressionnante. Les récessions et les périodes de croissance sont fortement corrélées et les chocs économiques ou financiers franchissent rapidement la frontière. Cette interdépendance entraîne des attentes de forte ressemblance quant à l'évolution de l'effet de levier des entreprises dans les deux pays. Nous examinerons l'évolution de l'effet de levier financier à long terme pour les sociétés du Canada et des É.-U. de 1961 à 1994, c'est-à-dire la plus longue série chronologique disponible et comparable.⁶

L'effet de levier financier est mesuré en fonction du ratio emprunts/capitaux propres (E/C). Il s'agit d'un indicateur de la structure de la dette d'une entreprise. Si le ratio est de 0,305, on peut affirmer que 30,5 % de la valeur de l'actif sont «dus» aux créanciers. Puisque c'est l'actif qui produit le revenu nécessaire au remboursement et au service des obligations impayées d'une entreprise, une augmentation de l'effet de levier indique également une augmentation du fardeau de la dette de l'entreprise.

⁶ Les données de 1995 et de 1996 sont comprises pour le Canada.

4.1 Évolution de l'effet de levier au Canada

Figure 1a : Ratio de levier financier

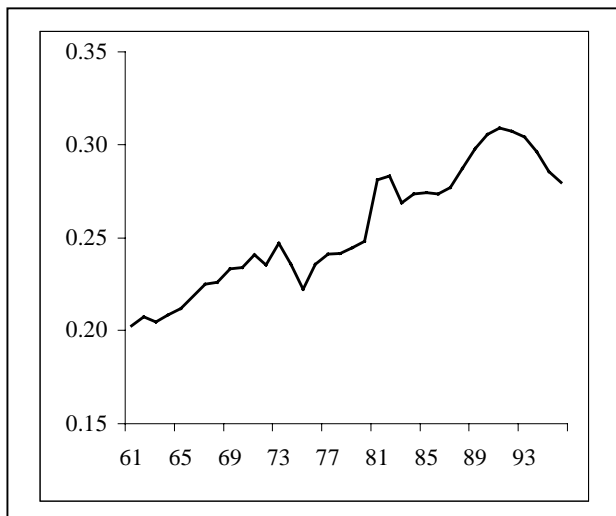
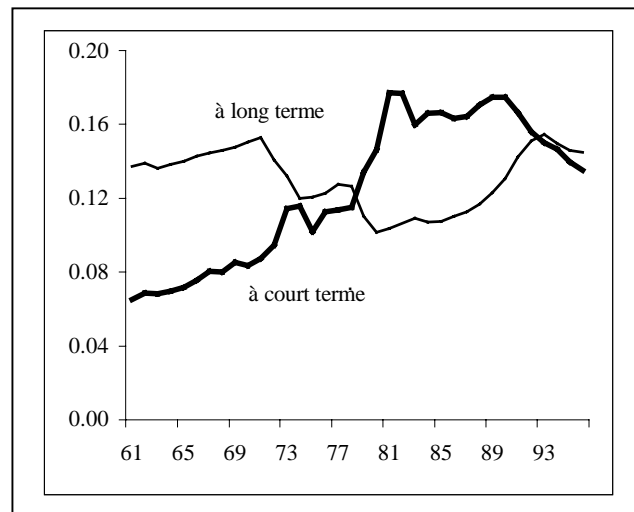


Figure 1b : Ratio de levier financier par composant



De 1961 à 1994, l'effet de levier financier a augmenté de 46 % parmi les sociétés canadiennes (figure 1a). Cette augmentation a été le résultat d'un accroissement de 126 % de l'effet de levier à court terme (figure 1b).⁷ La période allant de 1975 à 1982 a été marquée par une augmentation particulièrement forte de l'effet de levier. Au cours de cette période, le ratio E/C a augmenté de 27 % et le ratio E/C à court terme a augmenté de 74 %.⁸

Du milieu des années 1970 au début des années 1980, certains événements marquants ont favorisé une hausse du ratio de levier financier global au Canada. Il y avait alors une croissance rapide des compagnies dans l'Ouest, surtout à cause de la production d'énergie, mais également à cause des acquisitions d'entreprises étrangères à la suite de la mise en oeuvre du Programme énergétique national en 1981 (Davis, p. 17). Les compagnies ont préféré l'endettement aux capitaux propres parce qu'il s'agissait d'une forme de financement meilleur marché. Cela peut surprendre puisque le rendement des bons du Trésor de 3 mois au Canada dépassait 20 % (annualisé) et que le rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement du Canada se situait à près de 17 % vers le milieu de l'année 1981. Or l'explication de cette situation apparemment contradictoire relève de l'évolution des rendements rajustés en fonction de l'inflation.⁹

⁷ Le passif à court terme au Canada est défini comme la somme des comptes de prêts bancaires, des autres prêts, des finances et autres instruments à court terme. Le passif à long terme des sociétés du Canada est défini comme la somme des comptes hypothécaires et autres obligations canadiennes. Même si la ventilation du passif à court terme et à long terme n'est pas idéale, elle indique tout de même la durée générale du passif à laquelle on s'attendrait dans ces catégories. De plus, la ventilation correspond à celle qui est indiquée dans les études américaines, ce qui facilite les comparaisons entre les deux pays.

⁸ Une partie de cette augmentation de l'effet de levier à court terme peut être attribuée à une classification incorrecte du passif.

⁹ Le rendement rajusté en fonction de l'inflation se calcule en soustrayant les changements de l'indice des prix à la consommation du rendement nominal moyen des titres de gouvernement respectifs pour chaque année de la

Figure 2a : Rendements rajustés en fonction de l'inflation

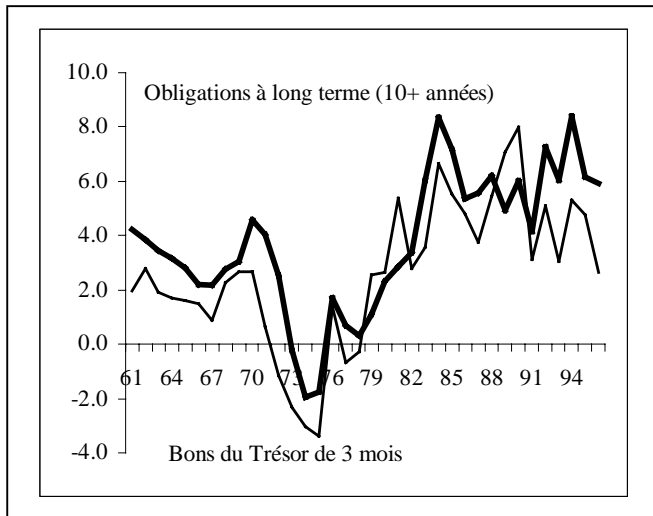
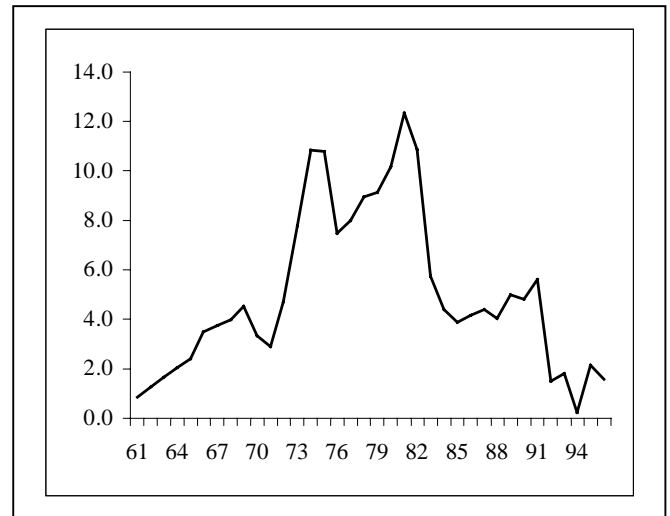


Figure 2b : Changement de l'IPC en %

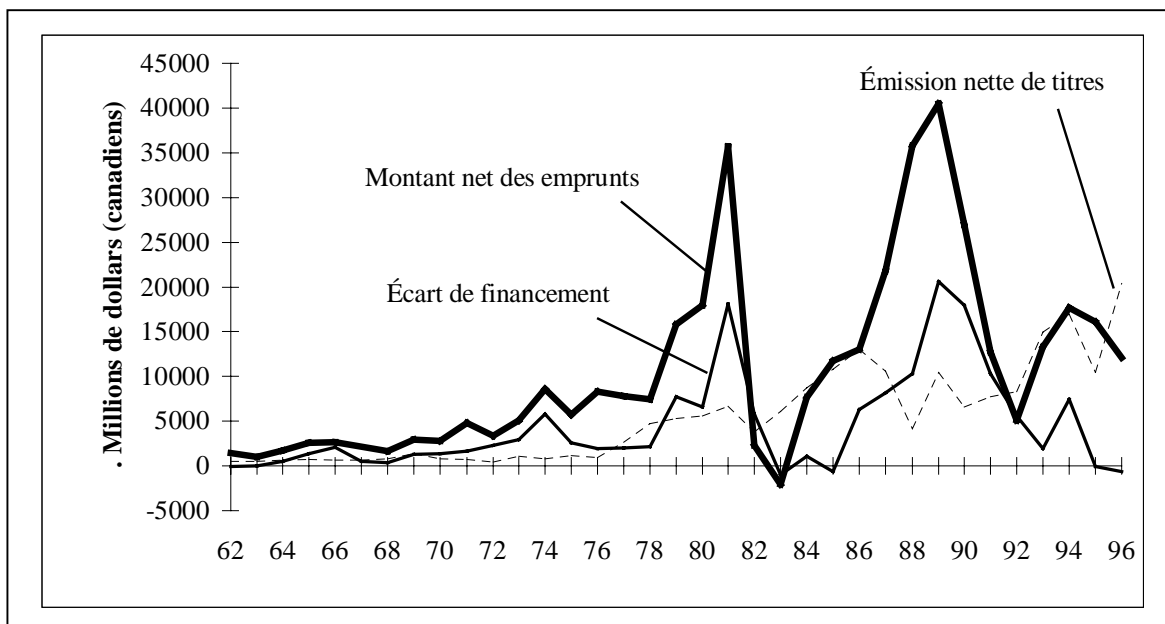


Au cours d'une bonne partie des années 1970, les taux d'intérêt rajustés en fonction de l'inflation étaient très faibles et, au cours de certaines années, ils étaient même négatifs (figure 2a). Par conséquent, le coût réel des emprunts était extrêmement faible. Le fait que l'on ait préféré les emprunts comme méthode de financement n'a donc rien de vraiment surprenant.

Tant et aussi longtemps que l'inflation réelle dépasse la prime d'inflation intégrée dans le taux d'intérêt nominal, le coût réel des emprunts baisse. Toutefois, en cas de baisse inattendue de l'inflation, le fardeau de la dette augmente. Le début des années 1980 a été marqué par un déclin de l'inflation et le fardeau de la dette impayée a augmenté appréciablement (figure 2b). Ce processus, appelé dette-déflation, a forcé de nombreuses sociétés à limiter leurs activités économiques. La dette-déflation a eu de sérieuses répercussions sur la sécurité financière des sociétés; le taux de défaillance et les faillites commerciales ont atteint leur maximum en 1981 (Davis, p. 67).

période. Le rendement des obligations du gouvernement du Canada est utilisé au lieu de celui des sociétés parce qu'il s'agit là du repère utilisé pour l'obtention de toutes les courbes de rendement.

Figure 3 : Sources externes de fonds et écart de financement



De 1983 à 1989, le ratio E/C a augmenté de 11 %. Cette hausse relativement faible a de quoi surprendre si l'on considère la vigueur de l'activité économique au cours de cette période. La situation est sans doute attribuable à une combinaison de trois facteurs. Premièrement, le coût réel des emprunts augmentait et il était relativement plus élevé qu'au cours des périodes antérieures (figure 2a). Deuxièmement, si les sociétés voulaient éviter le surendettement du début des années 1980, il était important de maintenir la croissance de l'effet de levier. Troisièmement, de plus en plus de sociétés étaient encouragées à financer une partie croissante de leurs besoins en capital externe grâce à des capitaux propres par suite de la hausse des valeurs mobilières entamée au début des années 1980. Ces facteurs combinés ont entraîné une évolution observable du financement vers des capitaux propres (figure 3).

La forte baisse de l'effet de levier à compter de la fin des années 1980 (figure 1a) a été le résultat d'un ralentissement de la croissance qui a entraîné une récession au début des années 1990. Toutefois, même en présence d'un regain de croissance, l'effet de levier des sociétés a continué de baisser. La résistance continue à l'endettement des sociétés est influencée apparemment par le maintien d'un marché des valeurs mobilières à la hausse et le souvenir des récessions antérieures.

Les emprunts des sociétés canadiennes sont étroitement liés à l'écart de financement (figure 3) au cours de la période tout entière.¹⁰ C'est là une indication que les sociétés ont eu recours à des fonds externes pour acquérir le capital nécessaire à la production du revenu permettant le remboursement des obligations connexes, au lieu de refinancer les obligations existantes ou d'acquérir des capitaux propres en circulation.

¹⁰ Le lien entre l'écart de financement et le montant net des nouveaux emprunts n'est pas du tout aussi étroit aux États-Unis. Ce point est mis en valeur dans la suite du texte.

Dans les coulisses, la politique canadienne en matière d'impôt des sociétés exerce depuis 1961 une influence positive sur l'effet de levier. Puisque les intérêts débiteurs sont déductibles du revenu imposable, les sociétés ont avantage à emprunter (Bartholdy et coll., 1989; Shum, 1996).¹¹

4.2 Examen plus détaillé des sociétés canadiennes

Un argument qui milite contre une évaluation de la direction ou de l'importance de l'effet de levier des sociétés à l'aide de données globales est que celles-ci peuvent cacher des tendances qui se produisent à l'intérieur de branches d'activité particulières. Est-ce que la direction de l'effet de levier global est le résultat d'un mouvement partagé par plusieurs branches, ou relève-t-elle d'une augmentation brusque dans une même branche de grande importance? De plus, si l'accroissement de l'effet de levier est un phénomène général, il est justifié de présenter des explications macro-économiques de cette augmentation.

L'évolution de l'effet de levier au cours d'une période donnée dans des branches d'activité particulières correspond généralement aux mouvements globaux de l'effet de levier signalés antérieurement (tableau 1). De 1980 à 1990, période d'accroissement de l'effet de levier global, quinze branches sur vingt-deux ont également connu un effet de levier accru. Dix-sept branches sur vingt-deux ont manifesté une baisse de l'effet de levier de 1990 à 1996, période de déclin de l'effet de levier global des sociétés.

¹¹ Le lien positif prévu entre l'impôt des sociétés et l'effet de levier n'a pas été bien accueilli en Amérique (p. ex. Chaplinsky et Niehaus, 1993; Titman et Wessels, 1988). Cette situation est sans doute attribuable aux interactions complexes entre les impôts des particuliers et des sociétés, différentes de celles que l'on observe au Canada.

**Tableau 1 : Évolution en pourcentage de l'effet de levier (ratio E/C) :
22 branches d'activité canadiennes**

Branches d'activité:	1980-90	1990-96	1980-1996	Actif comme % du total	Taille Rang
Services d'hébergement, d'aliments et boissons, d'éducation, de santé et de loisirs	5.9	1.3	7.3	6.20%	5
Boissons et tabacs	14.7	-37.2	-28.0	1.91%	18
Matériaux de construction et construction	73.1	8.8	88.4	2.89%	16
Produits chimiques et textiles	-20.4	-30.4	-44.5	5.07%	8
Biens et services de consommation	26.5	-23.2	-2.9	6.12%	6
Équipement électronique et services informatiques	-19.9	-11.7	-29.3	3.00%	15
Produits métalliques fabriqués	29.8	-9.8	17.2	2.05%	17
Aliments (y compris la vente au détail)	-1.0	-18.1	-19.0	3.63%	11
**Services généraux pour les entreprises	23.7	-13.0	7.7	3.47%	13
**Appareils ménagers et produits électriques	27.7	7.0	36.7	1.08%	21
Fer, acier et produits connexes	45.3	-20.5	15.5	1.55%	19
**Machinerie et équipement (sauf la mach. électrique)	-16.6	-20.5	-33.8	3.02%	14
Pièces et accessoires de véhicules automobiles	54.3	-32.0	4.9	6.85%	3
Métaux non ferreux et produits métalliques primaires	-5.1	9.5	3.9	5.51%	7
Autres combustibles et électricité	52.6	6.4	62.5	1.53%	20
**Autre équipement de transport	34.8	-3.0	30.7	1.06%	22
Pétrole et gaz naturel	12.6	-7.0	4.7	14.26%	1
**Impression, édition et radiodiffusion	11.8	-2.1	9.5	4.12%	10
**Promoteurs immobiliers, constructeurs et messagerie	-23.1	-7.0	-28.5	12.03%	2
**Télécommunicateurs et services postaux et de messagerie	-17.6	-2.8	-19.9	3.58%	12
**Services de transport	15.9	-14.0	-0.2	4.38%	9
**Bois et papier	33.8	-8.3	22.7	6.71%	4
Toutes branches non financières	23.0	-8.2	12.9	100%	
Hausses/baisses totales par branche*	15 hausses 6 baisses 1 pas de changement	5 hausses 17 baisses 0 pas de changement	13 hausses 8 baisses 1 pas de changement		

*Changement inférieur ou égal à 1 % (valeur absolue) = pas de changement.

**L'effet de levier moyen de la branche au cours de la période dépasse l'effet de levier moyen global.

La branche «Bois et papier» a joué un rôle important dans la hausse de l'effet de levier global depuis 1980 (tableau 1). Cette branche est relativement importante à cause de la taille de son actif, et elle a fait augmenter l'effet de levier à un rythme supérieur à la moyenne. De plus, cette branche a un ratio de levier financier supérieur au ratio global.

Du moins au cours de la période allant de 1980 à 1996, l'accroissement de l'effet de levier des sociétés a été un phénomène général. L'effet de levier inverse au sein des branches d'activité au cours de cette période correspond de façon générale à la dynamique de l'effet de levier qui se reflète dans les données pour l'ensemble de l'économie. Par contre, une importante branche semble jouer un rôle disproportionné dans la hausse de l'effet de levier des sociétés; il s'agit de «Bois et papier».

4.3 Évolution de l'effet de levier aux États-Unis

Figure 4a : Ratio de levier financier

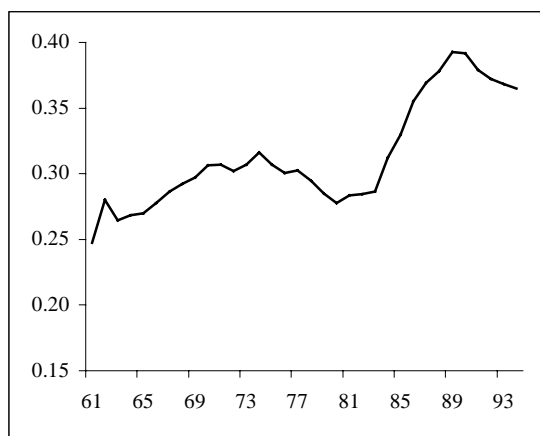
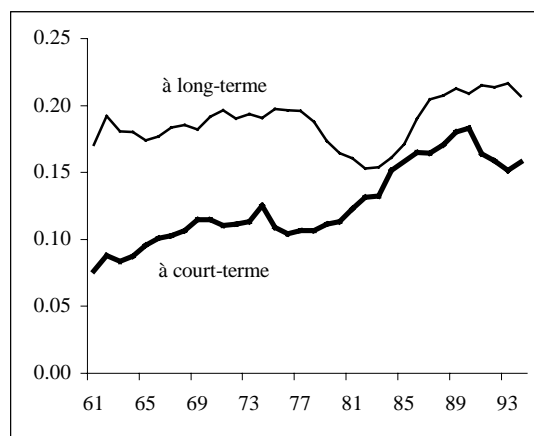


Figure 4b : Ratio de levier financier par composant



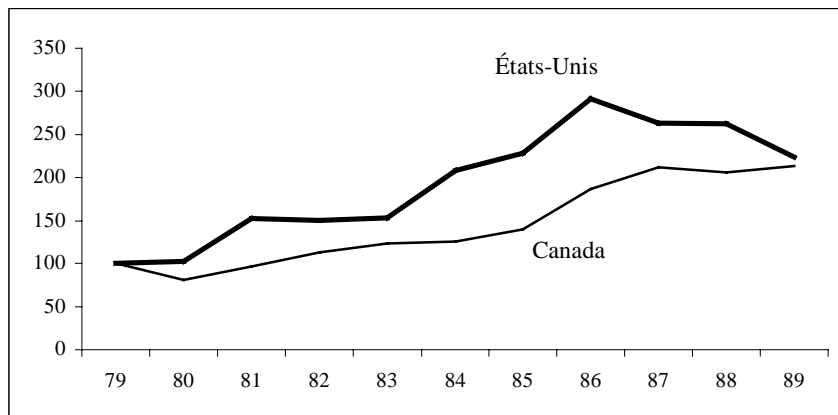
Les sociétés américaines ont connu une hausse de l'effet de levier de 48 % de 1961 à 1994 (figure 4a); l'envergure de cet accroissement ressemble étroitement à ce qui a été observé parmi les sociétés canadiennes. De plus, l'augmentation de l'effet de levier total a été largement le résultat d'un accroissement de 108 % de l'effet de levier à court terme (figure 4b).¹² Contrairement à la forte hausse observée au Canada du milieu des années 1970 au début des années 1980, l'effet de levier des sociétés américaines s'est accru de 7 % au cours de la même période. Cette situation a de quoi surprendre si l'on considère que l'inflation et les taux d'intérêt du marché ont suivi une évolution très semblable dans les deux pays.¹³

L'accroissement de l'effet de levier aux É.-U. a été un phénomène observable au cours des années 1980. De 1983 à 1989, l'effet de levier a augmenté de 37 % (composants à court terme et à long terme - voir la figure 4b).

¹² Le passif à court terme aux É.-U. se définit comme des prêts bancaires (non classés ailleurs), des effets commerciaux et d'autres prêts. Le passif à long terme se définit comme des dettes exonérées d'impôt, des obligations de société et des prêts hypothécaires. Ces catégories tentent de correspondre à celles qui sont utilisées au Canada, mais il est possible qu'une partie de l'augmentation de l'effet de levier à court terme soit attribuable à une catégorisation inexacte.

¹³ Voir les données de l'annexe A.3.

Figure 5 : Fréquence des regroupements d'entreprises (1979=100)



Deux grands phénomènes expliquent le recours appréciable à des emprunts au cours des années 1980 : l'accroissement des regroupements d'entreprises¹⁴ et une importante restructuration financière.

Les regroupements d'entreprises ont lieu habituellement parce que les propriétaires estiment que la valeur de la nouvelle compagnie dépasse la somme des valeurs des deux compagnies prises séparément. De 1983 à 1988, les regroupements d'entreprises ont augmenté de 68 % au Canada et de 71 % aux É.-U. (figure 5).

Une fusion ou une acquisition n'entraîne pas nécessairement un accroissement de l'effet de levier de la compagnie résultante puisque les regroupements d'entreprises peuvent être financés par une combinaison quelconque d'argent comptant, d'emprunts ou de capitaux propres. Toutefois, il existe une forme particulière de regroupement d'entreprises qui augmente l'effet de levier : c'est l'acquisition par emprunt.¹⁵ Ce type de transaction à fort levier financier entraîne souvent un ratio emprunts/capitaux propres allant de 80 à 95 % lorsque l'affaire est conclue (Borio, p. 38). De 1982 à 1988, la valeur des regroupements d'entreprises aux É.-U. est passée de 6 % à 20 % environ du PNB (Borio, p. 35). De plus, la proportion des regroupements d'entreprises qui a pris la forme d'acquisitions par emprunt est passée de 5 % environ à 20 % au cours de la même période.

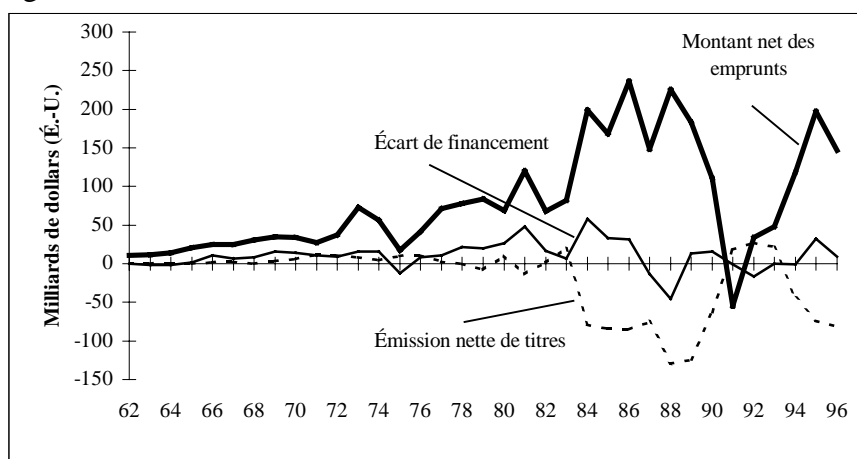
Les transactions à fort levier financier ont été rares au Canada probablement à cause de la concentration relativement élevée du capital et du contrôle. Cette situation réduit la probabilité des opérations hostiles de l'étranger parce qu'elle diminue la possibilité de réaliser des gains par ce genre de transaction.

¹⁴ Les données de la figure 5 sont tirées de deux études. Les données allant de 1979 à 1986 sont de Marfels (1988) et celles du reste de la période proviennent de Khemani (1991). Les deux études s'appuient sur la même source de données primaires.

¹⁵ Une acquisition par emprunt est une acquisition à forte composante d'emprunt grâce à laquelle une compagnie devient souvent privée.

Il existe un écart de plus en plus grand entre le montant net des nouveaux emprunts et l'écart de financement parmi les sociétés américaines depuis le milieu des années 1970 (figure 6). Ce n'est qu'au début des années 1980 qu'il y a eu une nette rupture des modes de financement des sociétés américaines. De 1983 à 1990, le montant net des emprunts a été essentiellement un reflet de l'émission nette de titres, les sociétés s'adonnant très activement à des échanges d'emprunts pour des capitaux propres, c'est-à-dire à l'achat de capitaux propres en circulation à l'aide de fonds empruntés. Ce type de restructuration financière a aidé à hausser l'effet de levier global des entreprises en Amérique. De façon générale, cette activité comporte un plus grand risque que la stratégie de financement adoptée par les compagnies canadiennes puisque les compagnies américaines ont emprunté afin d'acheter des actifs ne produisant aucun revenu pour le paiement des obligations connexes. La structure financière choisie par les sociétés américaines est restée insensible à la hausse du marché des valeurs mobilières aux É.-U. remontant au début des années 1980.

Figure 6 : Sources de fonds externes et écart de financement



À la fin des années 1980, donc, les sociétés américaines manifestaient un fort endettement par suite de la fréquence et de l'envergure accrues des acquisitions par emprunt et du nombre d'échanges d'emprunts pour des capitaux propres. Le résultat a été un surendettement des sociétés compte tenu de la baisse de la demande globale au début des années 1990. De nombreuses études ont fait valoir que la récession aux É.-U., au début des années 1990, a été plus sévère pour les entreprises, et la croissance qui l'a accompagnée relativement plus faible, que celle du début des années 1980, à cause de la forte proportion de leviers financiers. Le défaut de paiement des prêts aux sociétés en 1991 était le double de ce qu'il avait été au cours de la récession des années 1980 (Remolana et coll., 1993); la récession des années 1990 a été accompagnée d'un déclin plus précoce que d'habitude de l'emploi et des inventaires (Bernanke, 1993) et la reprise a été plus lente que d'habitude lorsque le stimulus initial de la récession des années 1990 a disparu (Bernanke, 1993).

Depuis la toute dernière récession, les sociétés américaines réduisent l'effet de levier financier (figure 4a). Cette situation est peut-être le résultat des difficultés ressenties par les sociétés à fort levier financier au début des années 1990. Elle est peut-être aussi le résultat d'un changement de composition, c'est-à-dire que les entreprises à plus fort levier financier n'ont pas pu survivre en

présence du déclin de la demande globale, laissant la place aux sociétés jouissant d'une saine situation financière.

5.0 Conclusion

Le paysage économique du Canada est très semblable à celui des É.-U. depuis 1961. L'inflation, l'intérêt du marché et la croissance économique ont suivi la même évolution générale; l'infrastructure financière et politique s'est développée de façon semblable et, pourtant, la situation financière des sociétés a évolué de façon différente et pour des raisons bien distinctes.

L'effet de levier financier des sociétés canadiennes et américaines a augmenté de façon semblable de 1961 à 1994. Les principales hausses de l'effet de levier des sociétés canadiennes a eu lieu de 1975 à 1982. Cette augmentation relève principalement de deux facteurs : 1) une croissance rapide de l'Ouest canadien financée surtout par des emprunts et 2) des taux d'intérêt, rajustés en fonction de l'inflation, faibles et parfois négatifs vers la fin des années 1970, créant des conditions favorables au financement par emprunt. L'inversion de l'évolution de l'effet de levier global des sociétés au Canada correspond étroitement au profil du levier financier dans les branches d'activité. Les changements du levier financier des sociétés semblent être influencés par des événements macro-économiques au lieu d'être déterminés uniquement par des facteurs micro-économiques.

Par contre, le levier financier des sociétés américaines a augmenté brusquement de 1983 à 1989. Au cours de cette période, les sociétés ont lancé une initiative majeure de restructuration financière en achetant des capitaux propres en circulation grâce à des emprunts. Du même coup, les transactions à fort levier financier sous forme d'acquisitions par emprunt ont augmenté en nombre et en valeur totale, faisant passer le levier financier global des sociétés à des niveaux plus élevés.

Dans les deux pays, la hausse de l'effet de levier des sociétés est attribuable à une augmentation du recours à des instruments d'emprunt à court terme. Cette situation suscite une probabilité accrue de déséquilibre entre la durée de l'actif et du passif, entraînant une hausse globale de risque financier pour les sociétés. Toutefois, une étude plus détaillée de la durée de l'actif permettra seule d'établir l'ampleur de ce risque.

D'après des études récentes sur l'effet de levier financier, la récession qui a sévi au Canada au cours des années 1980 a été particulièrement sévère pour les entreprises pour ce qui est de son envergure et du nombre de faillites commerciales (Davis, 1987). De même, la récession qui a marqué le début des années 1990 aux É.-U. a été qualifiée de plus sévère que d'habitude pour le secteur privé, la reprise correspondante étant plus faible que d'habitude (Sharpe, 1994; Bernanke, 1993; Remolana et coll., 1993). Il est donc tout normal de se poser des questions au sujet de l'importance de l'effet de levier des sociétés pour la stabilité économique.

Il est difficile d'affirmer, à partir des données globales présentées ici, que l'effet de levier des entreprises dans l'un ou l'autre pays est actuellement trop élevé dans le contexte d'un autre repli cyclique. La baisse du recours aux emprunts au cours des années 1990 de la part des sociétés des

deux pays vient peut-être confirmer cette notion. Toutefois, pour mieux comprendre le rapport entre l'effet de levier et les investissements ou l'emploi, il faut examiner des données au niveau des entreprises. Il faudrait que ce genre de données établisse le lien entre les volets financiers et concrets d'une société au cours du temps. À l'heure actuelle, il n'existe pas pour le Canada d'échantillon longitudinal représentatif au niveau des sociétés.

Bibliographie

Auerbach, Alan J. (1985). "Real Determinants of Corporate Leverage" in *Corporate Capital Structure in the United States*, ed. B.M. Friedman, University of Chicago Press.

Auerbach, Alan J. and Joel Smelrod (1997). "The Economic Effects of the Tax Reform Act of 1986", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, June.

Bank of Canada (1982). *Bank of Canada Review*, December, Bank of Canada, Ottawa.

Baribeau, Mark B. (1989). "Leverage Risk in the Non-financial Corporate Sector", *Business Economics*, July.

Bartholdy, Jan, Gordon Fisher and Jack Mintz (1989). "An Empirical Study of the Impact of Corporate Taxation on the Debt Policy of Canadian Firms", Queen's Discussion Paper no. 742.

Bauser, Randall (1990). "The Contributions to economics of Douglas Vickers", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 12, no. 2.

Bernanke, Ben S. (1993). "Credit in the Macroeconomy", Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Spring.

Bernanke, Ben S. and John Y. Campbell (1988). "Is There a Corporate Debt Crisis?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

Borio, C.E.V. (1990). "Leverage and Finance of Non-financial Companies: An International Perspective", Bank for International Settlements, Economic Paper no. 27, May.

Calomiris, Charles W., Orphanides, Athanasios and Steven A. Sharpe (1994). "Leverage as a State Variable for Employment, Inventory Accumulation and Fixed Investment", NBER Working Paper no. 4800, July.

Cantor, Richard (1990). "A Panel Study of the Effects of Leverage on Investment and Employment", Federal Reserve Bank of New York Research Paper no. 9011, May.

Chaplinsky, S. and G. Neihaus (1993). "Do Inside Ownership and Leverage Share Common Determinants?", *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 32.

Davis, E.P. (1987). "Rising Sectoral Debt/Income Ratios: A Cause for Concern?", Bank for International Settlements, Economic Paper no. 20, June.

Furstenberg, George M. and Burton G. Malkiel (1977). "Financial Analysis in an Inflationary Environment", *Journal of Finance*, vol. 32, no. 2, May.

Harris, Milton and Artur Raviv (1991). "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, vol. 34. no. 1, March.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October.

Khemani, R.S. (1991). "Recent Trends in Merger and Acquisition Activity in Canada and Selected Countries", in *Corporate Globalization through Mergers and Acquisitions*, ed. Leonard Waverman, University of Calgary Press.

Kregel, J.A. (1990). "Operational and financial leverage, the firm, and the cycle: reflections on Vickers' money capital constraint", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 12, no. 2.

Long, M.S. and I.B. Malitz (1985). "Investment Patterns and Financial Leverage" in *Corporate Capital Structure in the United States*, ed. B.M. Friedman, University of the Chicago Press.

McDonald, Robert L. (1983). "Government Debt and Private Leverage: An extension of the Miller theorem", *Journal of Public Economics*, vol. 22.

Mackie-Mason, J.K. (1990). "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?", *Journal of Finance*, vol. 45.

Marfels, Christian (1988). "Aggregate Concentration in International Perspective: Canada, Federal Republic of Germany, Japan and the United States" in *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, eds. R.S. Khemani, D.M. Shapiro, and W.T. Stanbury, The Institute for Research on Public Policy.

Masulis, Ronald W. (1988). *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Mass.

Mintz, Jack M. (1987). "Alternative Views of the Corporate Tax: A Reassessment of the Carter Report Twenty Years Later", Queen's University Discussion Paper no. 683, May.

Pruitt, Stephen W. and Lawrence J. Gitman (1991). "The Interaction between the Investment, Financing and Dividend Decisions of Major U.S. Firms", *Financial Review*, vol. 26, no. 3, August.

Remolana, Eli M., Robert N. McCauley, Judith Ruud, and Franco Iacono (1993). "Corporate Refinancing in the 1990s", Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Winter.

Sharpe, Steven A. (1994). "Financial Market Imperfections, Firm Leverage and the Cyclicity of Employment", *American Economic Review*, vol. 84, no. 4, September.

Shoven, John B. and John Whalley, eds. (1992) *Canada-U.S. Tax Comparisons*, University of Chicago Press.

Shum, Pauline M. (1996). "Taxes and Corporate Debt Policy in Canada: An Empirical Investigation", *Canadian Journal of Economics*, vol. 29, no. 3, August.

Taggart, Robert A. (1985). "Secular Patterns in the Financing of U.S. Corporations" in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. Benjamin M. Friedman, University of Chicago Press.

Titman, S. and R. Wessels (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, vol. 43.

Trezevant, R. (1992). "Debt Financing and Tax Status: Tests of the Substitution Effects and the Tax Exhaustion Hypothesis Using Firms' Response to the Economic Recovery Act of 1981", *Journal of Finance*, vol. 47.

Annexe :

A.1 Données bilantielles globales*

	Canada:						États-Unis:					
	Actif	Passif à court-terme	Passif à long-terme	Levier total	Levier à court-terme	Levier à long-terme	Actif	Passif à court-terme	Passif à long-terme	Levier total	Levier à court-terme	Levier à long-terme
1961	66755.0	4346.0	9175.0	0.203	0.065	0.137	628.0	48.0	107.3	0.247	0.076	0.171
1962	70730.0	4853.0	9830.0	0.208	0.069	0.139	592.5	52.1	113.9	0.280	0.088	0.192
1963	75893.0	5186.0	10345.0	0.205	0.068	0.136	669.1	56.1	120.9	0.265	0.084	0.181
1964	81307.0	5674.0	11279.0	0.209	0.070	0.139	712.2	62.4	128.5	0.268	0.088	0.180
1965	90683.0	6515.0	12711.0	0.212	0.072	0.140	783.1	74.9	136.4	0.270	0.096	0.174
1966	101281.0	7646.0	14473.0	0.218	0.075	0.143	849.3	85.6	150.4	0.278	0.101	0.177
1967	110224.0	8879.0	15925.0	0.225	0.081	0.144	911.4	93.6	167.1	0.286	0.103	0.183
1968	117428.0	9408.0	17160.0	0.226	0.080	0.146	994.1	106.1	184.4	0.292	0.107	0.185
1969	129376.0	11052.0	19113.0	0.233	0.085	0.148	1093.3	125.6	199.3	0.297	0.115	0.182
1970	142770.0	11909.0	21465.0	0.234	0.083	0.150	1162.9	133.5	223.0	0.307	0.115	0.192
1971	156950.0	13761.0	24022.0	0.241	0.088	0.153	1251.9	138.0	246.0	0.307	0.110	0.197
1972	173476.0	16428.0	24404.0	0.235	0.095	0.141	1392.9	155.2	265.3	0.302	0.111	0.190
1973	203572.0	23307.0	26932.0	0.247	0.114	0.132	1572.9	178.5	304.2	0.307	0.113	0.193
1974	253222.0	29310.0	30386.0	0.236	0.116	0.120	1701.5	213.1	324.9	0.316	0.125	0.191
1975	287827.0	29375.0	34680.0	0.223	0.102	0.120	1814.4	197.9	358.6	0.307	0.109	0.198
1976	317272.0	35834.0	39013.0	0.236	0.113	0.123	1978.6	205.9	388.4	0.300	0.104	0.196
1977	352277.0	40011.0	44972.0	0.241	0.114	0.128	2201.9	234.7	431.1	0.302	0.107	0.196
1978	396370.0	45551.0	50202.0	0.242	0.115	0.127	2506.4	267.2	471.2	0.295	0.107	0.188
1979	468864.0	62923.0	51759.0	0.245	0.134	0.110	2881.7	321.2	499.4	0.285	0.111	0.173
1980	539428.0	78993.0	54863.0	0.248	0.146	0.102	3188.3	360.6	525.0	0.278	0.113	0.165
1981	631342.0	112001.0	65471.0	0.281	0.177	0.104	3524.3	432.7	565.9	0.283	0.123	0.161
1982	669204.0	118401.0	71261.0	0.283	0.177	0.106	3735.5	491.6	571.9	0.285	0.132	0.153
1983	689270.0	110039.0	75171.0	0.269	0.160	0.109	4076.6	539.5	628.0	0.286	0.132	0.154
1984	743808.0	123653.0	79856.0	0.274	0.166	0.107	4380.5	663.9	705.0	0.312	0.152	0.161
1985	789014.0	131312.0	84887.0	0.274	0.166	0.108	4679.3	740.8	801.7	0.330	0.158	0.171
1986	833590.0	136317.0	91888.0	0.274	0.164	0.110	4995.9	822.8	951.3	0.355	0.165	0.190
1987	896169.0	147223.0	101103.0	0.277	0.164	0.113	5336.7	878.2	1091.7	0.369	0.165	0.205
1988	978763.0	167060.0	114534.0	0.288	0.171	0.117	5735.8	979.8	1189.1	0.378	0.171	0.207
1989	1067323.0	186256.0	131708.0	0.298	0.175	0.123	6023.8	1085.1	1280.5	0.393	0.180	0.213
1990	1114456.0	194483.0	145851.0	0.305	0.175	0.131	6304.9	1153.6	1315.8	0.392	0.183	0.209
1991	1127045.0	187525.0	160561.0	0.309	0.166	0.142	6483.9	1064.0	1394.0	0.379	0.164	0.215
1992	1151457.0	179820.0	174299.0	0.308	0.156	0.151	6717.9	1066.5	1434.0	0.372	0.159	0.213
1993	1202068.0	180451.0	185681.0	0.305	0.150	0.154	6954.0	1053.4	1507.2	0.368	0.151	0.217
1994	1293358.0	189815.0	193458.0	0.296	0.147	0.150	7351.1	1159.2	1521.6	0.365	0.158	0.207
1995	1393386.0	194447.0	203571.0	0.286	0.140	0.146	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
1996	1455433.0	196640.0	210834.0	0.280	0.135	0.145	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

A.2 Données globales des flux financiers*

	Canada:				États-Unis			
	Fonds internes	Montant net des emprunts	Montant net des capitaux propres	Dépenses en capital	Fonds internes	Montant net des emprunts	Montant net des capitaux propres	Dépenses en capital
1962	4034.0	1494.0	559.0	3940.0	42.9	10.7	0.4	42.7
1963	4402.0	1023.0	597.0	4428.0	46.3	11.2	-0.3	44.8
1964	5153.0	1713.0	638.0	5667.0	52.2	14.3	1.1	50.3
1965	5433.0	2530.0	703.0	6818.0	60.0	20.5	0.0	61.4
1966	5835.0	2648.0	656.0	7909.0	64.7	24.9	1.3	75.3
1967	5956.0	2172.0	633.0	6513.0	65.2	24.8	2.4	71.7
1968	6553.0	1689.0	862.0	6920.0	68.1	30.7	-0.2	76.0
1969	6963.0	2916.0	1378.0	8254.0	69.6	34.7	3.4	85.5
1970	7305.0	2861.0	846.0	8708.0	67.3	33.6	5.7	81.8
1971	7780.0	4791.0	704.0	9423.0	77.5	27.7	11.4	88.2
1972	8744.0	3374.0	454.0	11012.0	90.1	36.9	10.9	99.6
1973	10712.0	5111.0	1118.0	13673.0	107.3	73.0	7.9	123.1
1974	12170.0	8535.0	828.0	17982.0	122.7	56.2	4.1	138.8
1975	13643.0	5770.0	1161.0	16227.0	128.1	17.0	9.9	115.3
1976	17038.0	8293.0	927.0	18932.0	147.7	41.4	10.5	156.3
1977	16935.0	7855.0	2672.0	18947.0	171.9	71.1	2.7	183.0
1978	18423.0	7517.0	4782.0	20592.0	197.8	78.0	-0.1	219.1
1979	23245.0	15816.0	5260.0	30968.0	222.8	83.8	-7.8	242.7
1980	26779.0	17910.0	5563.0	33359.0	224.4	68.4	10.4	250.8
1981	22371.0	35668.0	6643.0	40541.0	260.2	120.0	-13.5	308.0
1982	18749.0	2275.0	3805.0	24608.0	259.9	67.8	1.9	276.5
1983	31064.0	-2075.0	6095.0	30033.0	287.2	81.8	20.0	293.9
1984	38627.0	7694.0	8796.0	39720.0	329.3	198.7	-79.0	387.5
1985	45064.0	11785.0	10839.0	44460.0	336.7	168.4	-84.5	369.7
1986	41609.0	13071.0	13042.0	47925.0	315.8	236.3	-85.0	347.2
1987	48787.0	21869.0	10619.0	57007.0	370.6	148.7	-75.5	357.4
1988	54427.0	35795.0	4236.0	64699.0	418.9	225.0	-129.5	373.2
1989	50177.0	40514.0	10465.0	70756.0	385.7	183.2	-124.2	399.3
1990	43464.0	26948.0	6530.0	61405.0	379.2	110.0	-63.0	395.3
1991	42848.0	12793.0	7784.0	53171.0	372.6	-55.1	18.3	371.9
1992	43905.0	5153.0	8302.0	49442.0	406.3	34.1	27.0	389.9
1993	51840.0	13283.0	14986.0	53742.0	435.5	47.7	21.3	435.6
1994	58855.0	17653.0	16964.0	66291.0	496.7	118.5	-44.9	496.0
1995	68807.0	16113.0	10459.0	68693.0	517.9	197.0	-73.8	550.4
1996	70083.0	12114.0	20446.0	69490.0	546.7	146.4	-81.2	555.8

* Les données sur les flux financiers sont indiquées en millions de dollars pour le Canada et en milliards de dollars pour les É.-U., selon la devise correspondante.

A.3 Données sur l'inflation et les taux d'intérêt*

Canada	Rendement	Rendement	Changement de l'IPC en %	États-Unis:		
	nominal du Trésor 3 mois	nominal des obl du gouv 10+ ans		Rendement nominal du Trésor 3 mois	Rendement nominal des obl du gouv 10+ ans	Changement de l'IPC en %
1961	2.81	5.05	0.8	2.38	3.90	1.0
1962	4.05	5.11	1.3	2.78	3.95	1.3
1963	3.56	5.09	1.7	3.16	4.00	1.3
1964	3.75	5.18	2.0	3.55	4.15	1.3
1965	3.98	5.21	2.4	3.95	4.21	1.6
1966	5.00	5.69	3.5	4.88	4.65	2.9
1967	4.64	5.94	3.8	4.33	4.85	3.1
1968	6.27	6.75	4.0	5.35	5.26	4.2
1969	7.19	7.58	4.5	6.69	6.12	5.5
1970	5.99	7.91	3.3	6.44	6.58	5.7
1971	3.56	6.95	2.9	4.34	5.74	4.4
1972	3.56	7.23	4.7	4.07	5.63	3.2
1973	5.47	7.56	7.8	7.02	6.30	6.2
1974	7.82	8.90	10.8	7.87	6.98	11.0
1975	7.40	9.04	10.8	5.82	6.98	9.1
1976	8.87	9.18	7.5	5.00	6.78	5.8
1977	7.33	8.70	8.0	5.27	7.06	6.5
1978	8.68	9.27	9.0	7.22	7.89	7.6
1979	11.69	10.21	9.1	10.04	8.74	11.3
1980	12.79	12.48	10.2	11.61	10.81	13.5
1981	17.72	15.22	12.4	14.08	12.87	10.3
1982	13.66	14.26	10.9	10.89	12.23	6.2
1983	9.31	11.79	5.7	8.62	10.84	3.2
1984	11.06	12.75	4.4	9.57	11.99	4.2
1985	9.43	11.04	3.9	7.49	10.75	3.7
1986	8.97	9.52	4.2	5.97	8.14	2.0
1987	8.15	9.95	4.4	5.83	8.63	3.6
1988	9.48	10.22	4.0	6.67	8.98	4.1
1989	12.05	9.92	5.0	8.12	8.59	4.7
1990	12.81	10.85	4.8	7.51	8.73	5.3
1991	8.73	9.76	5.6	5.41	8.16	4.2
1992	6.58	8.77	1.5	3.46	7.52	3.0
1993	4.84	7.85	1.8	3.02	6.46	2.9
1994	5.54	8.63	0.2	4.27	7.41	2.6
1995	6.89	8.28	2.1	5.51	6.94	2.8
1996	4.21	7.50	1.6	5.02	6.80	3.0

* Les rendements sont calculés en fonction des rendements annuels moyens. Les données sur le rendement sont tirées de la Banque du Canada et les données sur l'IPC sont tirées de Cansim.

A.4 Fréquence des regroupements d'entreprises*

	Canada	É.-U
1970	427	1318
1971	388	1269
1972	429	1263
1973	352	1064
1974	296	926
1975	264	981
1976	313	1145
1977	395	1209
1978	449	1452
1979	511	1526
1980	414	1565
1981	491	2326
1982	576	2295
1983	628	2345
1984	641	3175
1985	714	3486
1986	953	4448
1987	1082	4015
1988	1053	4001
1989	1091	3412

* Les données sur les fusions et les acquisitions sont tirées de Marfels (1988) et de Khermani (1991).