

L'utilisation des produits dérivés par les entreprises canadiennes

Teodora Paligorova et Rhonda Staskow, Marchés financiers

- Les sociétés ont recours aux produits dérivés pour réduire la volatilité de leurs flux de revenus en couvrant leurs expositions aux risques de taux d'intérêt et de change, et au risque lié aux prix des produits de base.
- Au Canada, environ le tiers des firmes cotées en bourse utilisent des produits dérivés. Cette utilisation embrasse tous les secteurs de l'économie et s'accroît en périodes de plus forte incertitude.
- Les entreprises non financières qui se servent des produits dérivés sont habituellement de plus grande taille que celles qui n'y ont pas recours, elles sont plus rentables et leurs revenus sont moins volatils. Les caractéristiques des opérateurs canadiens en couverture semblent correspondre dans l'ensemble à celles des firmes d'autres pays.

Les produits dérivés, tels les contrats à terme (de gré à gré et normalisés), les options et les swaps, permettent aux entreprises de se protéger contre les variations imprévisibles des taux de change, des taux d'intérêt et des prix des produits de base, et de réduire ainsi le degré de risque financier auquel elles sont exposées. Si les sociétés financières occupent une place prépondérante sur les marchés des dérivés, les sociétés non financières canadiennes sont elles aussi importantes; ainsi, elles sont parties à environ 15 % des opérations sur dérivés de change au Canada¹. Le présent article renferme des faits stylisés concernant l'utilisation des dérivés par les entreprises canadiennes cotées en bourse de 2006 à 2013.

Ce sujet est actuellement important parce qu'entre 2009 et 2013, les prix des produits de base et la valeur du dollar canadien ont fluctué sensiblement par rapport aux périodes antérieures. Ces variations peuvent se traduire par des pertes et des marges bénéficiaires imprévisibles pour les sociétés. De plus, toutes choses égales par ailleurs, la volatilité des bénéfices peut accroître la probabilité de difficultés financières des entreprises et

¹ À partir de renseignements obtenus du Comité canadien du marché des changes (CCMC, 2014), nous calculons la part du volume total des contrats à terme sec, des swaps, des swaps de devises et des options sur devises de gré à gré, détenue par des clients non financiers en avril 2014.

nuire à leur accès à des sources de financement externes². Dans la mesure où l'économie canadienne est dépendante des recettes d'exportation, la couverture obtenue au moyen des produits dérivés peut lisser les recettes d'exportation et, au bout du compte, améliorer le bien-être au pays. Pour déterminer les incidences éventuelles de variations prononcées des taux d'intérêt et de change sur l'économie, il peut être très utile de savoir dans quelle mesure les entreprises canadiennes ont recours aux dérivés et si cette utilisation a évolué au fil du temps³. Par exemple, l'utilisation de couvertures de change peut mettre une entreprise à l'abri d'un choc temporaire des taux de change et, de ce fait, prévenir la transmission de la volatilité temporaire de ces taux aux prix à l'importation. Toutefois, si le choc de taux de change est persistant ou permanent, les couvertures ne pourront que retarder cette transmission. Il est généralement convenu dans les études portant sur le sujet que les couvertures de change peuvent ralentir la transmission jusqu'à l'échéance moyenne des instruments de couverture (Ihrig, Marazzi et Rothenberg, 2006). On a constaté qu'en l'absence de données sur l'utilisation des dérivés⁴ par les entreprises, il était ardu de mener de telles analyses. Nous avons recueilli des renseignements sur les dérivés à l'échelon de l'entreprise, ce qui nous permet de mettre en lumière si les opérateurs en couverture sont différents des autres firmes, et quelles sont ces différences sur le plan des caractéristiques d'une entreprise.

Utilisation des dérivés par les sociétés non financières canadiennes

L'utilisation de produits dérivés comme instruments de couverture peut transformer les risques financiers en contrebalançant essentiellement des positions (égales mais opposées) sur le marché des dérivés ou sur le marché au comptant dans le but de protéger les flux de revenus des variations défavorables des prix.

Envisageons l'exemple hypothétique suivant. Un exportateur canadien s'attend à recevoir 100 millions de dollars américains dans six mois. Supposons que le taux de change actuel du dollar américain est de 1,20 \$ CAN. Si le cours du dollar américain chute de 10 % dans les six prochains mois, l'exportateur perdra 12 millions de dollars canadiens. Pour couvrir un tel risque de change, il peut vendre un contrat à terme de gré à gré à six mois en dollars américains afin d'en bloquer le taux au taux des contrats à terme en vigueur. Si ce taux est de 1,18 \$ CAN, l'exportateur est certain de recevoir 118 millions de dollars canadiens à l'échéance. Les opérateurs bancaires qui agissent au nom de clients prêts à couvrir une position doivent évaluer le risque de crédit de leur contrepartie.

Nous avons recueilli des données sur l'utilisation des dérivés au sein d'un échantillon d'entreprises inscrites à la Bourse de Toronto (TSX) relativement aux contrats suivants : swaps de taux d'intérêt, contrats de change à terme

² Les réponses à une enquête effectuée en 2009 par Exportation et développement Canada révèlent que 69 % des entreprises participantes ont été sensiblement touchées par les variations des taux de change, et que leur principal objectif consistait à gérer le risque de change.

³ Les entreprises peuvent faire appel à d'autres mécanismes pour couvrir leurs expositions aux risques. Par exemple, les firmes canadiennes du secteur manufacturier qui dépendent dans une certaine mesure d'intrants importés rajustent leurs prix en dollars canadiens pour tenir compte des variations du taux de change Canada-États-Unis (Banque du Canada, 2014). Certaines firmes peuvent appliquer des couvertures naturelles pour contrer ces variations en produisant et en vendant dans la même monnaie. Les couvertures naturelles peuvent permettre de réduire le risque de change d'une entreprise, mais l'opération peut nécessiter du temps.

⁴ Ces instruments sont définis dans l'Encadré 1. L'expression « dérivé » ou « produit dérivé » s'applique à tous les contrats analysés dans le présent article; la définition juridique exclut parfois les swaps et les contrats à terme.

Encadré 1

Définitions des contrats d'instruments dérivés

Contrat de change à terme de gré à gré (*forward*) : Contrat d'achat ou de vente d'une monnaie à une date de livraison future, assorti d'un ajustement de taux pour tenir compte de l'écart de rendement entre deux monnaies. Il s'agit du type de contrat de couverture de change hors cote le plus courant. Le montant, la qualité et la date de livraison y sont adaptés.

Swap de change : Contrat d'achat ou de vente d'une monnaie à une date de livraison future (ou immédiate) accompagné du renversement de cette position par la vente ou l'achat de la même monnaie à une date ultérieure. Par exemple, si un contrat à terme vient à échéance, mais que les fonds en devises n'ont pas été reçus ou ne sont pas encore échus, le client peut utiliser un nouveau swap pour dénouer le contrat arrivé à échéance à la date courante de livraison, de façon à reporter la position souhaitée à une nouvelle date de livraison.

Option sur devises : Option qui confère le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une monnaie dans une autre monnaie à un taux de change déterminé pour une période précise. Ces contrats sont négociés sur le marché des instruments dérivés hors cote. Ils permettent de bloquer le taux de change sans que les parties soient tenues d'honorer le contrat. Par exemple, si le dollar américain est censé perdre de la valeur par rapport au dollar canadien, les

entités canadiennes qui investissent dans des actifs américains peuvent couvrir le risque de change en achetant une option de vente sur le dollar É.-U., car la valeur des options devrait augmenter en cas de dépréciation du dollar É.-U.

Contrat de change à terme normalisé (*future*) : Contrat standardisé négocié en bourse et réglable en espèces portant sur des paires précises de monnaies. Ces contrats peuvent aussi être réglés par un échange physique de monnaies. Ils sont négociés sur les marchés à terme.

Swap de taux d'intérêt : Convention négociée de gré à gré entre deux parties qui s'entendent pour échanger deux flux de paiement d'intérêt au cours d'une période déterminée. Les swaps de taux d'intérêt les plus courants sont les swaps classiques, qui prévoient l'échange de paiements à taux fixe pour des paiements à taux variable. La partie qui reçoit un paiement à taux fixe et verse un paiement à taux variable est le « receveur »; celle qui reçoit un paiement à taux variable en échange d'un paiement à taux fixe est le « payeur ». Les swaps de taux d'intérêt permettent aux sociétés de gérer leurs emprunts à taux variable en permettant leur blocage au taux fixe en vigueur et de recevoir des paiements dont le montant correspond à la dette à taux variable, ou vice versa.

normalisés (*futures*) et de gré à gré (*forwards*), swaps de change et options sur devises⁵. Après avoir exclu les sociétés financières et les services publics, nous avons obtenu des renseignements sur l'utilisation de contrats dérivés par 1 522 entreprises non financières au cours de la période 2005-2013.

Le pourcentage d'entreprises canadiennes qui font appel à des contrats dérivés est considérable. Au total, 33 % des entreprises comprises dans notre échantillon utilisent au moins un des contrats mentionnés ci-dessus; 18 % utilisent des swaps de taux d'intérêt et 24 %, au moins un type de contrat de change. Parmi ces dernières, 25 % ont recours à des swaps de change, 54 % à des contrats de change à terme de gré à gré, et 46 % soit à des contrats de change à terme normalisés, soit à des options sur devises.

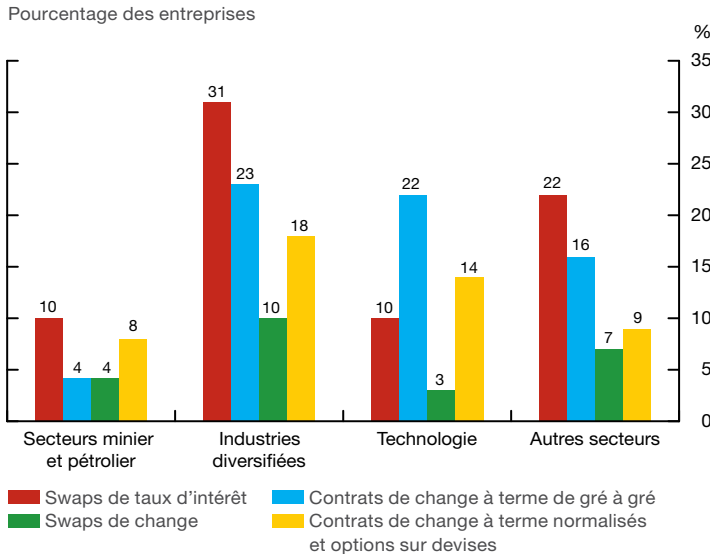
L'utilisation des dérivés est répandue dans tous les secteurs de l'économie. Ainsi, le pourcentage d'entreprises qui se servent d'au moins l'un des instruments présentés plus haut est de 24 % (secteurs minier et pétrolier), 37 % (industries diversifiées), 14 % (technologie) et 24 % (autres secteurs, notamment communications et médias, produits forestiers et sciences de la vie). Les swaps de taux d'intérêt représentent les dérivés les plus utilisés dans les secteurs minier et pétrolier et les industries diversifiées (**Graphique 1**), tandis que les contrats de change à terme de gré à gré, suivis des contrats de change à terme normalisés et des options sur devises occupent une place majoritaire dans le secteur de la technologie.

◀ *Au total, 33 % des entreprises comprises dans notre échantillon utilisent des contrats d'instruments dérivés.*

◀ *L'utilisation des dérivés est répandue dans tous les secteurs de l'économie.*

⁵ Afin de confirmer si l'entreprise utilise certains contrats dérivés, nous avons consulté dans le SEDAR (Système électronique de données, d'analyse et de recherche) les rapports annuels 2006, 2009 et 2013 des entreprises faisant partie de notre échantillon. Même si les entreprises décident de présenter des renseignements différents sur leurs activités de couverture, elles doivent toutes indiquer si elles utilisent des dérivés.

Graphique 1 : Utilisation des produits dérivés, par secteur d'activité, de 2005 à 2013



Nota : Les secteurs sont définis en fonction de la classification de la Bourse de Toronto. La catégorie « Industries diversifiées » comprend principalement des entreprises manufacturières. La catégorie « Autres secteurs » comprend les communications et les médias, les produits forestiers et les sciences de la vie.

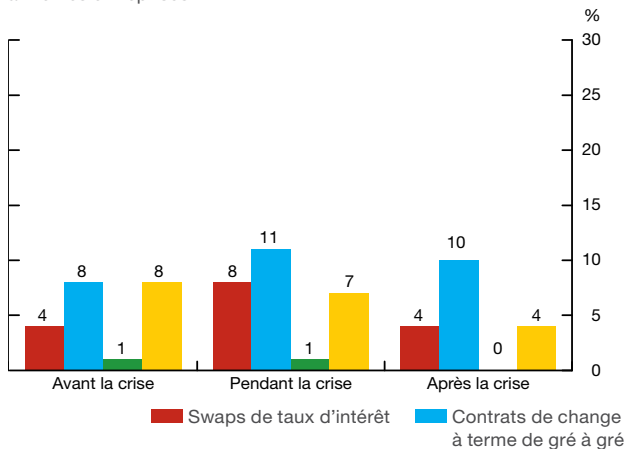
Source : calculs des auteurs

Dernière observation : décembre 2013

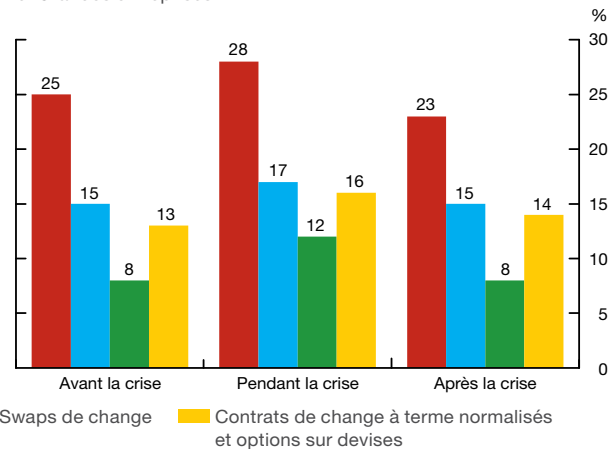
Graphique 2 : Utilisation des produits dérivés avant, pendant et après la crise financière

Pourcentage des entreprises

a. Petites entreprises



b. Grandes entreprises



Nota : L'avant-crise comprend la période 2005-2007; la période de crise s'étend de 2008 à 2010; et l'après-crise correspond à la période 2011-2013.

Source : calculs des auteurs

Dernière observation : décembre 2013

Les périodes de plus grande incertitude donnent lieu à une utilisation accrue des dérivés. On observe que le recours à ces produits a été légèrement plus prononcé pendant la période de la crise (2008-2010) que durant les années qui l'ont précédée et qui l'ont suivie (2005-2007 et 2011-2013, respectivement), et ce, tant dans les petites entreprises que dans les grandes (Graphique 2)⁶. Les swaps de taux d'intérêt ont été plus utilisés entre 2008 et 2010 qu'au cours des deux autres périodes, les entreprises ayant

⁶ L'utilisation de swaps de taux d'intérêt par les petites entreprises est passée de 4 % durant la période qui a précédé la crise à 8 % pendant la crise. Une tendance semblable se dégage dans le cas des grandes entreprises — les swaps de taux d'intérêt ont été plus utilisés pendant la crise qu'avant et après celle-ci.

très vraisemblablement cherché à bloquer leur coût d'emprunt à un niveau plus bas dans un contexte caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêt et une incertitude un peu plus élevée au sujet des perspectives économiques. En prévision d'une hausse des taux d'intérêt, le recours à ces instruments permettrait aux entreprises de bénéficier de taux fixes alors que leurs paiements au titre de la dette sous-jacente demeuraient variables, mais couverts.

L'utilisation des dérivés de change (swaps, contrats à terme de gré à gré et normalisés, et options) par les grandes entreprises a aussi été plus répandue de 2008 à 2010 que lors des autres périodes⁷. Les années 2008-2010 ont également été marquées par une plus forte instabilité des taux de change que les deux autres périodes, l'écart-type des taux quotidiens s'élevant à 8,4 % de 2008 à 2010, contre 4 % de 2011 à 2013. Les activités de couverture gagnent habituellement en intensité durant les périodes de volatilité des marchés parce que les flux de revenus des sociétés sont alors exposés à des mouvements plus défavorables des prix, de sorte que les entreprises sont plus enclines à se servir des produits dérivés. Les résultats de l'enquête de la Banque du Canada sur la couverture du risque de change au Canada révèlent de même que les firmes canadiennes ont eu davantage recours aux instruments dérivés durant la période où les taux de change ont été relativement plus volatils⁸. Les entreprises participantes ont indiqué que la variation de la volatilité des marchés des changes représentait le principal facteur de changement quant à leurs activités de couverture⁹.

Caractéristiques des entreprises et activités de couverture

Selon la théorie financière moderne, en l'absence d'imperfections du marché, les décisions financières, notamment au titre des opérations de couverture, n'ont pas d'incidence sur la valeur de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1958)¹⁰. Or, les marchés financiers ne sont pas parfaits, et ces opérations peuvent influencer de diverses façons sur la valeur de l'entreprise. La présente section énonce certains faits stylisés concernant les caractéristiques des opérateurs en couverture et des autres firmes.

Premièrement, les entreprises qui procèdent à des opérations de couverture sont généralement des firmes de grande taille, établies de longue date. Selon notre ensemble de données, les grandes entreprises ont davantage recours aux dérivés que les petites (Graphique 3). Une grande entreprise

◀ *Les grandes entreprises établies de longue date ont davantage recours aux dérivés.*

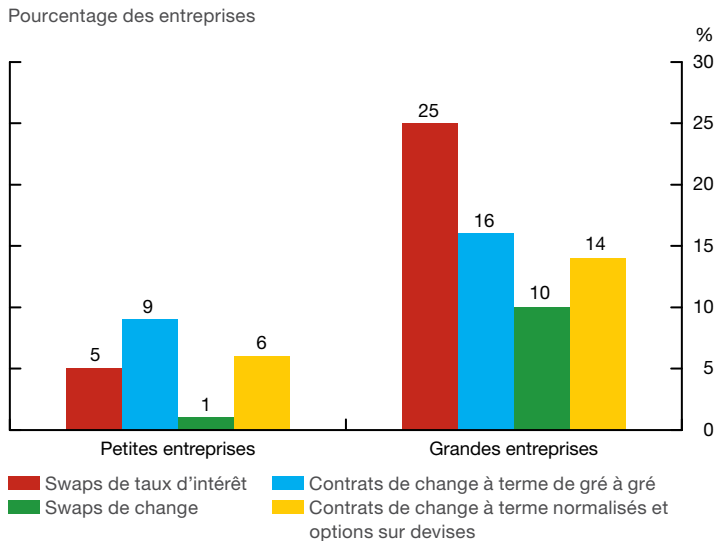
⁷ L'utilisation totale des dérivés de change par les grandes entreprises pendant la crise était de 45 %. Dans le Graphique 2, ce résultat correspond à la somme des contrats de change à terme de gré à gré, des swaps de change, des contrats de change à terme normalisés et des options sur devises pour la période allant de 2008 à 2010. Le recours aux dérivés de change était de 36 % de 2005 à 2007, et de 37 % de 2011 à 2013.

⁸ L'enquête de la Banque du Canada sur la couverture du risque de change au Canada est une enquête qualitative menée annuellement depuis 2004 auprès des banques dans le but d'évaluer l'activité de couverture du risque de change de la clientèle de ces dernières au pays. Les participants sont des banques actives sur le marché canadien des changes. Un résumé des résultats de l'enquête se trouve à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/2013/11/sommaire-enquete-2013-couverture-risque-change-canada/>.

⁹ L'enquête révèle également que plus de 40 % des exportateurs ont réduit leur activité de couverture à terme en 2010-2011 en raison de la vigueur du dollar canadien. Ils ont préféré couvrir la plupart de leurs opérations sur le marché au comptant à leur échéance, en tablant sur une baisse future du niveau du dollar canadien. Par contre, au cours de la même période, 35 % des importateurs ont non seulement accru leurs couvertures mais, selon certaines observations des banques, nombre d'entre eux ont également recouru à des couvertures de plus longue durée que le contrat type de trois à six mois.

¹⁰ Si les marchés de capitaux sont parfaits, les actionnaires (investisseurs) sont suffisamment renseignés au sujet de l'exposition d'une entreprise aux risques pour obtenir le profil de risque souhaité en adoptant une stratégie de portefeuille qui n'utilise pas de produits dérivés et qui offre le même rendement que les dérivés à l'échéance.

Graphique 3 : Utilisation des produits dérivés, selon la taille de l'entreprise, de 2005 à 2013



Nota : Par définition, les petites entreprises comprennent des entreprises dont la valeur marchande est inférieure à la médiane de l'échantillon.

Source : calculs des auteurs

Dernière observation : décembre 2013

s'entend d'une firme dont la valeur marchande est plus élevée que la médiane de l'échantillon, laquelle se chiffre à 250 millions de dollars canadiens. Nous constatons, par exemple, que 25 % des grandes entreprises utilisent des swaps de taux d'intérêt par rapport à 5 % seulement des petites, et que seulement 1 % des petites entreprises ont recours à des swaps de change, contre 10 % des grandes. Par ailleurs, les firmes qui couvrent leurs risques sont en général plus anciennes : leur âge moyen est de 20 ans, par rapport à 12 ans pour les entreprises qui ne recourent pas aux couvertures. L'observation selon laquelle les grandes entreprises canadiennes établies depuis plus longtemps ont tendance à faire davantage appel aux couvertures est conforme aux modèles relevés dans d'autres pays (Bartram, Brown et Fehle, 2009).

Cette constatation n'est pas étonnante puisque l'élaboration de stratégies de couverture implique des structures passablement complexes en matière de gestion financière et d'investissements à long terme, et que les grandes sociétés bien établies sont plus susceptibles de mettre en place ces éléments ou d'y consacrer des ressources. Il est également fort probable que les grandes firmes jouissent d'un meilleur accès aux marchés des dérivés du fait de la disponibilité de leurs cotes de crédit. Lorsqu'une banque conclut un contrat dérivé, elle doit évaluer le risque de crédit de l'entreprise et accorder une ligne de crédit appropriée, qui peut devoir être garantie compte tenu du risque de crédit sous-jacent que présente la firme. Comme les grandes sociétés établies depuis longtemps sont plus susceptibles de détenir des titres de créance assortis de cotes de crédit, il sera plus facile pour une banque de conclure un contrat dérivé avec ces entreprises.

Deuxièmement, les entreprises qui couvrent leurs risques présentent habituellement des bénéfices plus élevés et une plus faible volatilité des flux de revenus que celles qui ne recourent pas aux instruments de couverture. Nos données sur les opérateurs canadiens en couverture et sur les autres firmes nous permettent de constater que les premiers sont plus rentables et que le

◀ *Les entreprises qui couvrent leurs risques présentent habituellement des bénéfices plus élevés et une plus faible volatilité des flux de revenus.*

Tableau 1 : Écart moyen entre les caractéristiques des sociétés qui utilisent les dérivés (opérateurs en couverture) et de celles qui n'y ont pas recours (autres firmes)

	Opérateurs en couverture (1) Moyenne	Autres firmes (2) Moyenne	(1)-(2) Écart
Rendement annuel de l'actif (%)	5,9	-5,3	11,2
Volatilité (rendement annuel de l'actif) (%)	1,8	3,3	-1,5
Avoirs liquides (%)	10,9	22	-11,1
Ratio d'endettement (%)	20	10,9	9,1
Capitalisation boursière (moyenne) (millions \$ CAN)	4 008	1 316	2 692
Capitalisation boursière (médiane) (millions \$ CAN)	437	122	315
Âge de l'entreprise (années)	20,30	12,37	7,93
Nombre d'observations	343	719	

Nota : Le rendement annuel de l'actif s'entend du ratio du revenu d'exploitation annuel de l'entreprise à l'actif total. Le rendement de l'actif soumis à volatilité est l'écart-type du rendement trimestriel de l'actif sur 20 trimestres. Le ratio d'endettement est le ratio de la dette au total de l'actif; les avoirs liquides représentent le ratio des espèces et des placements à court terme à l'actif. L'âge de l'entreprise correspond à la différence entre l'année à l'étude et l'année de constitution de l'entreprise. Les écarts moyens à la dernière colonne sont importants au plan statistique à l'échelle de 1 %, d'après des critères statistiques pour la comparaison des moyennes. Par définition, un opérateur en couverture est une entreprise qui utilise au moins un instrument dérivé. Nous n'utilisons que des entreprises qui sont demeurées dans l'échantillon pendant toute la période, afin d'éviter les problèmes que pose le changement de composition des entreprises.

Source : calculs des auteurs

rendement de leur actif dépasse de dix points de pourcentage celui des autres entreprises; de plus, la volatilité de leurs gains, mesurée par la volatilité du rendement de leur actif, est nettement inférieure à celle des entreprises qui ne procèdent pas à des opérations de couverture (Tableau 1)¹¹. Cela correspond aux observations faites dans d'autres pays. À l'aide d'un échantillon international d'entreprises, Bartram, Brown et Conrad (2011) montrent que l'utilisation des dérivés est associée à une plus faible volatilité des flux de trésorerie, un écart-type moindre au titre du rendement boursier, un risque systématique plus faible et des valeurs marchandes légèrement supérieures¹².

En réduisant la volatilité des flux de revenus, le recours aux opérations de couverture peut accroître la capacité des entreprises de mobiliser des capitaux et, partant, faciliter leurs décisions en matière d'investissement. Une plus faible volatilité des flux de trésorerie peut améliorer la solvabilité des entreprises et par conséquent leur capacité d'emprunt, qui devrait être reflétée dans les modalités des contrats d'emprunt, notamment par des taux d'intérêt plus bas et un moins grand nombre de restrictions sur le plan des investissements rattachés à leurs obligations d'emprunteur. Les données provenant des États-Unis fournissent d'excellentes observations empiriques indiquant que le recours à la couverture se traduit par un coût d'emprunt plus bas et des contrats d'emprunt moins limitatifs relativement

¹¹ Dans le présent article, le terme « opérateur en couverture » s'entend d'une entreprise non financière qui utilise au moins l'un des types d'instruments dérivés suivants : swaps de taux d'intérêt, swaps de change, contrats de change à terme de gré à gré ou normalisés et options sur devises. Nous utilisons une telle mesure agrégée pour faciliter l'exposé. Tous les résultats présentés au Tableau 1 sont vérifiables pour chaque instrument dérivé.

¹² Vu la volatilité réduite des flux de trésorerie, certaines entreprises peuvent, grâce aux opérations de couverture, profiter d'une diminution du coût des difficultés financières. Habituellement, les jeunes entreprises de petite taille, qui sont les plus exposées au risque de faillite, peuvent estimer que, toutes choses égales par ailleurs, il est plus important d'utiliser des dérivés pour réduire la probabilité de difficultés et les coûts qui y sont rattachés (Huynh, Petrunia et Voia, 2010).

aux investissements, effets qui, ensemble, rehaussent sensiblement les niveaux d'investissement (Campello et autres, 2011). Géczy, Minton et Schrand (1997) notent également que les entreprises réduisent les fluctuations de leurs flux de trésorerie pour être en mesure de réunir des capitaux afin de mettre à profit des occasions de croissance. Dans le même ordre d'idées, Froot, Scharfstein et Stein (1993) signalent que les opérateurs en couverture sont plus susceptibles d'afficher des flux de trésorerie d'exploitation stables et sont de ce fait moins sujets à des déficits de trésorerie imprévus, ce qui améliore la planification des dépenses d'immobilisation à long terme¹³.

Troisièmement, les entreprises qui procèdent à des opérations de couverture ont davantage recours au financement externe et gèrent leur bilan d'une façon plus complexe. Nous constatons que les opérateurs en couverture se servent davantage des emprunts bancaires et des marchés de capitaux pour financer leurs investissements. Comme l'indique le **Tableau 1**, le ratio de la dette totale à l'actif est de 20 % pour ces entreprises et de 10 % pour les autres. Conjugué à une meilleure rentabilité et à un moindre niveau de risque, le recours au financement externe par les opérateurs en couverture canadiens cadre avec l'explication selon laquelle l'utilisation de couvertures a vraisemblablement accru la capacité d'emprunt de ces entreprises et amélioré leur accès au financement bancaire et aux marchés de capitaux. Il semble que ces firmes réussissent mieux à optimiser leur structure de capital pour obtenir des bénéfices plus élevés, ce qui est compatible avec le résultat empirique voulant qu'une meilleure capacité d'emprunt influe de façon positive sur la valeur des opérateurs en couverture (Bartram, Brown et Fehle, 2009). Nous observons également que l'opérateur en couverture canadien moyen détient moins de liquidités en pourcentage de l'actif total que la firme moyenne sans couverture. On pourrait en déduire que les couvertures réduisent le besoin de l'entreprise de conserver des espèces à des fins préventives; on pourrait également supposer que les opérateurs en couverture gèrent activement leur bilan afin de financer des possibilités d'investissement rentables.

Conclusion

Les entreprises ont recours aux produits dérivés pour lisser leurs flux de revenus. Au cours de la période 2006-2013, le tiers des entreprises canadiennes retenues dans notre échantillon ont utilisé des swaps de taux d'intérêt, des contrats de change à terme de gré à gré ou normalisés, des swaps de change ou des options sur devises. L'utilisation des dérivés est répandue dans tous les secteurs de l'économie et elle est légèrement plus prononcée en période de crise. En moyenne, les opérateurs en couverture possèdent certaines caractéristiques qui les différencient des autres firmes. D'après nos données, les couvertures pourraient donner lieu à une augmentation de la valeur de l'entreprise, car les opérateurs en couverture dégagent habituellement des bénéfices supérieurs à ceux des autres entreprises et que la volatilité de leurs revenus est inférieure. Il semble que les opérateurs en couverture gèrent activement leur bilan en conservant moins d'espèces et qu'ils recourent au financement externe sur les marchés de capitaux — deux éléments qui peuvent découler de l'utilisation efficiente des contrats dérivés.

¹³ Il convient toutefois de noter que l'établissement d'un véritable lien de causalité entre, d'une part, l'activité de couverture et, d'autre part, la rentabilité et sa volatilité constitue une tâche empirique difficile parce qu'il faut tenir compte de la relation endogène entre le comportement en matière de couverture et le risque d'entreprise. Il s'agit d'un important domaine de recherche futur.

Ouvrages et articles cités

- Banque du Canada (2014). « Encadré 3 : Les répercussions potentielles de la dépréciation du huard sur les entreprises canadiennes », *Rapport sur la politique monétaire*, avril, p. 16-17.
- Bartram, S. M., G. W. Brown et J. S. Conrad (2011). « The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46, n° 4, p. 967-999.
- Bartram, S. M., G. W. Brown et F. R. Fehle (2009). « International Evidence on Financial Derivatives Usage », *Financial Management*, vol. 38, n° 1, p. 185-206.
- Campello, M., C. Lin, Y. Ma et H. Zou (2011). « The Real and Financial Implications of Corporate Hedging », *The Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1615-1647.
- Comité canadien du marché des changes (CCMC) (2014). *CFEC Releases Results of April 2014 Foreign Exchange Volume Survey*, communiqué, 28 juillet.
- Exportation et développement Canada (2009). *Pratiques de gestion du risque de change des entreprises canadiennes*, rapport de recherche.
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein et J. C. Stein (1993). « Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies », *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 5, p. 1629-1658.
- Géczy, C., B. A. Minton et C. Schrand (1997). « Why Firms Use Currency Derivatives », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p. 1323-1354.
- Huynh, K. P., R. J. Petrunia et M. Voia (2010). « The Impact of Initial Financial State on Firm Duration Across Entry Cohorts », *The Journal of Industrial Economics*, vol. 58, n° 3, p. 661-689.
- Ihrig, J. E., M. Marazzi et A. D. Rothenberg (2006). *Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 851.
- Modigliani, F., et M. H. Miller (1958). « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, p. 261-297.