Document généré le 14 juil. 2025 21:06

L'Actualité économique

L’autofinancement dans l’industrie papetière au Canada

J.-A. Huot

Volume 34, numéro 1, avril–juin 1958

URI : https://id.erudit.org/iderudit/1001305ar
DOI : https://doi.org/10.7202/1001305ar

Aller au sommaire du numéro

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)
1710-3991 (numérique)

Découvrir la revue

Citer cet article

Huot, J.-A. (1958). L’autofinancement dans l’industrie papetière au Canada. *L'Actualité économique*, *34*(1), 68–88. https://doi.org/10.7202/1001305ar

Tous droits réservés © HEC Montréal, 1958

Ce document est protégé par la loi sur le droit d’auteur. L’utilisation des services d’Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d’utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l’Université de Montréal, l’Université Laval et l’Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

https://www.erudit.org/fr/

L'autofinancement dans l'industrie papetière au Canada

L'autofinancement des entreprises a donné lieu depuis plusieurs années à une foule de commentaires dans la mesure même où le marché financier et la politique monétaire, en particulier, devaient s'y adapter. Mais la mesure de l'autofinancement dans un secteur industriel déterminé est rendue malaisée en raison du travail de comparaison d'états financiers nombreux qu'elle nécessite. L'auteur de l'article qui suit expose les résultats obtenus grâce à un tel travail, dans le secteur de la pâte et du papier.

L'industrie papetière occupe une place de première importance dans l'économie canadienne. En 1954, elle se plaçait au premier rang quant à la valeur brute de la production, quant au total des salaires et gages payés, quant au nombre de ses employés, et quant à la valeur nette de la production[1]. De plus, en 1955, les produits exportés par l'industrie de la pâte et du papier représentaient à eux seuls 35.5 p.c. de la valeur totale des exportations de notre pays[2]. D'ailleurs, le Canada a exporté, en moyenne, de 1947 à 1955, 92.7 p.c. de sa production totale de papier-journal et 21.3 p.c. de sa production totale de pâte. Son influence se fait sentir dans plusieurs domaines de l'activité économique du pays: elle est un gros client de l'industrie chimique, elle compte parmi les principaux facteurs qui contribuent au développement de nos ressources forestières, enfin elle est la plus importante consommatrice d'énergie hydro-électrique au Canada.

L'industrie de la pâte et du papier a commencé à prendre une certaine importance au pays vers 1911. Elle s'est ensuite développée en deux grandes étapes surtout: de 1919 à 1930 d'abord, puis de

1. *L'industrie de la pulpe et du papier 1955*, Office fédéral de la Statistique, Ottawa, 1956, p. H5.
2. Ibid., p. H24.

1945 jusqu'à ces tous derniers temps. Dans la première période, on eut recours à des émissions d'actions et d'obligations surtout et on procéda à la création de nouvelles entreprises. Nous nous proposons d'étudier ici la seconde période en essayant de déterminer le rôle qu'y a joué l'autofinancement. Auparavant, nous avons cru bon de discuter des termes et du sens de la technique, d'abord pour l'entreprise elle-même, et ensuite pour l'économie dans son ensemble.

* * *

Pour déterminer le contenu exact de l'autofinancement, on peut adopter la définition suivante du mot *financer:*

> «L'action de financer une affaire consiste à mettre à sa disposition un capital tel qu'il lui permette d'acquérir les immobilisations, les approvisionnements et le fonds de roulement *nécessaires* à l'activité que la situation économique permet à l'entreprise d'exercer.»[1]

Cet auteur ajoute d'ailleurs que tout excès ou surabondance de liquidité qui reste après l'acquisition de cet actif nécessaire ne représente qu'une *prestation financière accessoire* qui ne participe pas à l'activité normale de l'entreprise, qui est *étrangère à la vie industrielle ou commerciale de l'affaire*, et qui ne constitue pas vraiment un financement, comme ce néologisme est compris par les hommes d'affaire[2]. Après avoir énoncé cette restriction, l'auteur de la définition précédente en propose une autre:

> «Il y a autofinancement lorsqu'une partie de l'actif nécessaire a été acquise par des fonds autres que le capital versé et principalement par des rétentions de bénéfices faites à titre de réserves, de provisions, ou d'amortissements.»[3]

Dobrovolsky apporte à cette définition générale un raffinement que nous adopterons nous-mêmes en précisant le sens des mots «revenu non distribué»:

> «Le revenu non distribué sera défini comme étant cette partie du revenu net qui n'a pas été versée en dividendes sur les actions ordinaires ou privilégiées.»[4]

1. Valley, Jean, *Amortissement, Autofinancement, Dévaluation*, (Bibliothèque Générale des Sciences Économiques), Les Éditions Comptables, Commerciales et Financières, Bruxelles, 1946, p. 46.
2. Ibid., p. 46.
3. Ibid.
4. Dobrovolsky, Sergei-P., *Corporate Income Retention 1915-43*, (Studies in Business Financing), National Bureau of Economic Research, New-York, 1951, p. 14.

De son côté, O.-J. Curry fait remarquer que les profits non distribués se manifestent par une augmentation de l'actif ou une réduction du passif[1].

Pour les fins de l'analyse qui suit, nous entendrons donc par autofinancement tout réinvestissement de fonds provenant eux-mêmes de l'exploitation de l'entreprise, ces fonds étant constitués par les profits conservés dans l'entreprise ainsi que par la réserve pour amortissement ou épuisement.

Plusieurs raisons peuvent inciter une entreprise à poursuivre une politique d'autofinancement. Les plus vraisemblables, et certainement les plus manifestes, concernent l'expansion physique des immobilisations dans le but d'accroître l'envergure et le rayon d'action de l'entreprise. Cette expansion peut être destinée à faire face à une demande plus forte ou, en d'autres cas, à permettre à l'entreprise de jouir d'un meilleur rendement sur le capital.

Cependant, beaucoup d'autres objectifs peuvent déterminer une politique d'autofinancement. On peut vouloir renflouer le fonds de roulement de l'entreprise, augmenter la capacité de production, éliminer une certaine surcapitalisation ou constituer des réserves afin d'assurer des dividendes réguliers. On peut aussi se proposer d'améliorer le crédit à long terme de l'entreprise; d'accumuler des réserves pour obvier aux effets des dépressions, des changements dans la demande, ou des impôts; on peut vouloir constituer les réserves requises par la loi en ce qui concerne le paiement de dividendes, ou approvisionner un fonds d'amortissement d'obligations.

Cependant, les raisons pour lesquelles une entreprise peut se livrer à la pratique de l'autofinancement sont le plus souvent d'ordre administratif, la principale étant d'éviter le recours aux fonds étrangers à l'entreprise. Ce qui permet de jouir d'une certaine indépendance, d'éliminer l'éventualité du contrôle que des prêteurs de capitaux pourraient demander. L'autofinancement permet aussi d'éviter d'avoir à négocier avec des agences extérieures comme c'est le cas lorsqu'on procède à de nouvelles émissions d'actions ou d'obligations. L'entreprise n'a pas non plus à se plier à des promesses spécifiques quant au taux de rendement, au terme du prêt,

1. Curry, O.-J., *Utilization of Corporate Profits in Prosperity and Depression*, (Michigan Business Studies, Vol., IX, no 4), University of Michigan Press, Ann Arbor, 1941, p. 66.

à l'usage auquel les fonds obtenus seront affectés, et elle est libérée de l'obligation de publier des états financiers détaillés révélant sa situation financière.

Des pressions internes peuvent aussi pousser certaines entreprises à faire de l'autofinancement. Parmi celles-ci mentionnons les augmentations de budget réclamées par certains départements, et les demandes d'augmentation de salaires formulées par les syndicats.

Cette pratique de l'autofinancement ne manque pas d'exercer une certaine influence sur la vie économique dans son ensemble. Lorsqu'une compagnie retient un dollar de son revenu, son actif s'accroît nécessairement d'un dollar exactement, *cæteris paribus*. Ce dollar peut être conservé ou placé en titres facilement convertibles. Par contre, il peut être investi dans du matériel ou de l'outillage d'exploitation. Dans le premier cas, l'autofinancement s'expliquerait normalement par un désir d'accroître les réserves liquides, dans le second par le désir d'accroître l'importance de l'entreprise.

Dans la mesure où la rétention de profits mène à une accumulation de réserves liquides, la demande effective tend à diminuer. Par contre, une politique de rétention de profits aboutissant à leur réinvestissement tend à accroître les nouveaux investissements dans l'économie, et pousse l'investissement au-delà de la limite imposée par le taux d'intérêt et par l'efficacité marginale du capital[1].

On peut admettre que, de l'expansion créée par un accroissement d'investissement, résultera des profits plus élevés — car, en effet, on n'entreprendrait pas une telle expansion si l'on ne prévoyait pas des résultats positifs. Ce qui restera de ces profits sera distribué ou ne le sera pas, selon la décision des administrateurs de l'entreprise. On ne s'attardera pas ici à examiner le cas de mauvaise administration où la croissance de l'entreprise devient une fin en soi, ce qui engendre des dépenses de plus en plus fortes, et où les directeurs de l'entreprise deviennent obsédés par l'idée de *l'intérêt de l'entreprise* au point de s'identifier avec elle[2].

1. Dobrovolsky, Sergei P., «Corporate Retained Earnings and Cyclical Fluctuations», *The American Economic Review*, vol. XXXV, no. 4, septembre 1945, pp. 560-561.

2. Keirstead, *op. cit.*, p. 58-59.

Les profits résultant d'une expansion peuvent être entièrement distribués, entièrement conservés dans l'entreprise, ou distribués et conservés dans des proportions variables. La distribution complète des bénéfices aura un effet inflationniste ou amorcera une tendance inflationniste, en augmentant le pouvoir d'achat et en accroissant la demande effective. La rétention complète des bénéfices aura l'effet contraire. Mais il est plus fréquent de voir une partie des bénéfices additionnels distribués et l'autre partie utilisée à pousser plus loin l'expansion. Cette expansion se manifeste généralement de deux façons: par un agrandissement physique des installations, et par une productivité plus élevée. Avant d'atteindre ce point, des salaires et des gages supplémentaires sont payés et alimentent la tendance inflationniste. Mais il est clair que lorsque la formation ultime de capital réel est achevée, l'effet inflationniste est compensé par la suite par un accroissement de production rendu possible par le nouveau capital.

Dans le cas du plein emploi, on peut s'attendre à ce que la création de nouveau capital réduise la productivité physique marginale du capital, à moins que l'on puisse réaliser des améliorations technologiques dans les procédés de fabrication. Il est difficile de croire à la marche au pas, sur une courte période, des progrès techniques avec le déclin de la productivité. On peut donc s'attendre à ce que les profits réinvestis aient un effet initial inflationniste qui serait toujours un pas devant l'accroissement de la production de biens[1].

À long terme, l'effet inflationniste peut se perpétuer pendant quelques temps — période où l'on voit avec optimisme la conjoncture économique — par le réinvestissement des profits, mais les administrateurs des entreprises suivent de très près la conjoncture, et au moindre mauvais signe ils freinent leurs projets d'investissement.

Valley, pour sa part, résume ses observations en disant que l'autofinancement provoque:

> «un immobilisé élevé, supérieur au capital versé; un réalisable réduit, très inférieur au montant des fonds de réserve et d'amortissement, la substance de ces fonds étant convertie en immobilisations.»

1. *Ibid.*, p. 74.

Et il ajoute:

> «L'époque d'une augmentation de capital peut être déterminée, non par une majoration d'immobilisation, mais par un remplacement de matériel.»[1]

Abordons maintenant l'étude de la politique de l'industrie papetière.

* * *

Nous procéderons surtout à une analyse des rapports annuels des compagnies à leurs actionnaires. Nous avons choisi un certain nombre de compagnies que nous croyons assez représentatives de l'industrie de la pâte et du papier au Canada. Cette sélection comprend onze compagnies, dont huit produisent du papier-journal, une du papier d'emballage et des cartons, une des papiers fins et une dernière des papiers fins, des papiers d'emballage, des papiers de soie et d'autres encore. Exception faite de la Compagnie Rolland Limitée, toutes les compagnies choisies produisent de la pâte mécanique et de la pâte chimique. Notre choix de compagnies tranche donc à travers tous les types de production.

Les entreprises retenues fournissent par ailleurs une part importante de la fabrication totale des papiers du Canada. Les producteurs de papier-journal prédominent, parce qu'un peu plus des trois quarts de tous les papiers fabriqués au Canada relèvent de cette catégorie. Le tableau I donne la liste des compagnies qui font l'objet de cette étude, ainsi que leur production respective.

On pourra comparer le total du papier-journal avec la capacité totale de production de papier-journal, qui s'élève à 6,242,514 tonnes en 1956, tel que rapporté par la Newsprint Association of Canada[2]. Il aurait été très intéressant d'inclure dans cette liste la Canadian International Paper Company, mais malheureusement les données concernant la C.I.P. ne sont pas dissociées de celles de l'International Paper Company dont les opérations, qui dépassent largement celles de la C.I.P., se localisent toutes aux États-Unis.

1. Valley, *op. cit.*, p. 44.

2. American Newspaper Publishers Association, «Newsprint Statistics 1956», Vol. XIV, *Newsprint Bulletin*, no 16, 28 février 1957, New-York, p. 73.
Pour juger de l'importance du papier-journal dans la production de papier au Canada, les statistiques du B.F.S. nous donnent pour 1955 (les chiffres de 1956 ne sont pas encore sortis) une production totale de 8,000,213 tonnes, dont 6,196,319 tonnes sont du papier-journal. La production de la pâte s'élevait à 10,150,547 tonnes.

Tableau I

Compagnies étudiées, et leur production de papier en 1956

(en tonnes de 2000 lbs)

Papier-journal[1]	
Abitibi Power & Paper Company, Limited	815,830
Anglo-Canadian Pulp and Paper Mills, Limited	255,696
Anglo-Newfoundland Development Company, Limited[2]	247,231
Bowater's Newfoundland Pulp and Paper Mills Ltd.	305,000
Consolidated Paper Corporation Limited	830,749
The Great Lakes Paper Company Limited	157,687
Price Brothers & Company Limited	478,699
St. Lawrence Corporation Limited	393,334
Total	3,484,226
Papiers fins[1]	
Compagnie de Papier Rolland Limitée	33,000
Papiers d'emballage	
Bathurst Power & Paper Company Limited	158,550
Papiers de toutes sortes	
Howard Smith Paper Mills Limited	318,473
Total	3,994,249

L'analyse sur laquelle s'appuie ce travail consiste en un examen et un dépouillement des états financiers, des rapports des administrateurs, et des statistiques publiées par chaque compagnie considérée, pour chacune des douze années de 1945 à 1956. Tandis que les états financiers présentent les résultats d'exploitation d'une année, et la situation de l'entreprise à la fin de cette année, les rapports des administrateurs complètent les états eux-mêmes par des commentaires et des explications qui s'étendent aussi aux tableaux, qui eux donnent des renseignements d'un autre genre sur l'entreprise elle-même et sur le fonctionnement de ses installations.

De tout cela se dégagent les données employées pour déterminer d'abord s'il y a eu autofinancement dans les entreprises de pâte et de papier; et puis dans quelle mesure s'est pratiqué cet autofinancement. Le profit net déclaré par chaque compagnie comprend

1. Ces chiffres représentent la capacité des moulins. Tous les autres sont les chiffres de production, tirés des rapports annuels des administrateurs des compagnies.

2. Il s'agit ici, et dans tout ce qui suit, de la compagnie-mère seulement.

Tableau II

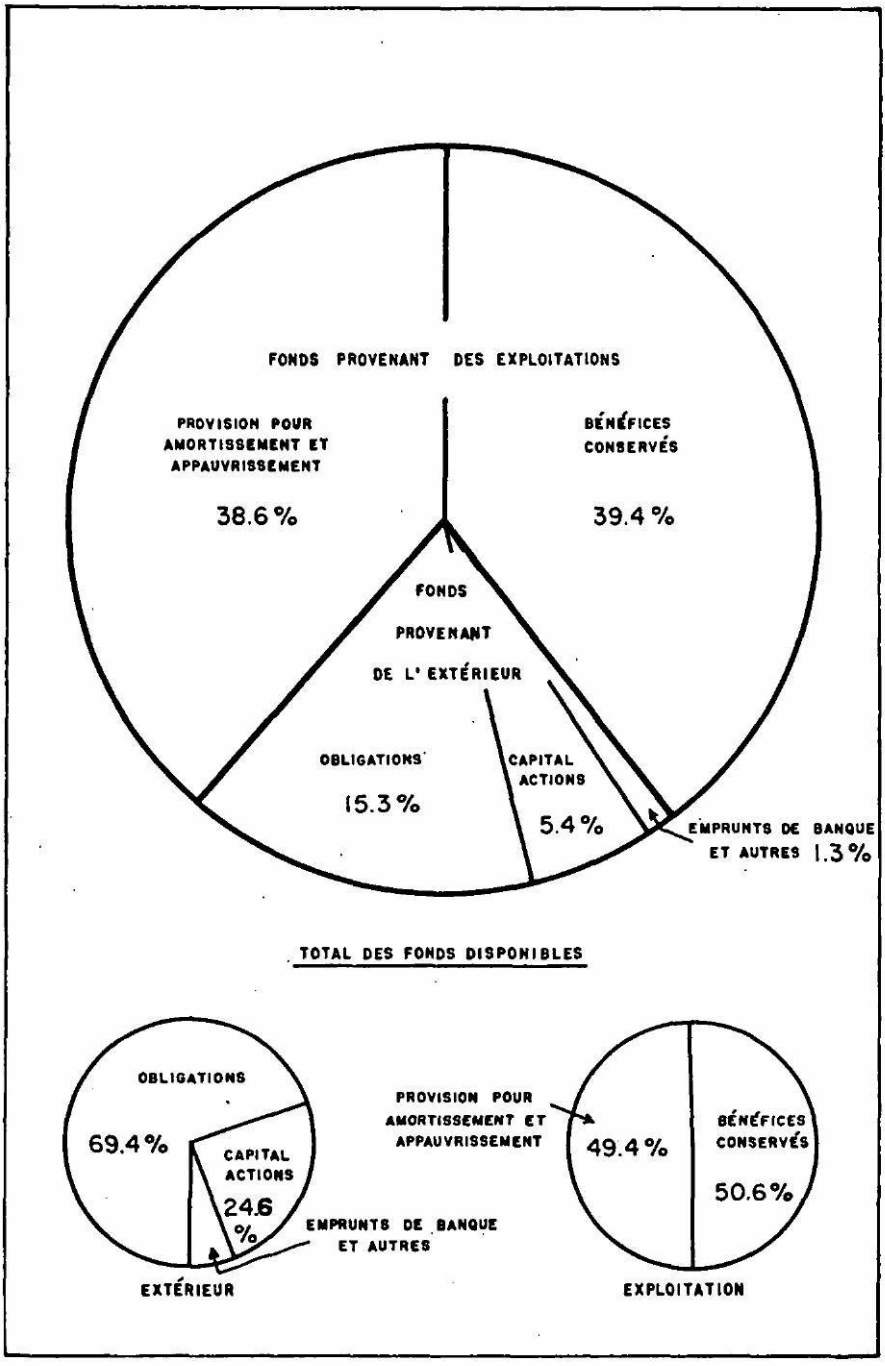
Sources de fonds disponibles, dépenses d'ordre capital, et autofinancement de onze compagnies de pâte et de papier au Canada pour la période des douze années 1945-1956

(en milliers de dollars)

	Price Brothers	Anglo-Nfld.	Consol.	Anglo-Can.	Bathurst	Abitibi	Howard Smith	Bowater's Nfld.	St. Lawrence	Great Lakes	Rolland	TOTAL
Profits nets	84,082	47,178	125,671	34,052	25,127	119,857	46,960	41,743	66,783	29,643	3,629	624,725
Dividendes	43,107	30,395	63,505	18,908	15,350	48,445	18,549	19,449	21,172	16,881	1,475	297,236
Bénéfices conservés	40,975	16,783	62,166	15,144	9,777	71,412	28,411	22,294	45,611	12,762	2,154	327,489
Provision pour amortissement et appauvrissement	29,927	17,425	54,904	26,261	11,525	64,113	37,975	25,420	33,466	15,028	3,677	319,721
Fonds disponibles provenant des exploitations	70,902	34,208	117,070	41,405	21,302	135,525	66,386	47,714	79,077	27,790	5,831	647,210
Émissions d'obligations	—	—	—	9,523	7,076	24,700	15,705	4,655	33,323	26,182	5,270	126,434
Émissions de capital-actions	—	10	—	—	125	12,113	8,742	8,080	15,531	—	206	44,807
Emprunts de banque et autres sources de fonds	—	—	662	—	2,394	—	—	7,000	—	840	—	10,896
Fonds provenant de l'extérieur	—	10	662	9,523	9,595	36,813	24,447	19,735	48,854	27,022	5,476	182,137
Total des fonds disponibles	70,902	34,218	117,732	50,928	30,897	172,338	90,833	67,449	127,931	54,812	11,307	829,347
Dépenses d'ordre capital	39,831	21,523	44,046	31,758	25,218	94,880	60,995	24,933	43,820	23,239	5,371	415,614
Fonds provenant de l'extérieur	—	10	662	9,523	9,595	36,813	24,447	19,735	48,854	27,022	5,476	182,137
Autofinancement	39,831	21,513	43,384	22,235	15,623	58,067	36,548	5,198	nil	nil	nil	233,477[1]
Pourcentage d'autofinancement	100	100	98	70	62	61	60	21	0	0	0	56(54)

1. L'autofinancement global de $233,477,000 équivaut à 56 p.c. des dépenses globales d'ordre capital. Cependant ce pourcentage s'abaisse à 54 si l'on déduit pour les compagnies St. Lawrence, Rolland, et Great Lakes, qui n'ont pas fait d'autofinancement, les montants $5,034,000, $105,000, et $3,783,000 respectivement. On obtient ainsi un autofinancement résultant de $224,555,000.

Graphique I
Distribution du total des fonds disponibles à onze compagnies de pâte et de papier au Canada, pour la période des douze années, 1945-1956



parfois des dividendes reçus des compagnies filiales. Les bénéfices retenus et réinvestis dans l'entreprise sont déterminés en déduisant des profits nets le montant des dividendes payés. En ajoutant la réserve pour amortissement et appauvrissement aux bénéfices conservés, on obtient le total des fonds disponibles provenant de l'exploitation.

Les ressources ultimes de l'entreprise sont déterminées par les souscriptions de capital qu'elle peut obtenir de l'extérieur. Les résultats nets d'émissions d'obligations (première hypothèque, fonds d'amortissements, etc.) se trouvent groupés sous le poste: «émissions d'obligations». Certaines émissions étant partiellement employées à rembourser une dette antérieure, l'excédent seulement est considéré comme un capital apporté par l'extérieur. Le poste «émissions de capital-actions» ne représente que les émissions qui se sont traduites par des recettes de liquidité et ne comprennent pas celles qui ne sont que le résultat d'une écriture débitant le compte Surplus à Capital. N'ont été considérés parmi les «emprunts de banque . . .» que ceux qui ont été faits en vue de dépenses d'ordre capital, c'est-à-dire ceux qui ne visaient manifestement pas à l'alimentation du fonds de roulement. Ce poste comprend aussi les émissions de billets à court terme. La somme de ces trois postes constitue le total des fonds provenant de l'extérieur, qui s'ajoutent aux fonds obtenus par l'exploitation pour nous donner tous les fonds disponibles à l'entreprise.

Enfin, la revision des bilans et des rapports des administrateurs fournit le montant des dépenses d'investissement. On se trouve ainsi en présence de trois groupes distincts: les fonds disponibles provenant de l'exploitation, les fonds provenant de l'extérieur, et les dépenses d'investissement. La différence entre les dépenses d'investissement et les fonds provenant de l'extérieur donne le montant de l'autofinancement, qui de plus est mesuré par un pourcentage exprimé en termes de dépenses d'investissement financées par les fonds provenant de l'exploitation.

Le tableau II reproduit les résultats de ces manipulations pour chaque compagnie et pour la période 1945-1956. Le graphique I représente la contribution de chaque source de fonds en pourcentage des disponibilités totales de l'ensemble des compagnies pour

les douze années considérées. Ce graphique reproduit, en somme, la distribution en pourcentage de la colonne «total» du tableau II. Le tableau III reprend en détail les dépenses d'investissement et les fonds provenant de l'extérieur et ceci pour chaque compagnie et pour chaque année, et il reproduit le chiffre absolu et le pourcentage d'autofinancement du groupe de onze compagnies pour chaque année. Le graphique II permet de se rendre compte plus facilement de l'évolution de l'autofinancement des entreprises au cours des douze années en question.

Toutes les compagnies étudiées ont effectué des dépenses d'investissement mais pas toutes de la même importance financière naturellement. En ne considérant que le pourcentage d'autofinancement, quatre groupes bien distincts apparaissent:

a) Price Brothers, Anglo-Newfoundland, Consolidated, dont 98 p.c. et plus des dépenses d'investissement relèvent de l'autofinancement; b) Anglo-Canadian, Bathurst, Abitibi, Howard Smith, dont le pourcentage va de 60 à 70 p.c.; c) Bowater's Newfoundland avec 21 p.c.; d) Saint Lawrence, Great Lakes et Rolland qui n'ont pas fait d'autofinancement. Le pourcentage total d'autofinancement est de 56 p.c. Il faut remarquer cependant que le pourcentage moyen d'autofinancement est de 54 seulement, car les compagnies qui n'ont pas fait d'autofinancement ont reçu des fonds souscrits par le public qui ont excédé la valeur des dépenses d'investissement.

Trois compagnies se placent au même rang à la fois quant à l'importance des dépenses d'investissement et quant au pourcentage d'autofinancement: Consolidated au troisième rang, Bowater's Newfoundland au huitième, et Rolland au onzième. Mais toutefois il ne semble pas y avoir de relation entre l'importance des dépenses d'investissement et le pourcentage d'autofinancement: Consolidated et Saint Lawrence ont entrepris des dépenses de même importance, Consolidated ayant eu recours à l'extérieur pour 2 p.c. du capital requis, Saint Lawrence pour tout le capital requis. On trouve le même cas là où les dépenses sont moins fortes, comme dans les cas de Great Lakes et Anglo-Newfoundland. On remarque cependant qu'Abitibi et Howard Smith se groupent ensemble quant aux dépenses d'ordre capital et quant au pour-

Tableau III

Dépenses d'ordre capital, fonds provenant de l'extérieur, et autofinancement, par année, 1945-1956, pour onze compagnies de pâte et de papier au Canada

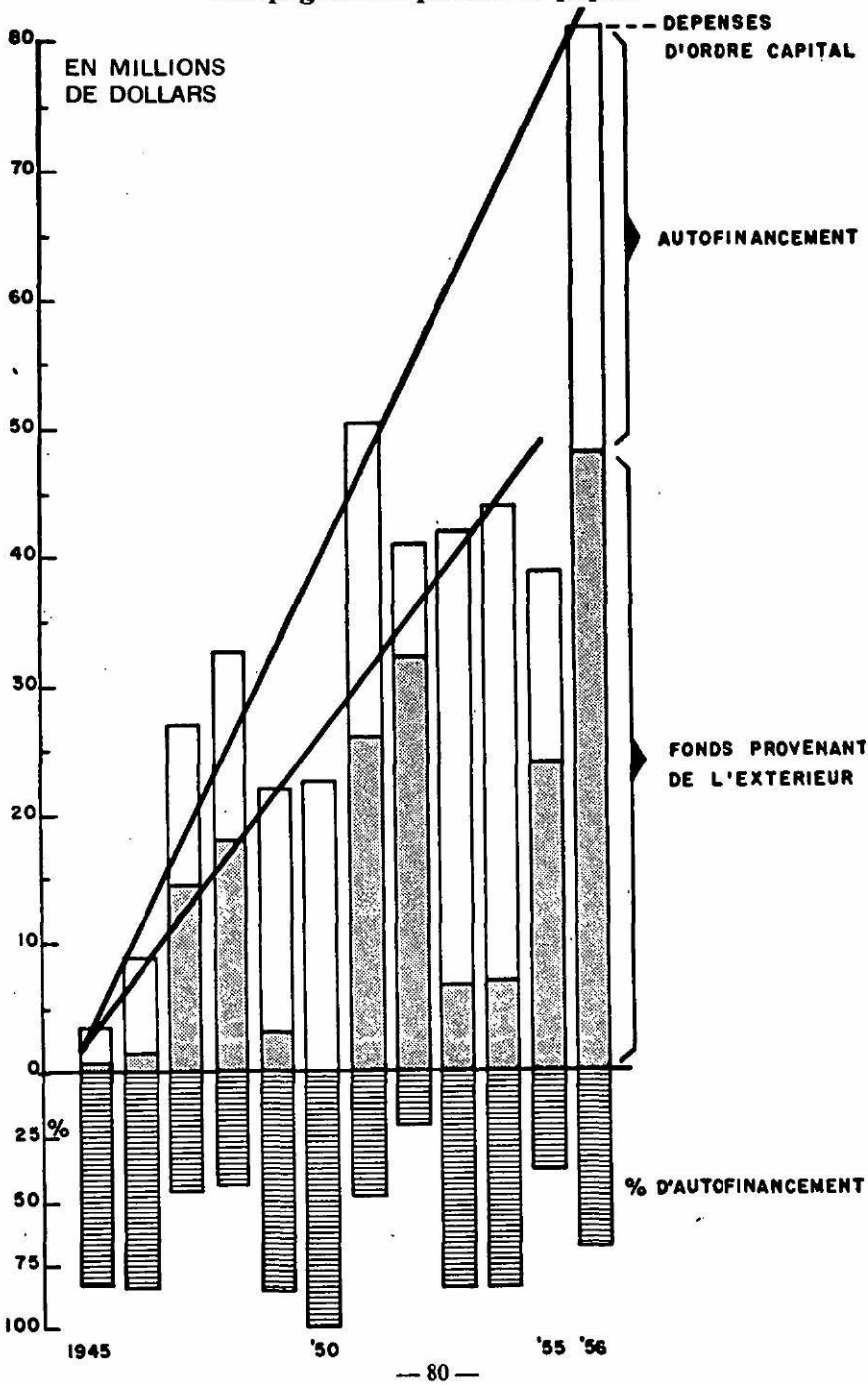
(en milliers de dollars)

Dépenses d'ordre Capital	1945	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	Total
Abitibi	—	1,200	7,725	8,110	7,558	7,579	16,368	4,777	4,540	7,246	10,145	19,632	94,880
Anglo-Canadian	—	—	—	—	—	—	4,219	2,057	2,987	3,405	5,523	13,568	31,759
Anglo-Newfoundland	—	510	2,066	1,315	2,811	2,009	3,520	3,846	854	1,699	1,079	1,804	21,513
Bowater's Newfoundland	—	824	4,959	7,088	1,519	560	89	712	3,759	3,039	—	2,385	24,934
Consolidated	742	2,478	4,167	4,196	2,428	3,606	4,803	3,381	1,958	2,588	6,462	7,238	44,047
Great Lakes	767	655	1,957	2,737	818	628	1,946	766	507	294	1,176	10,988	23,239
Price Brothers	—	—	2,225	2,244	2,483	1,981	5,049	10,978	5,667	1,209	1,778	6,222	39,831
St. Lawrence	—	—	—	—	—	—	1,984	6,918	16,599	8,636	2,886	6,801	43,824
Rolland	231	132	486	501	95	79	223	214	283	334	636	2,159	5,373
Bathurst	1,389	1,765	588	665	1,261	2,606	2,531	1,069	955	7,677	1,998	2,712	25,216
Howard Smith	518	1,530	3,127	5,964	3,096	3,545	9,748	6,655	3,976	7,873	7,381	7,582	60,995
Total	3,647	9,094	27,300	32,820	22,069	22,593	50,480	41,373	42,080	44,000	39,064	81,091	415,611
Fonds provenant de l'extérieur													
Abitibi	—	—	—	—	—	—	9,700	—	—	2,998	9,114	15,000	36,812
Anglo-Canadian	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3,748	5,775	—	9,523
Anglo-Newfoundland	—	—	10	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10
Bowster's Newfoundland	—	332	8,255	8,060	3,000	—	—	—	88	—	—	—	19,735
Consolidated	—	—	—	662	—	—	—	—	—	—	—	—	662
Great Lakes	—	—	1,750	2,532	40	—	—	—	450	—	9,316	12,934	27,022
Price Brothers	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
St. Lawrence	—	—	—	3,323	—	13	507	30,000	—	—	—	15,011	48,854
Rolland	—	206	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,270	5,476
Bathurst	600	800	724	1,472	125	—	—	—	5,604	—	— 57	327	9,595
Howard Smith	—	—	3,800	2,000	—	—	15,815	2,248	583	—	—	—	24,446
Total	600	1,338	14,539	18,049	3,165	13	26,022	32,248	6,725	6,746	24,148	48,542	182,135
Autofinancement	***3,047***	***7,756***	***12,761***	***14,771***	***18,904***	***22,580***	***24,458***	***9,125***	***35,355***	***37,254***	***14,916***	***33,519***	***233,476***
Pourcentage d'autofinancement	***84***	***85***	***47***	***45***	***86***	***100***	***49***	***22***	***85***	***85***	***38***	***69***	***56(54)***

(Voir tableau II)

Graphique II

Dépenses d'ordre capital, fonds provenant de l'extérieur, et autofinancement, par année, 1945-1956, pour onze compagnies de pâte et de papier



centage d'autofinancement, mais non pas aux mêmes niveaux respectivement.

La seule relation qui semble exister apparaît dans le rapport entre les dépenses d'investissement et les fonds disponibles provenant des exploitations: généralement les compagnies qui disposaient des fonds les plus importants une fois payés les frais d'exploitation se sont permises les dépenses les plus élevées. La corrélation n'est cependant pas très forte.

La source de fonds la plus abondante réside dans l'exploitation de l'entreprise. En effet, on constate que pour chaque entreprise, les fonds provenant des exploitations excèdent ceux dont l'origine est extérieure à l'entreprise. Au total, les bénéfices conservés et la provision pour amortissement et appauvrissement représentent 78 p.c. de tous les fonds disponibles, les deux montants étant à peu près égaux. Pour ce qui est des fonds venant du public, ce sont les émissions d'obligations qui constituent de beaucoup la méthode la plus courante, puisqu'elle a fourni 69.4 p.c. des fonds en provenance de l'extérieur.

Des dépenses d'investissement ont été effectuées au cours de toutes les années de la période étudiée. On peut percevoir une ligne de tendance vers la hausse mais cette ligne est nécessairement une moyenne entre une ligne de tendance, à pente assez forte, qui passe par le sommet des années qui donnent lieu à des maxima, et une autre, à pente plus faible, qui passe par les années moins prospères.

Les quatre premières années de la période étudiée correspondent à une phase d'expansion très poussée et les dépenses d'investissement quintuplent de 1945 à 1948. En 1949-50, il y eut une baisse de presque la moitié. Le mouvement à la hausse reprit en 1951 avec un nouveau maximum qui s'élève à 13.8 fois le chiffre de 1945. Viennent ensuite quatre années stables pendant lesquelles les dépenses ont été moins fortes. Enfin en 1956, un renouveau d'activité remarquable se fait sentir: les dépenses sont 22.2 fois celles de 1945 et 16 fois celles de 1951.

Sauf une baisse accusée en 1952 et une autre en 1955, l'autofinancement croît chaque année, quoique le montant d'autofinancement de 1956 n'atteigne pas le maximum établi en 1954.

Par contre le pourcentage annuel d'autofinancement subit d'assez grandes variations, mais régulières, dont l'évolution ressemble à un cycle, comme on peut le constater sur le graphique II.

On constate qu'il existe une relation entre les dépenses d'investissement et le pourcentage d'autofinancement dans les sept premières années de la période: le pourcentage d'autofinancement varie inversement avec les dépenses. Ce comportement ne se manifeste pas pour l'ensemble des cinq dernières années; il se retrouve cependant pour les années 1953 et 1954 par rapport à 1951, et pour 1956 par rapport à 1945-50 et 1953-54, mais pas dans la même mesure.

Dans la majorité des cas, les dépenses d'investissement faisaient partie d'un programme d'expansion se prolongeant sur plusieurs années. Certains programmes étaient plus ambitieux que d'autres: c'est ainsi que certains plans ont été achevés en 1948, tandis que d'autres se sont poursuivis pendant plusieurs années.

Au début, la plupart des compagnies se sont livrées à des programmes de restauration, d'amélioration, de modernisation, et de remplacement d'équipement. Pendant la guerre, la pénurie de matériaux avait empêché la poursuite de ces travaux normaux. En plus de ces dépenses, certaines usines de papier ont vu leur production grossir grâce à l'accroissement de la vitesse des machines et à l'addition de nouvelles machines.

Les programmes d'expansion étaient d'une telle envergure qu'ils ont été divisés en plusieurs étapes. Au cours de toutes les années, sauf 1947 et 1948, diverses étapes ont été complétées. Les programmes ont pris fin, pour la plupart des compagnies, en 1952, 1953, et 1955. L'année 1953 se caractérise par la fin de deux très importants programmes d'expansion, ceux de la Consolidated et de Howard Smith. En 1955, Saint Lawrence et Anglo-Newfoundland mettent fin à des programmes commencés en 1950. Howard Smith en termine un autre, repris à la suite du premier, mais cette fois de moins grande envergure quoique tout de même assez important, en 1955. Ce phénomène s'est reproduit assez souvent: la fin d'un programme signifiait le début d'un autre, parfois immédiat, parfois après délai d'un an.

Les programmes, en général, consistent en une expansion des immobilisations, et en un accroissement de productivité, réalisés par des renouvellements et des modernisations d'outillage. Certaines compagnies, en plus du genre de dépenses faites par toutes les entreprises, ont accordé de fortes sommes à la recherche scientifique, dans le but de trouver de nouveaux procédés de fabrication, d'améliorer la qualité des produits, d'employer des sous-produits encore non utilisés et d'élargir la gamme des matières premières utilisables. Abitibi Power & Paper Co. est le seul producteur de papier-journal qui a mis sur pied un programme important de recherches.

L'aménagement des concessions forestières a donné lieu à des dépenses d'investissement. Ces dépenses n'atteignent pas de très gros montants, mais demeurent néanmoins de toute première importance, car elles concernent la principale matière première.

Les dépenses d'investissement de l'industrie de la pâte et du papier peuvent donc se ramener à deux types différents, pendant la période de 1945-56: au début on procède à la restauration des usines qui sortent de la guerre dans un état inférieur à ce qu'on considère comme devant être la normale; par la suite on procède à l'expansion, et dans une plus faible mesure, à la recherche scientifique.

* * *

L'étude des données ne révélant aucune loi générale qui gouvernerait ou qui caractériserait l'autofinancement dans l'industrie de la pâte et du papier au Canada, nous nous attacherons à rechercher les causes et les explications des résultats constatés. Considérons d'abord les entreprises pour ensuite aborder le problème sous l'angle chronologique. Nous terminerons par quelques remarques concernant les divers types de dépenses.

En fait, chaque entreprise semble constituer un cas particulier. Le facteur décisif à la base de la valeur de l'autofinancement devrait découler d'une combinaison de la pratique de saine gestion et de la politique adoptée par les administrateurs, en tenant compte de la situation économique générale. On peut comprendre que la compagnie Rolland et la Great Lakes n'aient pas fait d'autofinan-

cement, parce que sans recours à l'extérieur, les dépenses d'investissement auraient absorbé presque toutes les réserves liquides de ces compagnies. Par contre Bathurst Power & Paper Co. a exécuté des dépenses d'investissement dont le montant dépasse les fonds disponibles provenant de l'exploitation. Elle a forcément eu recours à du capital extérieur, mais elle a néanmoins financé 62 p.c. de ses dépenses elle-même. On remarquera que Bathurst a déboursé un plus fort pourcentage de ses profits en dividendes que Rolland et Great Lakes. Les reproches ou le mécontentement des actionnaires devenaient ainsi moins probables. Il semble que les administrateurs se soient souciés de la préoccupation principale des actionnaires: le rendement sur le capital.

Howard Smith et Abitibi, deux compagnies très puissantes dans l'industrie papetière, ont effectué des dépenses d'investissement qui ont approchées les sommes provenant de l'exploitation, surtout Howard Smith. Mais ces entreprises ont autofinancé leurs dépenses dans une proportion de 60 p.c. La politique d'autofinancement est exprimée par les administrateurs de Howard Smith dans leurs rapports annuels. Il s'agit donc ici d'une politique systématique. Dans le cas de ces deux compagnies, le but semble être de réaliser un moyen terme entre les deux positions extrêmes.

Une entreprise très lucrative peut avoir avantage à mettre en vigueur une pratique à la fois de rétention de bénéfices et d'emprunts par obligations, puisqu'elle est capable de lancer des nouvelles émissions de valeurs mobilières alléchantes, tout en conservant une forte proportion de ses profits. Une entreprise peu rentable se trouve dans l'impossibilité de réaliser une telle politique: pour elle la possibilité d'autofinancement est limitée d'abord par les faibles profits nets, qui ne pourraient guère augmenter le surplus accumulé si on ne payait pas de dividendes, et puis par la répugnance des actionnaires à voir les gains réinvestis dans une entreprise dont les perspectives d'avenir ne sont pas très bonnes. Si les administrateurs doivent mettre à exécution des projets d'expansion, il se peut qu'ils soient obligés de les financer autant que possible à même les ressources propres de l'entreprise[1].

1. Dobrovolsky, *op. cit.*, p. 36.

Ce dernier cas est en partie celui de Rolland qui, entreprise peu lucrative mais dont l'avenir ne suscite pas d'inquiétude, n'a pas pu faire d'autofinancement. Elle a pu trouver facilement un marché pour ses obligations, grâce justement aux bonnes perspectives d'avenir.

Price Brothers et Consolidated ont pratiqué l'autofinancement dans une très large mesure, et pouvaient se le permettre car leurs dépenses d'investissement laissaient un solde assez important de fonds disponibles. Les mêmes remarques s'appliquent à Anglo-Newfoundland, dont les fonds disponibles, cependant, ont été entamés davantage. La Saint Lawrence aurait pu, à première vue, se permettre de l'autofinancement. Mais les fonds disponibles provenant de l'exploitation ont dû être employés au remboursement d'obligations antérieures et d'actions privilégiées, à la suite d'une réorganisation intégrale de la compagnie en 1948.

En se basant sur le cas de Bathurst, dont les dépenses d'investissement ont dépassé, exceptionnellement, les fonds provenant de l'exploitation, on peut conclure qu'on doit maintenir un solde minimum de disponibilités se chiffrant à environ 5.5 millions de dollars. La plus petite compagnie étudiée ici maintient un tel solde de presque 6 millions de dollars. Ceci apparaît donc comme une condition à remplir lorsqu'on pratique de l'autofinancement. On remarque en général que plus les profits nets sont élevés, plus le solde de fonds disponibles à maintenir est élevé. Il n'y a toutefois pas de rapport entre ce solde et le montant des profits nets, ce solde étant parfois supérieur, parfois inférieur aux profits nets, comme l'indique le tableau IV.

Notons enfin que les dispositions de la loi de l'impôt sur le revenu ont fortement incité les compagnies papetières à pratiquer l'autofinancement. Aux termes de cette loi, un règlement autorise des déductions pour allocations de dépenses d'investissement. Cette allocation diffère de la provision pour amortissement que les compagnies ont eu l'habitude de calculer selon les méthodes jugées satisfaisantes par elles. L'allocation en question, pendant les périodes de fortes immobilisations, est plus importante que la provision normale pour amortissement et appauvrissement, ce qui permet des réductions effectives d'impôts.

Tableau IV

Fonds disponibles provenant des exploitations: soldes après autofinancement comparés aux profits nets, pour onze compagnies de pâte et de papier au Canada, pour la période des douze années 1945-1956

(en milliers de dollars)

Compagnies	Profits nets	Solde
Consolidated	125,671	73,686
Abitibi	119,857	77,458
Price Brothers	84,082	31,071
St. Lawrence	66,783	84,111
Anglo-Newfoundland	47,178	12,695
Howard Smith	46,960	29,838
Bowater's Newfoundland	41,743	42,516
Anglo-Canadian	34,052	19,170
Great Lakes	29,643	31,573
Bathurst	25,127	5,679
Rolland	3,629	5,936

On comprend facilement que l'autofinancement soit en relation avec le montant de dépenses d'investissement, comme le montre les résultats annuels. L'autofinancement est d'autant plus difficile que les dépenses sont fortes; dans ce cas, il devient plus pratique d'émettre des obligations, qui peuvent être remboursées sur une longue période. Cependant, on remarque qu'il n'y a guère de variations dans les dépenses d'investissement de 1952 à 1955, mais qu'il y a eu un accroissement marqué de l'autofinancement en 1953 à un niveau qui s'est maintenu en 1954. Ceci s'expliquerait par le fait qu'il aurait été plus difficile d'obtenir du capital de la part d'un public rendu prudent par la mauvaise situation économique à cette époque.

Une prudence semblable expliquerait le relèvement du pourcentage d'autofinancement en 1949, année de récession économique. Mais le montant d'autofinancement n'aurait accusé qu'une légère augmentation sur celui de 1948 par suite d'une diminution des dépenses. On se souvient qu'en 1948 se terminait le programme de restauration; en 1949, la situation d'urgence de 1945 était passée, et le besoin d'effectuer des dépenses n'était plus aussi pressant.

Le pourcentage d'autofinancement moyen pour la période 1945-1956 nous indique que l'industrie de la pâte et du papier en général a puisé à peu près en égales proportions dans les fonds provenant de ses exploitations et dans les fonds prêtés par le public pour défrayer les coûts de ses investissements, l'autofinancement étant légèrement supérieur à l'emprunt. On a donc essayé les deux méthodes, chaque compagnie les adaptant à sa situation particulière.

Les dépenses d'investissement de l'industrie papetière sont généralement plus considérables que celles des autres industries manufacturières, par suite du haut degré de mécanisation que l'on y rencontre. Ce secteur, qui employa de 6 à 7 p.c. de la population active travaillant dans l'industrie manufacturière pendant la période d'après-guerre et dont la valeur brute de production représentait de 8 à 9 p.c. de la production manufacturière, effectua de 14 à 16 p.c. des dépenses d'investissement de l'industrie manufacturière.

L'évolution des investissements de l'industrie de la pâte et du papier a suivi la même direction que tout le secteur industriel, mais elle a subi des fluctuations beaucoup plus accentuées. Ceci s'explique par le fait qu'un programme d'expansion oblige une entreprise à débourser des sommes considérables. La fin d'un tel programme manifeste alors assez nettement par le changement à la baisse qu'elle provoque dans les comptes. Lorsque plusieurs programmes prennent fin la même année, le changement revêt un caractère encore plus brusque.

Les compagnies ont pu se permettre de faire de grandes dépenses pour moderniser et agrandir leurs usines depuis la fin de la guerre grâce à la demande presque toujours croissante dont jouissait l'industrie. Pendant la période étudiée, les usines n'ont pas cessé d'opérer à pleine capacité: la production dépassait même parfois la capacité standard. De plus les compagnies ont profité des prix à la hausse et de profits grandissants à tous les ans à l'exception de 1949. Par contre elles ont dû s'accommoder de coûts également croissants[1].

1. «Pulp and Paper and Their Products, Industry», *Private and Public Investment in Canada 1926-1951*, Department of Trade and Commerce, Ottawa, novembre 1951, pp. 57-58.

Tout ceci peut donc se résumer comme suit. D'abord, l'autofinancement a été largement pratiqué par l'industrie de la pâte et du papier depuis la guerre. La limite atteinte dans la poursuite de cette politique varie cependant d'une entreprise à une autre, mais sur onze compagnies étudiées, il y en a sept qui ont financé elles-mêmes leurs dépenses de capital dans une proportion de 60 p.c. et plus, tandis que trois n'avaient pas recours à cette pratique.

L'évolution annuelle du pourcentage d'autofinancement pratiqué par le groupe de onze compagnies accuse des variations cycliques dont la périodicité est de deux ans. Cette évolution suit, pour les premières années de la période étudiée, l'évolution des dépenses d'investissement dans une relation inverse, mais la similitude se détériore vers la fin de la période.

Toutes les entreprises ont fait des dépenses d'investissement, selon des programmes pouvant se subdiviser en deux périodes: celle de l'immédiat après-guerre qui avait pour but la restauration de l'outillage déprécié pendant la guerre, et celle de l'expansion qui a eu lieu pendant les années subséquentes.

Sur l'ensemble des douze années 1943-1956, les dépenses de capital ont augmenté à un rythme accéléré, passant de 3.6 millions à 81.1 millions de dollars.

J.-A. HUOT,
licencié en sciences commerciales (Montréal).