

# Bank of Canada · Banque du Canada

Ottawa K1A 0G9

David A. Dodge  
Governor - Gouverneur

20 October 2005

Mr. Thomas I.A. Allen  
Chairman  
Task Force to Modernize Securities  
Legislation in Canada  
121 King Street West, Suite 1600  
Toronto, Ontario  
M5H 3T9

Dear Tom,

The Bank of Canada appreciates the opportunity to provide input to the ongoing work of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada. A solid legal and regulatory framework is required for enhancing the efficiency of the financial system, which is one of our objectives. Please find enclosed two of my recent speeches on the need for Canada to improve the efficiency of its financial system and the important contribution that regulation can make to achieve this goal.

Perhaps I could summarize the speech I gave in September. In our view, the regulatory framework for the financial system should promote healthy competition in markets and encourage innovation. It is important for regulation to adapt to new trading technologies and financial products in a neutral way in order to prevent regulatory concerns from distorting business decisions. To inform these decisions, investors need access to timely information about new financial products. That said, regulators need to recognize that the appropriate amount of information will depend on the nature of each market and its participants.

The regulatory framework should also establish incentives that encourage behaviour consistent with the underlying objectives of the regulation without necessarily imposing detailed rules to dictate how to achieve these goals. To that end, policy-makers should ensure that regulation passes rigorous cost-benefit analysis.

.../2

This is particularly important in this era of market globalization. Canadian markets and institutions need to be competitive internationally, and the regulatory framework governing them needs to follow global best practices. However, Canadian regulation must also be tailored to domestic needs. While the principles behind our regulations must be as good as or better than those of countries, policy-makers should apply these principles in a way that allows Canada to develop a comparative advantage.

Once an optimal framework is designed, there needs to be effective, fair and vigorous enforcement of the rules so as to achieve the objectives of the regulation and to ensure the credibility of the framework. Authorities must punish those who do not act in accordance with the regulation and deter others from doing likewise. To improve this process, there should be better cooperation and coordination among authorities at a provincial, national and international level to investigate and punish fraudulent occurrences that span across jurisdictions.

Regulators should also work together on an ongoing basis to build a framework that fosters an efficient financial system. Cooperation among policy-makers requires discussion of new regulation throughout the development phase to better align objectives, where possible, learn about the experience of others, as well as identify key issues for future improvement.

Yours sincerely,



## Enclosures (2)

### English

1. "Financial System Efficiency: Getting the Regulatory Framework Right"  
<http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2005/sp05-13html>
2. "Financial System Efficiency: A Canadian Imperative"  
<http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2004/sp04-14.html>

### Français

1. "Un cadre réglementaire approprié, gage d'un système financier efficient"  
<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2005/sp05-13f.html>
2. "L'efficacité du système financier : une nécessité pour le Canada"  
<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2004/sp04-14.html>

## **Publications and Research**

### **Press Releases**

**2005**

FOR IMMEDIATE RELEASE  
22 September 2005

CONTACT: Jeremy Harrison  
(613) 782-8782

---

#### **Governor Dodge Discusses How Regulation Can Improve Financial System Efficiency**

**TORONTO, ONTARIO**—Bank of Canada Governor David Dodge today said that the pursuit of financial system efficiency is an important way for regulators to "best serve the public and contribute to sustainable economic growth and prosperity in Canada."

In a speech to the Toronto Chartered Financial Analysts (CFA) Society, Mr. Dodge described ways that policy-makers can build a regulatory framework that enhances financial system efficiency, including by promoting competition. For the framework to be effective, it is important that regulations are enforced and are seen to be enforced. "Investors must have confidence that they will be treated fairly," he said.

The Governor said that Canadian regulators are right to take a made-in-Canada approach that also takes international considerations into account. "The principles behind our regulations must be as good as, or better than, those of other countries. But we must apply those principles in a way that develops a comparative advantage for our firms and our markets."

With respect to the rules governing securities markets, Mr. Dodge said that, ". . . while the application of rules needs to take into account the size and complexity of firms, there is no need for different rules to be applied based on the province or territory of the issuer or investor."



## **Publications and Research**

### **Speeches**

#### **2005**

---

Remarks by David Dodge  
Governor of the Bank of Canada  
to the Toronto CFA Society  
Toronto, Ontario  
22 September 2005

---

### **Financial System Efficiency: Getting the Regulatory Framework Right**

I am happy to have the opportunity today to follow up on a speech I gave here in Toronto last December. In that speech, I talked about the need for Canada to improve its financial system efficiency. Today, I want to focus my remarks on how regulation can, and must, contribute to that important goal. When I talk about an efficient financial system, I mean a system that helps to allocate scarce economic resources to the most productive uses. By making our financial system more efficient, we can help generate sustained economic growth and prosperity.

The Bank of Canada has been contributing to the goal of an efficient financial system in a number of ways. The Bank's monetary policy aims to keep inflation low, stable, and predictable. By doing so, we enhance Canadians' confidence in the value of their money, thus reducing the need for people to spend resources either anticipating or coping with inflation. We also contribute to efficiency through our role as overseer of major payments, securities, and foreign exchange clearing and settlement systems, and by providing liquidity in times of financial stress. By reducing risks to the safety and stability of the financial system, we increase certainty about the robustness of the system, thus supporting efficiency. Our semi-annual *Financial System Review* promotes awareness of financial system issues, looks at developments and trends in the system, and addresses issues that affect its safety, soundness, and efficiency. As well, the Bank works actively with market participants and regulators to develop and promote an efficient financial system. And we conduct research that helps inform the decisions of policy-makers in terms of promoting this goal.

Today, what I want to talk about is how policy-makers can support efficiency by getting the regulatory framework right. I will start with some brief remarks about regulation in general. I'll then discuss how our regulatory framework can support financial system efficiency, and how we can best make sure that our framework is an effective one. I'll conclude with a look at some current issues in financial system regulation and the various ways in which the Bank is involved in them.

## How Regulation Can Promote Financial System Efficiency

Let me start with a basic premise. For any market economy to operate efficiently and achieve an optimal allocation of resources, there needs to be a solid legal and regulatory framework. Basic legal concepts, such as property rights, the rule of law, and the honouring of contracts, must be in place in order for market forces to work and to generate wealth.

Once this is done, policy-makers have a number of overlapping motivations for further regulation. I'll spend much of my time today talking about the promotion of efficiency. But regulators also act to improve the safety and stability of the financial system, and to protect investors and savers.

Let me set out three principles that policy-makers should apply in deciding when regulation is appropriate. First, regulation is appropriate to correct a market failure or, to put it in economic jargon, to deal with "externalities." The second principle is that regulation must be effective. Even when a market failure is recognized, regulators should act only if there is a reasonable chance that they will actually address the failure in question. The third principle is that the benefits of a particular regulation must be greater than the costs it imposes. In trying to solve one problem, regulators must avoid causing even greater problems.

With these principles in mind, let me now describe three ways in which regulators can enhance the efficiency of the financial system. The first is to **promote competition** in domestic and international markets. Competition unleashes the forces that drive financial institutions and markets to become more innovative and efficient. That doesn't mean that regulators should "just get out of the way." Appropriate regulation can enhance competition. For example, an important goal of the Competition Bureau is to prevent firms from unfairly restricting competition.

Canada became a world leader in promoting competition in financial markets when it adopted many of the recommendations of the Porter Commission of the 1960s. At a time when policy-makers worldwide favoured extensive government controls on economic activity, particularly within the financial system, Porter broke new ground by coming out strongly in favour of enhancing efficiency through the promotion of competition and freer markets.

Competition is enhanced by expanding the scope of a given market. One way to do this is to have our markets and institutions compete with those in other countries and to have foreign enterprises compete in our markets. Therefore, regulation needs to take international considerations and developments into account. I'll have more to say on this point in a few minutes. For now, the point I want to stress is that competition leads to greater efficiency.

A second way that good financial system regulation can promote efficiency is by working to **correct "information asymmetries"** that sometimes occur, and that can lead to market failures and a suboptimal allocation of funds. Most often, these failures arise when there are significant differences in the quantity or quality of relevant information available to market participants.

Regulation should be designed so that investors are able to adequately gauge the risks and potential returns of an investment. To be clear, I'm not saying that the goal of regulation should

be *full* disclosure of *all* information. Rather, the aim should be to reduce information asymmetries to the point that the benefits of disclosure still outweigh the costs of compliance. In that way, regulation can lead to a more efficient financial system.

The third way that financial system regulation can support efficiency is to **promote overall financial stability**, which essentially means limiting systemic risk. The idea that regulation can support efficiency at the same time as it promotes stability may strike some as counterintuitive. But these objectives are not mutually exclusive. If the regulation is carried out in the right way, enhancing stability can lead to increased efficiency through the saving of resources that would otherwise be dedicated to guarding against systemic risk.

Let me elaborate. I noted earlier that the Bank's monetary policy supports efficiency by increasing certainty about the future value of money. This reduces the need for Canadians to spend resources on activities intended to protect them from inflation. Similarly, enhancing the safety of the financial system reduces the need for Canadians to unnecessarily spend resources to guard against the risk of a financial crisis.

Policy-makers are more likely to successfully promote both stability and efficiency if they bring market players into the picture when addressing a particular issue. Canada's Large Value Transfer System (LVTS) provides a good example of how systemic risk can be mitigated in the most efficient way. The LVTS processes Canada's large-value or time-critical payments. It gives participants the certainty that once a payment has been processed, the transaction will settle on the same day, regardless of what might later happen to any of the participants. This certainty enhances efficiency on its own. But, in addition, the design of the LVTS minimizes the amount of collateral that each institution needs to pledge to the system, compared with the gross settlement systems used in other countries. This reduction in collateral frees up resources that can then be put to more efficient uses elsewhere.

### **Building an Effective Framework**

That's a look at three ways in which a sound regulatory framework can improve the efficiency of the financial system—by promoting competition, by reducing information asymmetries where practical, and by reducing systemic risk. But to further our goal of improving efficiency, it is also important that our regulatory framework be *effective*. What makes a framework effective? I would highlight three factors.

First, our regulations should provide incentives that encourage markets to reinforce and reward the right behaviour. These incentives should be sufficient to motivate market participants without the constant intervention of regulators or the imposition of detailed rules that dictate to firms not just what must be done, but *how* it must be done. The right incentives can help regulators achieve their goals without imposing process costs that outweigh the benefits of the regulation.

Second, to achieve an effective regulatory framework, we need to take international developments into account. Countries can gain a comparative advantage by developing a superior regulatory framework. For our financial markets and institutions to be internationally competitive, our

regulatory framework needs to be—and needs to be seen to be—as good as, if not better, than that of other countries.

But at the same time, Canadian rules and their application should be tailored to our domestic needs and should reflect domestic realities. This tension between domestic and international considerations leads to some challenges for Canadian policy-makers. A case in point is the Sarbanes-Oxley law. Canadian policy-makers embrace the general principles behind this legislation in terms of promoting good governance and financial practices. But the extreme level of detail in the application of its rules, as well as its focus on process instead of outcomes, creates costs for many of our firms that likely exceed the benefits to the system. Large Canadian corporations that want access to U.S. capital markets have no choice—they must follow both the spirit and the letter of Sarbanes-Oxley. But Canadian regulators are right to take a made-in-Canada approach that accommodates the needs of Canadian issuers and investors.

Let me be clear. The goal is not to mimic U.S. regulations, despite that market's size and proximity. The *principles* behind our regulations must be as good as, or better than, those of other countries. But we must apply those principles in a way that develops a comparative advantage for our firms and our markets.

Finally, and very importantly, an effective regulatory framework is one where the rules are enforced and are perceived to be enforced. Even the most coherent and efficient regulatory framework won't be effective unless it is followed. Participants must be appropriately monitored. And when the rules are broken, offenders must be prosecuted, and adequate penalties must be strictly applied. A framework with strong monitoring, prosecution, and application of penalties provides the incentives for firms to follow the rules, and this adds to the framework's credibility. When everyone is playing by the rules—and everyone is confident that others have the incentives to do the same—then markets operate with greater efficiency.

I've said before that regulation should be designed to enhance confidence and support trust in markets and institutions. Let me talk about one issue as an example. Canadian-listed firms can sometimes have a lower market valuation than similar firms listed in the United States. Why? Bank of Canada research has pointed to concerns about governance as a possible cause. And one of the main concerns appears to be a perception that Canadian enforcement of insider-trading laws is not as strong as it could be. We are continuing our research to better understand the root of this perception.

The key point here is that to improve the effectiveness of our regulatory framework, investors must have confidence that they will be treated fairly. To repeat: we must have, and be perceived to have, proper enforcement in Canada.

### **Current Issues in Financial System Regulation**

That's a look at how a sound regulatory framework can improve the efficiency of the financial system. Now let's turn to some current issues, a number of which the Bank of Canada has some involvement in.



The Bank has been active in terms of research and commentary on developments aimed at improving efficiency. We have worked alongside the private sector to improve the safety and efficiency of clearing, payment, and settlement systems. For example, we've recently worked with various groups to make sure that participants are continuing to pursue more robust business-continuity plans, especially from a system-wide perspective. By increasing the degree of certainty that critical systems will be operational in times of disruption, the development of appropriate business-continuity plans can improve the overall efficiency of the financial system.

With respect to fixed-income markets, the Bank is also playing a role in helping to develop regulations regarding transparency and alternative trading systems. We are promoting innovations such as electronic trading systems, because they provide opportunities to reduce transactions costs and increase transparency to appropriate levels. This will increase liquidity and lead to better-functioning markets. And through our research, our commentary, and, in some cases, our direct involvement, we contribute to the design of rules and codes of conduct that improve the functioning of both fixed-income and foreign exchange markets.

Of course, one ongoing issue in the financial system is the question of consolidation among financial institutions. In my speech here in Toronto last December, I noted that Canada is facing a difficult policy challenge as we try to keep up with other countries that have enthusiastically adopted the competition-based regulatory philosophy espoused by the Porter Commission. We need to strive for a policy framework that continues to provide incentives for innovation and efficiency by encouraging competition. At the same time, we need to consider how to allow our financial institutions the scope to improve efficiency through economies of scale.

Recent research at the Bank of Canada that examined economies of scale in banking concluded that there could be untapped efficiency gains for Canadian financial institutions. The benefits from these efficiency gains could flow across the economy, through lower-cost business and retail lending. But there are other relevant public policy questions here as well, including foreign ownership and concerns about the concentration of market power among very few players. Striking a balance between these interests is not a simple task. But in terms of competition, we should keep in mind that the level of competition can be maintained or enhanced by new entrants in the marketplace or by the threat of new entrants.

Another issue that is being hotly debated relates to the ideal structure for securities regulators in Canada. What I said about this issue last year remains true today. Efficiency dictates that Canada should have uniform securities laws and regulations based on principles that apply to everyone.

But the question is how to apply these rules in a tiered way to take into account the differing needs of issuers. For example, one tier could apply to large, complex firms that want access to international capital markets. Rules for these firms would be similar to those that are applied in New York or London. At the other end of the spectrum, another tier could apply to small, speculative resource firms that have historically relied on Canadian equity markets for financing. A third tier in the middle could apply to the bulk of Canadian "mid-cap" firms, which choose to access only Canadian capital markets, and which very often are smaller and less complex than U.S. "mid-cap" firms.

These different tiers of firms exist in all major provincial jurisdictions. And investors in every jurisdiction have similar needs. So the key point is that, while the application of rules needs to take into account the size and complexity of firms, there is no need for different rules to be applied based on the province or territory of the issuer or investor.

## **Conclusion**

In closing, let me say that I hope you've found my comments to be topical. Many important decisions about our regulatory framework are currently being considered, and these will profoundly affect the Canadian economy. In making those decisions, it is very important that policy-makers keep in mind the goal of efficiency. They can support this goal by promoting competition, by correcting market imperfections where practical, and by promoting financial stability through reduced systemic risk.

But it is even more important to remember why the goal of efficiency must be followed. Ultimately, policy-makers must strive to provide the best possible environment for achieving optimal allocation of economic resources. This is how policy-makers and regulators of the financial system can best serve the public and contribute to sustainable economic growth and prosperity in Canada.

## Publications et recherches

### Communiqués

**2005**

POUR PUBLICATION IMMÉDIATE  
Le 22 septembre 2005

COMMUNIQUER AVEC : Jeremy Harrison  
(613) 782-8782

---

#### **Le gouverneur Dodge discute de la façon dont la réglementation peut améliorer l'efficacité du système financier**

**TORONTO, ONTARIO** — Le gouverneur de la Banque du Canada, M. David Dodge, a déclaré aujourd'hui que la poursuite de l'efficacité du système financier est un moyen important qui s'offre aux organismes de réglementation pour servir au mieux l'intérêt public et pour contribuer à une croissance économique et à une prospérité durables au Canada.

Dans une allocution qu'il a prononcée devant la Toronto Chartered Financial Analysts (CFA) Society, M. Dodge a décrit certains des moyens dont disposent les décideurs pour élaborer un cadre réglementaire susceptible de favoriser l'efficacité du système financier, notamment en encourageant la concurrence. Pour que ce cadre soit efficace, il importe d'appliquer la réglementation, et cette application ne doit pas faire l'ombre d'un doute. « Les investisseurs doivent être convaincus qu'ils seront traités équitablement », a affirmé le gouverneur.

M. Dodge a souligné que les organismes de réglementation canadiens sont justifiés de privilégier une approche nationale qui tient aussi compte de facteurs internationaux. « Les principes qui sous-tendent la réglementation au Canada, a-t-il dit, doivent être aussi bons, sinon meilleurs, que ceux d'autres pays. Mais nous devons appliquer ces principes de façon à obtenir un avantage comparatif favorable à nos entreprises et à nos marchés. »

En ce qui a trait aux règles régissant les marchés des valeurs mobilières, M. Dodge a ajouté : « si, dans l'application des lois et règlements, on doit tenir compte de la taille et de la complexité des entreprises, il n'y a pas lieu de les adapter en fonction de la province ou du territoire de l'émetteur ou de l'investisseur ».

© 1995-2006, Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. [Communiquez avec nous](#) et consultez l'[Énoncé concernant la protection des renseignements personnels](#).



## Publications et recherches

### Discours

#### 2005

---

Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Toronto CFA Society  
Toronto, Ontario  
le 22 septembre 2005

---

### **Un cadre réglementaire approprié, gage d'un système financier efficient**

Je suis heureux de l'occasion qui m'est offerte de donner suite à un discours que j'ai prononcé ici à Toronto, en décembre dernier. J'avais alors parlé de la nécessité pour le Canada d'accroître l'efficience de son système financier. Aujourd'hui, je veux vous entretenir de la façon dont la réglementation peut, et doit, jouer un rôle dans l'atteinte de cet important objectif. Par système financier efficient, j'entends un système qui aide à tirer le meilleur parti possible de ressources économiques limitées. En améliorant l'efficience de notre système financier, nous pouvons favoriser une croissance économique et une prospérité durables.

La Banque du Canada participe de bien des façons à la réalisation de l'objectif consistant à se doter d'un système financier efficient. Notre politique monétaire vise à garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Ce faisant, nous renforçons la confiance des Canadiens et des Canadiennes dans la valeur de leur monnaie, de sorte qu'ils n'ont pas autant besoin d'utiliser des ressources afin de se prémunir contre le risque d'inflation. La Banque contribue aussi à l'efficience à titre d'entité responsable de la surveillance générale des grands systèmes de compensation et de règlement des paiements, des titres et des opérations de change et en fournissant des liquidités en période de stress financier. En réduisant les risques qui pèsent sur la fiabilité et la stabilité du système financier, nous rassurons les gens quant à la robustesse de ce dernier et, ainsi, appuyons l'efficience. La *Revue du système financier*, que nous publions deux fois l'an, a pour but de faire connaître les enjeux liés à ce système de même que son évolution et ses tendances, et traite des questions ayant une incidence sur sa fiabilité, sa solidité et son efficience. De plus, la Banque collabore activement avec les participants au marché et les organismes de réglementation à la mise au point et à la promotion d'un système financier efficient. Et nous menons des projets de recherche qui permettent aux pouvoirs publics de prendre des décisions éclairées en vue de la réalisation de cet objectif.

Aujourd'hui, je me propose de discuter de la manière dont les décideurs peuvent favoriser l'efficacité en instaurant un cadre réglementaire approprié. Je ferai tout d'abord quelques brèves remarques d'ordre général à propos de la réglementation. Puis j'expliquerai comment notre cadre réglementaire peut concourir à l'efficacité du système financier, et comment nous pouvons le mieux nous assurer de son efficacité. En conclusion, j'examinerai quelques enjeux actuels relatifs à la réglementation du système financier et la contribution de la Banque à leur égard.

## **Le rôle de la réglementation dans la promotion de l'efficacité du système financier**

Commençons par un postulat de base. Le fonctionnement efficace et la répartition optimale des ressources d'une économie de marché reposent sur un cadre juridique et réglementaire solide. Des principes juridiques fondamentaux, tels que le droit de propriété, la primauté du droit et le respect des contrats, doivent être en place pour que les forces du marché jouent leur rôle et génèrent de la richesse.

Une fois ces principes établis, toutes sortes de raisons qui se recoupent peuvent expliquer la décision des pouvoirs publics de réglementer davantage le système financier. Aujourd'hui, je m'attarderai plus particulièrement sur la promotion de l'efficacité. Mais les organismes de réglementation interviennent aussi pour améliorer la fiabilité et la stabilité du système financier ainsi que pour protéger les investisseurs et les épargnants.

Permettez-moi d'énoncer trois principes qui devraient guider les décideurs dans leur choix du moment adéquat pour instaurer une réglementation. Premièrement, celle-ci est appropriée quand vient le temps de corriger une défaillance du marché ou ce que les économistes appellent des effets externes. Deuxième principe : la réglementation doit être efficace. Même lorsqu'elles remarquent un dysfonctionnement du marché, les autorités réglementaires devraient intervenir uniquement si elles ont une chance raisonnable de corriger réellement la défaillance en question. Le troisième principe consiste à faire en sorte que les avantages d'une réglementation donnée soient supérieurs aux coûts qu'elle entraîne. En tentant de régler un problème, les autorités doivent éviter d'en créer de plus graves.

En gardant ces principes à l'esprit, j'aimerais maintenant décrire trois des moyens dont disposent les organismes de réglementation pour accroître l'efficacité du système financier. Le premier est d'**encourager la concurrence** sur les marchés intérieurs et internationaux. La concurrence donne libre cours aux forces qui sont les éléments moteurs de l'innovation et de l'efficacité au sein des institutions et des marchés financiers. Cela ne signifie pas que les autorités réglementaires devraient tout simplement leur laisser le champ libre. Une réglementation appropriée peut servir à améliorer la concurrence. Par exemple, l'un des principaux objectifs du Bureau de la concurrence est d'empêcher les entreprises de restreindre indûment la concurrence.

Le Canada est devenu un chef de file mondial de la promotion de la concurrence sur les marchés financiers lorsqu'il a adopté bon nombre des recommandations de la Commission Porter dans les années 1960. À une époque où les décideurs de par le monde privilégiaient le recours à un contrôle serré de l'économie par le gouvernement, surtout au sein du système financier, les

commissaires se sont engagés dans une voie nouvelle en se prononçant fermement en faveur d'un accroissement de l'efficacité grâce au renforcement de la concurrence et à la libéralisation des marchés.

L'intensification de la concurrence passe par l'élargissement des marchés. Pour y parvenir, il convient de mettre nos marchés et nos institutions en concurrence avec ceux d'autres pays et d'ouvrir nos marchés aux entreprises étrangères. La réglementation doit donc tenir compte de facteurs internationaux et de l'évolution de la situation à l'échelle mondiale. Je reviendrai sur ce point dans quelques minutes. Pour le moment, je tiens à souligner que la concurrence stimule les gains d'efficacité.

Un deuxième moyen de promouvoir l'efficacité par l'intermédiaire d'une réglementation appropriée du système financier est de **corriger les asymétries d'information** qui surviennent parfois et peuvent se traduire par des dysfonctionnements du marché et une répartition sous-optimale du capital. Le plus souvent, ces dysfonctionnements se produisent lorsqu'il y a de très grandes différences dans la quantité ou la qualité des renseignements *pertinents* communiqués aux acteurs du marché.

La réglementation devrait être conçue de sorte que les investisseurs soient capables d'évaluer correctement les risques et le rendement potentiel d'un investissement. Soyons clairs, je ne dis pas que le but de la réglementation devrait être la divulgation *complète de toute* l'information. Elle devrait plutôt viser à atténuer les asymétries d'information, tant et aussi longtemps que le coût de la conformité aux nouvelles exigences ne l'emporte pas sur les avantages. De cette façon, la réglementation peut engendrer un système financier plus efficace.

Le troisième moyen pour encourager l'efficacité au moyen de la réglementation consiste à **promouvoir la stabilité financière dans son ensemble**, ce qui signifie essentiellement contenir le risque systémique. L'idée que la réglementation peut à la fois stimuler l'efficacité et favoriser la stabilité peut sembler paradoxale à certains. Mais ces objectifs ne s'excluent pas mutuellement. Si la réglementation est appliquée comme il se doit, une plus grande stabilité peut donner lieu à une efficacité accrue grâce à la libération de ressources qui autrement auraient été consacrées à la protection contre le risque systémique.

Je m'explique. J'ai dit plus tôt que la politique monétaire mise en oeuvre par la Banque favorise l'efficacité en renforçant la certitude que la monnaie conservera sa valeur dans l'avenir. Cela réduit pour les Canadiens et les Canadiennes la nécessité d'affecter des ressources à des activités ayant pour but de les protéger contre le risque d'inflation. Parallèlement, devant la fiabilité accrue du système financier, ceux-ci n'ont pas autant besoin d'utiliser inutilement des ressources pour se prémunir contre le risque d'une crise financière.

Les pouvoirs publics ont plus de chances de réussir à promouvoir à la fois la stabilité et l'efficacité s'ils tiennent compte de l'avis des acteurs des marchés dans leurs décisions. Le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) du Canada est un bon exemple de la façon la plus efficace d'atténuer le risque systémique. Le STPGV traite les transactions canadiennes qui

portent sur de grosses sommes ou pour lesquelles le moment du règlement est critique. Il procure aux participants la certitude qu'une fois que le paiement a été traité, la transaction sera réglée le jour même, quoi qu'il puisse arriver à l'un ou l'autre d'entre eux par la suite. À elle seule, cette certitude accroît l'efficacité. Mais, en outre, la structure du STPGV permet de réduire au minimum le montant des garanties que chacune des institutions doit constituer dans le cadre du système, par comparaison avec les systèmes de règlement des montants bruts utilisés dans d'autres pays. Cette réduction des garanties permet de libérer des ressources pouvant être affectées à des fins plus productives ailleurs.

### **L'élaboration d'un cadre efficace**

Voilà trois des moyens par lesquels un cadre réglementaire solide peut améliorer l'efficacité du système financier : en encourageant la concurrence, en diminuant autant que possible les asymétries d'information et en atténuant le risque systémique. Toutefois, pour faciliter l'atteinte de notre objectif d'amélioration de l'efficacité, il est également important que notre cadre réglementaire soit *efficace*. À quoi reconnaît-on un cadre efficace? À mon avis, il convient de souligner trois facteurs.

Tout d'abord, ce cadre devrait inclure des mesures incitatives encourageant les marchés à appuyer et à récompenser les conduites adéquates des différents acteurs. Ces mesures devraient suffire à motiver les participants aux marchés sans que les organismes de réglementation aient à intervenir constamment ou que soient imposées des règles détaillées dictant aux entreprises non seulement ce qu'elles doivent faire mais *comment* s'y prendre. Des mesures incitatives judicieuses aideraient les autorités réglementaires à atteindre leurs objectifs sans que les coûts liés au processus dépassent les avantages de la réglementation.

Ensuite, si l'on veut se doter d'un cadre réglementaire efficace, il est indispensable de prendre en compte ce qui se passe au-delà de nos frontières. Il est possible pour un pays d'obtenir un avantage comparatif en établissant un cadre réglementaire de premier rang. Pour que nos institutions et nos marchés financiers soient concurrentiels à l'échelle internationale, notre cadre réglementaire doit être — et incontestablement — au moins aussi bon que ses pendant à l'étranger.

D'un autre côté, les règles canadiennes, et leur application, devraient s'accorder à la fois avec les besoins et les réalités du pays. Cette tension entre des considérations nationales et internationales sont une source de défis pour les décideurs canadiens. La loi Sarbanes-Oxley est un cas d'espèce à cet égard. Les décideurs canadiens adhèrent aux *principes* généraux qui sous-tendent cette loi, en particulier la promotion de la bonne gouvernance et de pratiques financières saines. Il reste que le niveau de détail extrême de ses règles d'application et le fait qu'elle soit axée sur le processus plutôt que sur les résultats entraînent pour bon nombre de nos entreprises des coûts qui sont probablement supérieurs aux avantages que procure le système. Les grandes sociétés canadiennes qui souhaitent accéder aux marchés américains de capitaux n'ont certes pas le choix : elles doivent se conformer à la lettre et à l'esprit de la loi Sarbanes-Oxley. Mais les organismes de



réglementation canadiens sont justifiés de privilégier une approche purement nationale qui satisfasse les besoins des émetteurs et des investisseurs canadiens.

Soyons clairs : le but n'est pas d'emboîter le pas aux États-Unis en matière de réglementation, en dépit de la taille et de la proximité de leurs marchés. Les *principes* qui sous-tendent la réglementation au Canada doivent être aussi bons, sinon meilleurs, que ceux d'autres pays. Mais nous devons appliquer ces principes de façon à obtenir un avantage comparatif favorable à nos entreprises et à nos marchés.

Dernier point, mais non le moindre, un cadre réglementaire efficace se caractérise par l'application de ses règles, et cette application ne doit pas faire l'ombre d'un doute. Pour être efficace, un cadre réglementaire — même le plus cohérent et efficient qui soit — doit être respecté. Les participants aux marchés doivent être surveillés de manière appropriée et, s'ils enfreignent les règles, ils doivent faire l'objet de poursuites, et les peines adéquates doivent être imposées de façon stricte. Un cadre prévoyant une surveillance étroite, des poursuites et l'imposition de peines incite les entreprises à se conformer aux règles, ce qui renforce la crédibilité du cadre. Autrement dit, les marchés sont d'autant plus efficaces que tout le monde joue selon les règles — et que tout le monde est convaincu que les autres ont intérêt à en faire autant.

J'ai déjà indiqué que la réglementation devrait être conçue pour accroître la confiance dans les marchés et les institutions. Vous me permettrez d'illustrer ce point à l'aide d'un exemple. Les sociétés canadiennes cotées peuvent parfois pâtir d'une évaluation boursière inférieure à celles d'entreprises similaires cotées aux États-Unis. Pourquoi? Des recherches menées par la Banque du Canada ont révélé que cela pourrait tenir aux préoccupations entourant la gouvernance. Et l'une des principales préoccupations concerne l'impression que les lois canadiennes relatives au délit d'initié ne seraient pas appliquées aussi strictement qu'elles pourraient l'être. Nous poursuivons les recherches pour mieux comprendre la cause de cette perception.

La leçon à retenir ici, c'est que si nous voulons accroître l'efficacité de notre cadre réglementaire, les investisseurs doivent être convaincus qu'ils seront traités équitablement. Je le répète : la loi doit être appliquée correctement au Canada et perçue comme telle.

### **Les enjeux actuels relatifs à la réglementation du système financier**

Voilà comment un cadre réglementaire solide peut améliorer l'efficacité du système financier. Examinons maintenant quelques enjeux actuels et la contribution que la Banque du Canada peut avoir à l'égard de certains.

La Banque s'emploie depuis quelque temps déjà à effectuer des recherches et à formuler des observations sur les innovations destinées à accroître l'efficacité. Elle collabore avec le secteur privé pour renforcer la sûreté et l'efficacité des systèmes de compensation, de paiement et de règlement. Par exemple, elle s'est associée récemment à divers groupes pour voir à ce que les participants de ces systèmes continuent à mettre en oeuvre des plans de poursuite des activités plus robustes, particulièrement sous l'angle systémique. En accroissant le degré de certitude que

les systèmes névralgiques seront opérationnels en tout temps, l'élaboration de plans de poursuite des activités adéquats peut en effet améliorer l'efficacité globale du système financier.

En ce qui a trait aux marchés des titres à revenu fixe, la Banque joue aussi un rôle dans la mise au point d'une réglementation concernant la transparence et les systèmes de négociation parallèles. Nous assurons la promotion d'innovations tels les systèmes de négociation électronique, car ils permettent d'abaisser les coûts de transaction et de relever la transparence au niveau voulu, ce qui en retour favorisera un accroissement de la liquidité et un meilleur fonctionnement des marchés. De plus, par nos recherches, nos observations et, parfois, notre participation directe, nous contribuons à concevoir des règles et des codes de conduite qui accroissent l'efficacité des marchés des titres à revenu fixe et des marchés des changes.

Naturellement, une des questions à l'étude dans le contexte du système financier concerne l'intégration entre les institutions financières. Dans le discours que j'ai prononcé ici en décembre dernier, j'avais laissé entendre que les autorités canadiennes faisaient face à un défi de taille, dans la mesure où il faut s'efforcer de garder le rythme imposé par d'autres pays qui ont adopté sans réserve la philosophie concurrentielle de la Commission Porter pour leur réglementation. Concrètement, nous devons nous doter d'un cadre de politiques qui continue de stimuler l'innovation et l'efficacité en encourageant la concurrence. Parallèlement, nous devons examiner comment donner à nos institutions financières la latitude nécessaire pour accroître leur efficacité grâce à des économies d'échelle.

Selon une étude que la Banque du Canada a menée récemment sur les économies d'échelle dans le secteur bancaire, des gains d'efficacité, susceptibles de se traduire par une baisse du coût des prêts aux entreprises et aux particuliers, pourraient être réalisés par les institutions financières canadiennes. Ces gains profiteraient d'ailleurs à l'ensemble de l'économie. Cela dit, d'autres questions pertinentes de politique publique sont aussi à l'ordre du jour, telles que la participation étrangère au capital des sociétés et les risques de concentration du pouvoir de marché entre une poignée d'acteurs. Il n'est certes pas simple de trouver un juste milieu entre tous ces intérêts. Mais au chapitre de la concurrence, il convient de garder à l'esprit que le niveau de concurrence peut être maintenu, voire renforcé, par la venue de nouveaux participants, ou même la menace de leur arrivée.

La structure idéale à laquelle devraient se conformer les organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières a aussi donné lieu à un autre débat des plus intenses. Ce que j'ai dit à cet égard l'an dernier est toujours valable. Une plus grande efficacité exige que le secteur canadien des valeurs mobilières soit régi par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes identiques pour tous.

Mais la question est de savoir comment appliquer cette réglementation en fonction des catégories d'émetteurs de façon à tenir compte des besoins variés de ceux-ci. Par exemple, une catégorie pourrait englober les grosses entreprises complexes qui veulent avoir accès aux marchés internationaux de capitaux. La réglementation les régissant serait semblable à celle appliquée à New York ou à Londres. À l'autre extrémité du spectre, une autre catégorie pourrait regrouper les

petites entreprises spéculatives d'exploitation des ressources naturelles qui, par le passé, ont obtenu du financement sur les marchés boursiers canadiens. Une troisième catégorie, au milieu, pourrait réunir la majorité des entreprises canadiennes à moyenne capitalisation qui choisissent seulement d'accéder aux marchés nationaux de capitaux et sont très souvent plus petites et moins complexes que les entreprises américaines comparables.

Ces différentes catégories de sociétés existent dans l'ensemble des grandes administrations provinciales. Et les investisseurs qui relèvent de chaque administration ont des besoins similaires. Le point essentiel à retenir est le suivant : si, dans l'application des lois et règlements, on doit tenir compte de la taille et de la complexité des entreprises, il n'y a pas lieu de les adapter en fonction de la province ou du territoire de l'émetteur ou de l'investisseur.

## **Conclusion**

En conclusion, j'espère que vous avez trouvé mes observations d'actualité. De nombreuses décisions importantes touchant notre cadre réglementaire sont en train d'être prises et elles auront une incidence profonde sur l'économie du pays. Il est primordial que les personnes qui prennent ces décisions ne perdent pas de vue l'objectif de l'efficacité. Elles peuvent soutenir cet objectif en encourageant la concurrence, en corrigeant, dans la mesure du possible, les imperfections des marchés et en favorisant la stabilité financière grâce à la réduction du risque systémique.

Mais il importe encore davantage de se rappeler pourquoi il y a lieu de poursuivre cet objectif d'efficacité. Au bout du compte, les décideurs doivent s'efforcer de créer les conditions les plus propices qui soient pour que les ressources économiques soient employées de manière optimale. C'est de cette façon que les décideurs et les organismes de réglementation du système financier serviront au mieux l'intérêt public et qu'ils contribueront à une croissance économique et à une prospérité durables au Canada.

© 1995-2006, Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. [Communiquez avec nous](#) et consultez l'[Énoncé concernant la protection des renseignements personnels](#).



## Bank of Canada

### Publications and Research

#### Press Releases

2004

FOR IMMEDIATE RELEASE  
9 December 2004

CONTACT: Annie Portelance  
(613) 782-8782

---

#### **Governor Dodge Says Canada Must Improve Its Financial System Efficiency**

**TORONTO, ONTARIO**—Bank of Canada Governor David Dodge said today it is imperative that Canada work to enhance the efficiency of its financial system.

In a speech to a joint meeting of the Empire Club of Canada and the Canadian Club of Toronto, Governor Dodge said that future economic growth and prosperity in Canada depend on improving the efficiency of Canada's financial system, including financial markets and financial institutions. "If we don't make this effort, the Canadian economy will suffer," he said. "The status quo won't cut it."

Canada's status as a world leader in financial institution efficiency has been diminished over the past decade as other countries have forged ahead, Governor Dodge noted. In these circumstances, the Governor said that Canada faces a difficult policy challenge: "How can we enhance our policy framework to provide greater incentives for innovation by encouraging competition while, at the same time, giving our institutions the scope to improve efficiency?"

Governor Dodge also spoke about the need for Canada to implement appropriate securities regulation, given the country's large number of smaller-sized firms. "The principles at the heart of Canada's regulatory framework must be as good as, or better than, those of any other country," he said, adding that Canadian disclosure rules "should take into account differing levels of size and complexity."

The Governor stressed the urgency of moving forward in order to maintain Canada's competitiveness. "While Canada has been studying and analyzing, the rest of the world has been acting. It's time for us to act, too," he said. "The future health of our economy and the prosperity of Canadians depend on it."

---

See also: [Remarks from the Governor](#)

Copyright © 1995-2006, Bank of Canada. Permission is granted to reproduce or cite portions herein, if attribution is given to the Bank of Canada. [Contact us](#). Read our [privacy statement](#).



## Bank of Canada

<http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2004/sp04-14.html>

## Publications and Research

### Speeches

2004

---

Remarks by David Dodge  
Governor of the Bank of Canada  
to the Empire Club of Canada  
and the Canadian Club of Toronto  
Toronto, Ontario  
9 December 2004

---

### Financial System Efficiency: A Canadian Imperative

Good afternoon. It is a privilege for me to address this joint meeting of the Empire and Canadian clubs, and I thank you for the opportunity to do so.

I am particularly pleased to speak to you today because this is a bit of a red-letter day on the Bank of Canada's calendar. Today, we released the latest edition of our semi-annual *Financial System Review (FSR)*. This publication, which is only a couple of years old, examines issues that relate to Canada's financial system. Each edition of the *FSR* takes a look at recent developments and trends in the financial system, as well as issues that have an impact on its efficiency, safety, and soundness. This is because the overall role of the Bank in the financial system area is to promote its safety, soundness, and efficiency. Today's edition contains a number of articles that focus on the promotion of financial system efficiency and stability. And it is the issue of financial system efficiency that I will talk about today.

I will begin with a brief discussion of how the Bank of Canada contributes to the efficiency of the financial system at the macroeconomic level. Then, I will spend most of my time discussing how we can improve efficiency in Canadian financial institutions and markets; that is, the microeconomic aspects of efficiency.

But before I do that, I should start by defining what I mean by "financial system" and "efficiency." Then, I will explain why it is so critically important for Canada to improve in this area.

When I talk about the "financial system," I am referring to financial institutions and markets, the infrastructure, laws, and regulations that govern and support their operations, and the macroeconomic framework within which they operate. My message for you is that improving the efficiency of Canada's financial system is imperative.

But what is an efficient financial system? In economic terms, an efficient financial system is one that helps to allocate scarce economic resources to the most productive uses, in a cost-effective

way. The ultimate goal is to have Canada's financial institutions and markets match investors and their savings with appropriate, productive investments. Put more directly, if Canadians want sustainable economic growth and prosperity, our financial system must function as efficiently as possible.

Let me explain why efficiency is so important. With an efficient system, investors can get the highest risk-adjusted returns on their investments and borrowers can minimize the costs of raising capital. Inefficiencies can drive a wedge between what borrowers pay and what investors receive. I'll give you some examples of how inefficiencies can interfere with the saving and investment process that is so crucial to economic growth. If adequate information isn't available, potential investors can't tell whether a particular investment fits with their tolerance for risk. If financing costs are too high because of inefficiencies, borrowers won't be able to secure the funds they need to expand. If competition isn't encouraged, the various players in the financial system won't have the right incentives to innovate. This is why it's so critical for the financial system to work efficiently.

### *Efficiency and the Bank of Canada*

I would now like to spend a few minutes on the Bank of Canada's role in promoting an efficient financial system. In order to have such a system, we need above all a supportive framework of macroeconomic policies that minimize uncertainty and enhance confidence about the future value of money. This includes prudent fiscal policies, which are the responsibility of ministers of finance. It also includes effective monetary policy, which is the Bank of Canada's responsibility.

We achieve effective monetary policy through our system of inflation targeting. One of the key benefits of this regime is that inflation expectations have become well anchored on the 2 per cent target, not just in the short term, but also in the long term. As a result, borrowers now pay a much smaller premium to compensate investors for inflation risk. This is particularly important at the long end of the yield curve. Reduced uncertainty has led to lower costs for borrowers and to a more efficient allocation of resources.

The promotion of a safe and sound financial system that reduces uncertainties and systemic risk can also contribute to efficiency. We work in partnership with federal and provincial agencies, regulators, and market participants in this area, in order to actively foster the safety and soundness of the financial system. We also have a number of unique responsibilities. It is our role, for example, to oversee those payment, clearing, and settlement systems that could pose systemic risk. These systems have been designed to provide certainty that large-value payments or securities transactions will settle in real time. In addition, they have been designed to operate using a relatively small amount of liquidity compared with systems in other countries. This frees up resources that can be put to more productive use elsewhere. The Bank of Canada is also the "lender of last resort"—the ultimate provider of liquidity to the financial system. Indeed, we've just concluded a review of that role, and the details can be found in the *FSR* that we released today.

There is also an international element to our efforts. The Bank of Canada works with partners in other countries on initiatives to strengthen the international financial system. The goal is to



minimize the risk of a financial crisis in one part of the world spreading across borders. But that's a topic for a whole other speech.

So to summarize, Canada's macroeconomic and prudential policies generally do the job they are supposed to do in supporting efficiency. But let me be clear—we are not complacent; we are always looking for ways to improve. Continuous improvement is essential.

### *Efficiency in Financial Institutions and Markets*

Now, I want to talk more specifically about the microeconomic aspects of efficiency in financial institutions and markets, including the promotion of competition and the provision of an appropriate legal and regulatory framework. Competition drives innovation and efficiency gains. And an appropriate legal and regulatory framework gives all investors fair access to necessary information, while minimizing the costs of raising capital.

The evidence shows that Canada's financial institutions and markets have generally been efficient when compared with those in other countries. But over the past decade, markets and financial institutions elsewhere have become—and are becoming—more efficient. To stay competitive in this environment, Canada's financial system must also constantly increase its efficiency. If we don't make this effort, the Canadian economy will suffer. The status quo won't cut it.

So what should our priorities be? I'll talk about financial institutions first and then about financial markets.

### *Efficiency and Financial Institutions*

In terms of financial institutions, a quick look backward may show us the way forward. I want to go back 40 years, to 1964, and recall the Royal Commission on Banking and Finance, otherwise known as the Porter Commission. The Porter Commission was well ahead of its time, with groundbreaking analysis and policy recommendations. In the post-World War II environment, where extensive government controls on the economy were still thought desirable, Porter came out strongly in favour of greater competition, freer markets, and effective regulation that served to enhance efficiency.

In the wake of the Porter Commission, Canada revised its financial legislation in some crucial ways. Canadian banks responded to the new competitive environment by innovating and enhancing efficiency. Canadian institutions became world leaders, as financial institutions in many other countries were still operating under more restrictive and less-efficient regulatory regimes. Over the next three decades, Canada continued to lead the world. Successive revisions of legislation covering financial institutions encouraged greater cross-pillar competition in some areas, leading to lower costs and improved efficiency. But over the past decade, other countries have caught up and are forging ahead.

During this time, two trends changed the global environment for financial institutions. First, with the expansion of world trade, national markets became truly global. Financial institutions had to find ways to provide enhanced services to customers worldwide. Second, other countries—

particularly the United States and the United Kingdom—began to align their regulatory frameworks with the competitive philosophy of the Porter Commission. The regulatory barriers that had held back competition, both geographically and among different types of institutions, began to fall rapidly.

Out of this more open and competitive environment came consolidation—not just among institutions but across pillars and jurisdictions. As a result, foreign institutions were better placed to exploit new technologies in order to enhance efficiency, and to offer new instruments and combinations of services to their clients. These two trends have led to great benefits for consumers worldwide, and they are continuing.

In these circumstances, Canada faces a difficult policy challenge. How can we enhance our policy framework to provide greater incentives for innovation by encouraging competition while, at the same time, giving our institutions the scope to improve efficiency? This is the challenge for Canadians in considering mergers, both within and across pillars, and the removal of barriers to foreign competition.

The questions about the best ways to enhance competition—to balance incentives for efficiency with other legitimate public policy concerns—are complex. And I don't have simple answers. But efficiency must be at the heart of the debate. Because, in the end, an efficient financial system is key for the future—not just of the institutions, but of the Canadian economy as a whole.

### *Financial Market Efficiency*

Let me now turn to financial markets. When it comes to the competitiveness of global financial markets, size, depth, and liquidity do matter. So Canadian financial markets—whether equity, fixed-income, derivatives, or foreign-exchange—have an inherent disadvantage compared with those in New York or London. To compensate, Canadian financial markets have to be relatively even more efficient.

So what can Canada do to improve the efficiency of its markets? One area that has received a lot of attention, not just in Canada but in many other countries, is securities regulation. The key issue is to reduce what economists call "information asymmetries" by as much as is practical. What that means is that our regulatory framework should aim—in general—at having market prices reflect all relevant information, and that all parties to a transaction should have fair access to that information. We can enhance efficiency by reducing information asymmetries up to the point where the cost of additional compliance would outweigh the benefits.

Following events such as Enron, Parmalat, and Livent, it became clear that investors were not always receiving sufficient and accurate information. Corporate scandals prompted many an investor to say: "There oughta be a law!"—a law to make publicly traded companies disclose all information. But in the rush to write laws and regulations, too much attention has been paid to detailed rules that govern *how* companies disclose information, rather than focusing on *what* they disclose. We have seen a large increase in the costs of providing information—particularly in the United States—without *commensurate* progress towards improving the relevance of the information being disclosed.

The concept of relevant disclosure is particularly important for a country like Canada, where public companies range in size from the very small to the large and multinational. The precise nature of what constitutes relevant information differs depending on the size and complexity of the firm. Corporate disclosure regulations should recognize this. For large, complex firms, more complex rules are required in order for investors to receive appropriate information. But for smaller firms, less-complex disclosure regulations—and lower costs of compliance—may result in the best cost-benefit balance. The Canadian Securities Administrators recognized this point in putting forward new proposals for guidelines for corporate governance that are based on a firm's size.

There is another consideration, and that is the need for some companies to have access to global capital markets. Firms that want to list on international exchanges will have to follow the disclosure rules that apply in those markets. And large Canadian firms that want to raise capital abroad need regulations here that are recognized as meeting international standards. But smaller, less-complex firms—which make up the vast majority of publicly listed companies in Canada—may not want to raise capital abroad. So it may not make sense for Canadian regulators to force these smaller firms to comply with the kinds of detailed rules that would be appropriate for large firms.

Let me be clear. The *principles* at the heart of Canada's regulatory framework must be as good as, or better than, those of any other country. But keep in mind that companies considered to be mid-sized in terms of capitalization in Canada would be regarded as micro-capitalized by international standards. Historically, Canada's public markets have done very well in funding these smaller companies efficiently. This should continue in the future. So it is clear to me that our regulatory framework should take into account differing levels of size and complexity when establishing rules for disclosure.

The rule requiring CEOs to sign-off on their financial statements is a case in point. The principle behind the rule is to try to make sure that investors have sufficient and accurate information. Holding the CEO accountable is a good way to go about this. The principle can work equally well for large and small firms. But we need to be careful. For very large and complex organizations, setting out some detailed rules in terms of procedures may be helpful. However, we do not need a whole raft of complex rules that tell the CEOs of smaller firms what procedures they must follow before they can put their signatures on their financial statements. We need to be careful not to write rules that govern only the inputs that come before the CEO sign-off. Rather, we need to focus on getting the output right, so that the document that the CEO signs actually gives investors sufficient and accurate information.

Efficiency dictates that Canada should have uniform securities laws and regulations, based on principles that apply to everyone. Some have taken this idea further and advocated for a single, pan-Canadian securities regulator. I'm not here today to weigh in on that debate. But I do want to stress that, whatever the structure of the regulator, we must strive for efficiency in regulation—the best regulation, at the lowest cost.

Now let me talk briefly about another important information issue, and that is the issue of price transparency in markets. Here, I am referring to timely, public disclosure of transaction details,

such as price and volume. It is not difficult to see how this information leads to better resource allocation.

The appropriate level of transparency may vary from market to market. Generally, the more liquid the market, the higher the level of transparency it can support. However, the world is moving to greater transparency in all markets through the spread of technology. The Bank of Canada is conducting research and working with market participants and regulators on ways to increase transparency in Canadian markets, with due regard for liquidity, equitable access, and fair play. Together with price transparency, these are the ingredients that help to create efficient, well-functioning markets.

It is important that we get transparency and regulation right. But we also need to devote the appropriate time and effort to making the most of whatever rules we write, including existing ones. This means focusing on a range of smaller initiatives that can enhance efficiency. For example, provincial and territorial legislatures need to make the Uniform Securities Transfer Act a priority. Such an act would provide a sounder legal basis for the holding and transfer of rights in securities that are held in book-entry form, and would replace the current patchwork of legal rules in this area. Another initiative is the Canadian Capital Markets Association's focus on trade-matching to support progress towards straight-through processing.

There's one more area where it is absolutely critical for Canada to continue to improve, and that is enforcement. There is a widely held perception that Canadian authorities aren't tough enough in punishing fraud and enforcing insider-trading and other rules. That's why it is encouraging to see that steps to toughen enforcement are being taken, by provincial securities commissions, by the Investment Dealers Association, by law-enforcement agencies, and by the federal government. These kinds of steps to improve enforcement must continue.

## **Conclusion**

Let me conclude. To improve the economic and financial welfare of Canadians, we need an efficient financial system. The Bank of Canada has been contributing to this goal by enhancing Canadians' confidence about the value of their money and by reducing risks to the safety and stability of the financial system. Our *Financial System Review* is part of this effort.

But the effort must extend far beyond the central bank. I've raised some issues today that I think are critical to enhancing the efficiency of our financial system. None of these issues are new. They have been studied and analyzed thoroughly. But while Canada has been studying and analyzing, the rest of the world has been acting. It's time for us to act, too. We have to get on with the job of improving efficiency. The future health of our economy and the prosperity of Canadians depend on it.

---

Copyright © 1995-2006, Bank of Canada. Permission is granted to reproduce or cite portions herein, if attribution is given to the Bank of Canada. [Contact us](#). Read our [privacy statement](#).

## Publications et recherches

### Communiqués

**2004**

POUR PUBLICATION IMMÉDIATE  
9 décembre 2004

COMMUNIQUER AVEC : Annie Portelance  
(613) 782-8782

---

#### **Le gouverneur David Dodge affirme que le Canada doit améliorer l'efficacité de son système financier**

**TORONTO, ONTARIO** — Le gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, a déclaré aujourd'hui qu'il est impératif que le Canada s'efforce d'accroître l'efficacité de son système financier.

Dans un discours prononcé lors d'une réunion conjointe de l'Empire Club of Canada et du Canadian Club of Toronto, M. Dodge a soutenu que la prospérité et la croissance économique futures du Canada dépendent de l'amélioration de l'efficacité du système financier canadien, y compris celle des institutions et des marchés. « Si nous ne nous attelons pas à cette tâche, c'est notre économie qui en pâtira, a-t-il dit. Le statu quo ne suffit plus. »

L'avance dont jouissait le Canada comme chef de file mondial en matière d'efficacité des institutions financières a été réduite au cours de la dernière décennie, les autres pays ayant accompli des progrès à ce chapitre, a souligné le gouverneur. Dans ce contexte, un défi de taille se pose aux autorités canadiennes : « Comment pouvons-nous améliorer notre cadre de politiques pour encourager la concurrence et ainsi stimuler l'innovation, tout en donnant à nos institutions la latitude nécessaire pour accroître leur efficacité? »

M. Dodge a également parlé de la nécessité d'instaurer une réglementation appropriée des valeurs mobilières au Canada, compte tenu du grand nombre de petites entreprises que compte le pays. « Les principes qui sont au cœur du cadre réglementaire canadien doivent être aussi bons, sinon meilleurs, que ceux des autres pays », a-t-il affirmé, en précisant que les règles de divulgation de l'information financière au Canada « devraient tenir compte des différences quant à la taille et à la complexité des sociétés ».

Le gouverneur a insisté sur le fait qu'il est urgent de passer à l'action, afin de permettre à notre pays de rester compétitif. « Pendant que le Canada se livrait à des analyses et à des études, le reste du monde agissait. C'est maintenant à nous d'agir. Il y va de la santé future de notre économie et de la prospérité de tous les Canadiens et Canadiennes », de conclure M. Dodge.

---

Voir aussi : [Allocution prononcée par le gouverneur](#)

© 1995-2006, Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. [Communiquez avec nous](#) et consultez l'[Énoncé concernant la protection des renseignements personnels](#).

## Banque du Canada

<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2004/sp04-14.html>

### Publications et recherches

#### Discours

#### 2004

---

Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant l'Empire Club of Canada  
et le Canadian Club of Toronto  
Toronto, Ontario  
le 9 décembre 2004

---

#### **L'efficience du système financier : une nécessité pour le Canada**

Bonjour. C'est un privilège pour moi de prendre la parole à l'occasion de cette réunion conjointe de l'Empire Club of Canada et du Canadian Club of Toronto, et je vous remercie de m'en avoir offert la possibilité.

Je suis particulièrement heureux de m'adresser à vous en cette journée toute spéciale pour la Banque du Canada. En effet, nous avons publié aujourd'hui la plus récente livraison de la *Revue du système financier*. Cette publication semestrielle, lancée il y a deux ans seulement, porte sur des enjeux liés au système financier du Canada. Dans chaque numéro, nous examinons l'évolution récente et les tendances de ce système, ainsi que les questions qui ont une incidence sur son efficience, sa fiabilité et sa solidité. C'est que le rôle général de la Banque à l'égard du système financier consiste justement à en favoriser l'efficience, la fiabilité et la solidité. La livraison d'aujourd'hui renferme un certain nombre d'articles axés sur la promotion de l'efficience et de la stabilité du système financier. Et c'est d'ailleurs de l'efficience de ce système que je vais vous entretenir.

Je parlerai d'abord brièvement de la façon dont la Banque du Canada contribue à l'efficience du système financier sur le plan macroéconomique. Le reste de mon exposé sera consacré aux aspects microéconomiques de l'efficience, c'est-à-dire les moyens à notre disposition pour améliorer le cadre de fonctionnement des institutions et des marchés financiers au pays.

Mais auparavant, je devrais préciser ce que j'entends par « système financier » et par « efficience ». Je vous expliquerai ensuite pourquoi il est essentiel que le Canada accomplisse des progrès dans ce domaine.

Lorsque je parle du « système financier », je fais bien sûr référence aux institutions et aux marchés, mais aussi à l'infrastructure, aux lois et aux règlements qui les régissent et qui soutiennent leurs opérations, ainsi qu'au cadre macroéconomique dans lequel ils évoluent. Le message que je veux vous livrer est le suivant : il est impératif que le Canada améliore l'efficacité de son système financier.

Mais qu'est-ce qu'un marché financier efficace? En termes économiques, un système est dit efficace lorsqu'il contribue à ce que des ressources économiques limitées soient employées aux fins les plus productives possible, et ce, au moindre coût. L'objectif final est de faire en sorte que les institutions financières et les marchés financiers du Canada canalisent l'épargne des investisseurs vers des investissements appropriés et productifs. Disons, de manière plus directe, que si les Canadiens souhaitent jouir d'une croissance économique et d'une prospérité durables, il faut que notre système financier soit aussi efficace que possible.

Permettez-moi de vous expliquer pourquoi cet enjeu est aussi important. Grâce à un système efficace, les investisseurs peuvent obtenir les meilleurs taux de rendement (corrigés en fonction du risque) du capital investi, et les emprunteurs, réduire au minimum les coûts de financement. À l'inverse, les inefficiences peuvent créer un fossé entre ce que les emprunteurs payent et ce que les investisseurs reçoivent. Voici quelques exemples de la façon dont les inefficiences peuvent entraver le processus d'épargne et d'investissement si essentiel à la croissance économique. S'ils ne disposent pas de renseignements adéquats, les investisseurs potentiels ne peuvent déterminer si un investissement donné cadre avec leur degré de tolérance au risque. Si les coûts de financement sont trop élevés en raison des inefficiences, les emprunteurs ne pourront obtenir les fonds dont ils ont besoin pour se développer. Si la concurrence n'est pas encouragée, les divers acteurs du système financier n'auront pas les motivations voulues pour innover. Voilà pourquoi il est si important que le système financier fonctionne de manière efficace.

#### *L'efficacité et la Banque du Canada*

J'aimerais maintenant parler brièvement du rôle que joue la Banque du Canada dans la promotion de l'efficacité du système financier. Pour que notre système soit efficace, nous avons besoin avant tout d'un cadre favorable de politiques macroéconomiques qui réduisent au minimum l'incertitude et augmentent la confiance quant à la valeur future de la monnaie. On pense ici à des politiques budgétaires prudentes, qui sont du ressort des ministres des Finances, et à une politique monétaire efficace, qui, chez nous, relève de la Banque du Canada.

L'efficacité de notre politique monétaire tient à notre régime de cibles d'inflation. L'un des principaux avantages qu'offre ce régime est que les attentes d'inflation se sont arrimées fermement à la cible de 2 %, non seulement à court terme, mais aussi à long terme. En conséquence, les primes que les investisseurs exigent des emprunteurs pour faire contreponds au risque d'inflation sont maintenant beaucoup moins élevées. Ce facteur revêt une importance particulière pour le segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. La réduction de l'incertitude a permis une diminution des coûts pour les emprunteurs et une allocation plus efficace des ressources.



La promotion d'un système financier fiable, solide et propre à réduire les incertitudes et le risque systémique peut aussi contribuer à une plus grande efficacité. Nous travaillons d'ailleurs en partenariat avec des organismes fédéraux et provinciaux, les autorités réglementaires et les opérateurs des marchés afin de promouvoir activement cette fiabilité et cette solidité du système. Nous assumons aussi un certain nombre de responsabilités particulières à cet égard. La Banque est chargée, notamment, d'exercer une surveillance générale des grands systèmes de paiement, de compensation et de règlement du pays qui sont susceptibles de poser un risque systémique. Ces systèmes sont conçus, d'une part, pour donner l'assurance que les paiements de grande valeur et les opérations sur titres seront réglés en temps réel, et, d'autre part, pour fonctionner avec un volume relativement faible de liquidités par comparaison avec les systèmes d'autres pays, ce qui permet de libérer des ressources et de les affecter à des fins plus productives. La Banque du Canada joue également le rôle de « prêteur de dernier ressort », autrement dit de fournisseur ultime de liquidités au système financier. Nous venons d'ailleurs d'achever un examen de ce rôle, dont les détails sont exposés dans la livraison de la *Revue du système financier* que nous avons publiée aujourd'hui.

Les efforts que nous déployons comportent aussi une dimension internationale. La Banque du Canada collabore avec des partenaires d'autres pays dans le cadre d'initiatives visant à renforcer le système financier international. Ces initiatives ont pour objet de réduire autant que possible le risque qu'une crise financière dans une région du monde ne se propage ailleurs. Mais c'est là le sujet de tout un autre discours.

Pour résumer, je dirai que les politiques macroéconomiques et prudentielles du Canada remplissent généralement bien leur rôle quant au soutien de l'efficacité. Mais soyons clairs : nous ne relâchons pas pour autant notre vigilance; nous cherchons constamment des moyens de nous améliorer. Et cette amélioration continue est essentielle.

#### *L'efficacité des institutions et des marchés financiers*

J'aimerais maintenant discuter plus particulièrement des aspects microéconomiques de l'efficacité au sein des institutions et des marchés financiers, y compris la promotion de la concurrence et la mise en place d'un cadre juridique et réglementaire approprié. La concurrence stimule l'innovation et les gains d'efficacité. Un cadre juridique et réglementaire approprié fournit à tous les investisseurs un accès équitable aux renseignements nécessaires, tout en réduisant au minimum les coûts de financement.

Comme les faits en témoignent, les institutions et les marchés financiers du Canada se sont révélés généralement efficaces par rapport à ceux d'autres pays. Mais les institutions et les marchés financiers ailleurs dans le monde ont gagné en efficacité au cours de la dernière décennie, et ils continuent de le faire. Pour demeurer concurrentiel dans ce contexte, le système financier du Canada doit lui aussi réaliser de nouveaux gains d'efficacité. Si nous ne nous attelons pas à cette tâche, c'est notre économie qui en pâtira. Le statu quo ne suffit plus.

Quelles devraient être nos priorités? J'examinerai cette question d'abord sous l'angle des institutions financières, puis sous celui des marchés financiers.

### *L'efficience et les institutions financières*

En ce qui concerne les institutions financières, je crois qu'un coup d'oeil sur le passé pourrait nous indiquer la voie à suivre. Remontons 40 ans en arrière, soit en 1964, à l'époque de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, connue aussi sous le nom de Commission Porter. Cette commission était en avance sur son temps, grâce à ses analyses et à ses recommandations novatrices en matière de politiques. En cette période d'après-guerre, où le contrôle serré qu'exerçait le gouvernement sur l'économie était encore considéré comme souhaitable, les commissaires se sont prononcés fermement en faveur d'une plus grande concurrence, d'une libéralisation des marchés et d'une réglementation efficace propre à accroître l'efficience.

À la suite de la Commission Porter, le Canada a modifié radicalement certains aspects de sa législation financière. Les banques du pays ont réagi au nouveau climat de concurrence en innovant et en améliorant leur efficience. Les institutions canadiennes sont devenues des chefs de file mondiaux, à un moment où les institutions financières de nombreux autres pays fonctionnaient encore sous des régimes réglementaires plus restrictifs et moins efficaces. Au cours des trois décennies suivantes, le Canada a conservé son avance à l'échelle internationale. Les révisions subséquentes de la législation régissant les institutions financières ont encouragé une plus grande concurrence interpiériers dans certains secteurs, ce qui a entraîné une baisse des coûts et un accroissement de l'efficience. Cependant, les autres pays ont rattrapé leur retard au cours de la dernière décennie et ils continuent d'accomplir des progrès à ce chapitre.

Durant cette période, deux tendances sont venues modifier l'environnement mondial dans lequel évoluent les institutions financières. Premièrement, avec l'expansion du commerce transfrontalier, les marchés nationaux sont devenus véritablement internationaux. Les institutions financières devaient trouver des moyens de fournir des services améliorés à des clients de partout sur la planète. Deuxièmement, d'autres pays — notamment les États-Unis et le Royaume-Uni — ont entrepris d'aligner leurs cadres réglementaires sur la philosophie concurrentielle de la Commission Porter. Les barrières réglementaires qui avaient jusque-là entravé la concurrence, tant sur le plan géographique qu'entre les différents types d'institutions, se sont mises à tomber rapidement.

Cette ouverture et cette concurrence accrues ont donné lieu à une intégration, non seulement entre institutions, mais aussi entre piliers et entre territoires de compétence. Par conséquent, les institutions étrangères ont été mieux en mesure d'exploiter les nouvelles technologies afin d'augmenter leur efficience, et d'offrir à leur clientèle de nouveaux instruments et de nouvelles combinaisons de services. Ces deux tendances ont profité grandement aux consommateurs du monde entier, et elles se poursuivent encore aujourd'hui.

Dans ces circonstances, un défi de taille se pose aux autorités canadiennes. Comment pouvons-nous améliorer notre cadre de politiques pour encourager la concurrence et ainsi stimuler l'innovation, tout en donnant à nos institutions la latitude nécessaire pour accroître leur efficacité? Voilà le problème que doit résoudre le Canada lorsqu'il examine la possibilité de fusions, tant à l'intérieur des piliers qu'entre ces derniers, ainsi que la suppression des barrières à la concurrence étrangère.

Les questions concernant les meilleurs moyens de renforcer la concurrence — soit de trouver l'équilibre entre les mesures favorisant l'efficacité et les autres objectifs légitimes des politiques publiques — sont complexes. Et je n'ai pas de réponses simples. Mais l'efficacité doit être au coeur du débat, car, au bout du compte, le bon fonctionnement du système financier constitue la clé de l'avenir, non seulement pour les institutions, mais pour l'ensemble de l'économie canadienne.

### *L'efficacité des marchés financiers*

Voyons maintenant la question de l'efficacité des marchés financiers. De toute évidence, la compétitivité de ces marchés à l'échelle internationale dépend de leur taille, de leur profondeur et de leur liquidité. C'est pourquoi les marchés financiers canadiens — des actions, des titres à revenu fixe, des produits dérivés ou des changes — sont fondamentalement désavantagés par rapport à ceux de New York ou de Londres. Pour compenser, les marchés financiers canadiens doivent donc être relativement encore plus efficaces.

Mais que peut faire le Canada pour que ses marchés gagnent en efficacité? La question de la réglementation des valeurs mobilières a suscité beaucoup d'attention, non seulement ici, mais dans nombre d'autres pays. Essentiellement, l'objectif visé consiste à réduire autant que possible ce que les économistes appellent les « asymétries d'information ». Autrement dit, notre cadre réglementaire doit faire en sorte que, de façon générale, les prix du marché reflètent toute l'information pertinente et que l'ensemble des parties à une transaction aient équitablement accès à cette information. Nous pouvons améliorer l'efficacité en éliminant les asymétries d'information, tant et aussi longtemps que le coût de la conformité aux nouvelles exigences ne l'emporte pas sur les avantages.

À la suite des affaires Enron, Parmalat et Livent, par exemple, il est apparu clairement que les investisseurs ne recevaient pas toujours une information exacte et suffisante. Dans la foulée de ces scandales, beaucoup en sont venus à réclamer des lois qui obligerait les sociétés cotées en bourse à divulguer tous les renseignements nécessaires. Mais, pressées d'adopter des lois et des règlements, les autorités ont prêté une trop grande attention à la définition détaillée des *modalités* de divulgation, plutôt que de se concentrer sur la *nature* de l'information communiquée. Nous avons vu les coûts de la communication financière augmenter considérablement, aux États-Unis surtout, sans que des progrès *notables* ne soient réalisés sur le plan de la pertinence de l'information divulguée.

La notion d'information pertinente revêt une importance particulière dans un pays comme le Canada, où la gamme des entreprises cotées en bourse va de la très petite société à la grande multinationale. La définition précise de ce que représente une information pertinente varie selon la taille et la complexité de l'entreprise, et les règles en matière de divulgation de l'information financière devraient en tenir compte. Par exemple, les sociétés complexes et de grande taille devraient être soumises à des règles plus élaborées afin que les investisseurs puissent recevoir l'information appropriée. Dans le cas des petites firmes, en revanche, des règles plus simples — et, de ce fait, des frais de conformité moindres — pourraient se traduire par un rapport coûts-avantages optimal. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont reconnu ce point au moment de proposer de nouvelles lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise qui sont fondées sur la taille de la firme.

Un autre aspect à considérer est la nécessité, pour certaines entreprises, d'avoir accès aux marchés mondiaux de capitaux. Celles qui désirent s'inscrire à des bourses internationales devront se plier aux règles de divulgation de l'information financière applicables à ces marchés. Et les grandes sociétés canadiennes qui veulent mobiliser des capitaux à l'extérieur du pays ont besoin ici même de règles qui soient reconnues comme étant conformes aux normes internationales. Mais les entreprises plus petites et moins complexes, qui forment la vaste majorité des sociétés cotées au Canada, ne souhaitent pas nécessairement accéder aux marchés de capitaux étrangers. Aussi n'est-il peut-être pas judicieux que les organismes de réglementation canadiens imposent à ces petites firmes les mêmes conditions qu'aux grandes.

Soyons clairs : les *principes* qui sont au coeur du cadre réglementaire canadien doivent être aussi bons, sinon meilleurs, que ceux des autres pays. Nous devons néanmoins garder à l'esprit que les entreprises dites à moyenne capitalisation, au Canada, peuvent être plutôt perçues comme des sociétés à microcapitalisation ailleurs dans le monde. Par le passé, les marchés canadiens de capitaux sont très bien parvenus à financer ces entreprises, et il importe que ce soit encore le cas dans l'avenir. J'estime donc que les règles de divulgation de l'information financière établies au sein de notre cadre de réglementation devraient tenir compte des différences quant à la taille et à la complexité des sociétés.

La règle selon laquelle les chefs d'entreprise doivent approuver par écrit les états financiers de leur société en est un exemple. Le principe à la base de cette règle est d'essayer de faire en sorte que les investisseurs disposent d'une information exacte et suffisante. Une bonne façon d'y parvenir est de faire assumer cette responsabilité aux chefs d'entreprise. Le principe peut s'appliquer aussi bien aux grandes sociétés qu'aux petites. Il faut user de prudence cependant. Dans le cas des sociétés très grandes et très complexes, il peut être utile d'établir des règles détaillées en matière de procédures. Par contre, il est inutile de définir toute une liste de règles élaborées pour indiquer aux chefs de petites entreprises les procédures à suivre avant de pouvoir apposer leur signature sur les états financiers de leur société. Il faut se garder de fixer des règles qui s'appliquent uniquement à la marche à suivre avant la signature de ce document. Il faut plutôt viser la qualité des résultats, de sorte que les états financiers signés par le dirigeant fournissent réellement aux investisseurs une information exacte et suffisante.

Une plus grande efficacité exige que le secteur canadien des valeurs mobilières soit régi par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes identiques pour tous. C'est pourquoi certains plaident en faveur de la création d'un organisme pancanadien unique de réglementation des valeurs mobilières. Mon but, aujourd'hui, n'est pas d'intervenir dans ce débat. J'affirme simplement que nous devons nous efforcer d'instaurer la meilleure réglementation possible au meilleur coût, quelle que soit la structure des instances dans ce domaine.

Permettez-moi maintenant d'aborder une autre question importante liée à l'information, à savoir la transparence des prix sur le marché. Je veux parler ici de la divulgation en temps opportun des détails concernant les transactions, comme les prix et les volumes. Il n'est pas difficile de voir dans quelle mesure cette information permet une meilleure affectation des ressources.

Mais le degré de transparence approprié peut varier d'un marché à l'autre. En règle générale, plus un marché est liquide, plus le niveau de transparence qu'il peut soutenir est élevé. Avec l'essor des technologies de l'information, cependant, la transparence tend à s'accroître sur tous les marchés du monde. La Banque du Canada se livre à des recherches et collabore avec les participants au marché et les autorités réglementaires afin de trouver des façons de rendre les marchés canadiens plus transparents, et ce, en tenant dûment compte de trois autres facteurs : liquidité, égalité d'accès et équité des règles du jeu. Voilà les ingrédients qui, avec la transparence des prix, contribuent à l'efficacité et au bon fonctionnement des marchés.

Il est important que nous nous penchions sur la transparence et la réglementation. Mais nous devons aussi consacrer le temps et les efforts nécessaires afin de tirer le meilleur parti des règles que nous mettons en place, y compris de celles qui existent déjà, en privilégiant diverses initiatives de moindre envergure susceptibles de concourir à une plus grande efficacité. Par exemple, les gouvernements provinciaux et territoriaux doivent adopter en priorité la *Loi uniforme sur le transfert des valeurs mobilières*, qui procurerait une assise juridique plus solide pour la possession et le transfert de droits à l'égard de titres détenus sous forme d'écritures comptables, et qui remplacerait l'actuelle mosaïque de règles dans ce domaine. Une autre initiative est l'appariement des opérations proposé par l'Association canadienne des marchés de capitaux comme moyen de promouvoir le traitement direct des valeurs.

Un autre aspect que le Canada doit absolument continuer à améliorer est celui de l'application de la loi. Il existe une perception généralisée selon laquelle les autorités canadiennes ne punissent pas assez sévèrement les fraudeurs et manquent de poigne dans l'application des règles concernant les délits d'initié ou autres. Aussi est-il encourageant de constater que les commissions provinciales des valeurs mobilières, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, les organismes d'application de la loi et le gouvernement fédéral ont pris des moyens pour assurer une observation plus stricte de la loi. Les mesures de ce genre doivent se poursuivre.

## Conclusion

Permettez-moi de conclure. Un système financier efficient est essentiel à l'amélioration du bien-être économique et financier des Canadiens et des Canadiennes. La Banque du Canada participe à l'atteinte de cet objectif en soutenant la confiance du public dans la valeur de sa monnaie et en réduisant les risques qui pèsent sur la fiabilité et la stabilité de ce système. La publication de la *Revue du système financier* fait partie de notre travail en ce sens.

Mais les efforts doivent aller bien au-delà du champ d'action de la banque centrale. J'ai soulevé aujourd'hui des enjeux qui, selon moi, revêtent une importance critique au regard de l'amélioration de l'efficience de notre système financier. Aucun de ces enjeux n'est vraiment nouveau, et chacun a été analysé et étudié en profondeur. Mais pendant que le Canada se livrait à ces analyses et à ces études, le reste du monde agissait. C'est maintenant à nous d'agir. Il est temps de s'atteler à la tâche d'accroître l'efficience de nos marchés. Il y va de la santé future de notre économie et de la prospérité de tous les Canadiens et Canadiennes.

---

Voir aussi : [Communiqué](#)

© 1995-2006, Banque du Canada. Le contenu peut être reproduit ou cité dans la mesure où la Banque du Canada est mentionnée. [Communiquez avec nous](#) et consultez l'[Énoncé concernant la protection des renseignements personnels](#).

## **Submission to the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada**

**By David Longworth and Donna Howard**

The Bank of Canada appreciates the opportunity to provide our views on issues of mutual interest that the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada is examining.

The Bank strongly agrees with the Task Force's goal to achieve a dynamic, fair, efficient, and competitive capital market in Canada. We believe an efficient financial system is crucial for economic growth, as it enables investors to maximize the risk-adjusted returns on their investments and allows firms to minimize the costs of raising capital. An efficient financial system contributes to the effective allocation of resources and enhances the asset price formation process. As such, the market valuation of investment projects will reflect their actual underlying risk and return profiles, enabling savers to allocate funds to the type of investments that most closely match their desired risk-return preferences.<sup>1</sup>

One of the objectives of the Bank of Canada is to promote safe, sound, and efficient financial systems, both within Canada and internationally. The Bank of Canada has sought to contribute to the goal of an efficient financial system in a number of ways. The Bank's monetary policy aims to keep inflation low, stable, and predictable. By doing so, we enhance Canadians' confidence in the value of their money, thus reducing the need for people to spend resources either anticipating or coping with inflation. We also contribute to efficiency through our role as overseer of major payments, securities, and foreign exchange clearing and settlement systems, and by providing liquidity in times of financial stress.<sup>2</sup> By reducing risks to the safety and stability of the financial system, we increase certainty about the robustness of the financial system, thus supporting efficiency. Our semi-annual *Financial System Review* promotes awareness of financial system issues, looks at developments and trends in the system, and addresses issues that affect its safety, soundness, and efficiency. As well, the Bank works actively with market participants and regulators to develop and promote an efficient financial system. And we conduct research that helps inform the decisions of policy-makers as they strive to achieve greater stability and efficiency of the Canadian financial system.<sup>3</sup>

The Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada is analyzing a number of issues that are of interest to the Bank of Canada including balancing cost and effectiveness of modern governance, access to capital, regulatory burden, and enforcement issues.

---

<sup>1</sup> For a more detailed discussion about efficient markets, see Gregory Bauer "A Taxonomy of Market Efficiency," *Bank of Canada Financial System Review*, December 2004.

<sup>2</sup> As fiscal agent for the Government of Canada, the Bank directly participates in fixed-income and foreign exchange markets. Efficient financial markets facilitate the attainment of the government's objectives of minimizing debt-issuance costs and minimize the costs and risks associated with holding foreign exchange reserves.

<sup>3</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

## 1. Balancing Cost and Effectiveness of Modern Governance

Information asymmetries that can lead to market failures arise when there are significant differences in the quantity or quality of relevant company information available to market participants. Therefore, in order to enhance efficiency, regulation should be designed to reduce these information asymmetries by encouraging disclosure of relevant information. However, it is important that regulation should aim to reduce information asymmetries only to the point that the benefits of disclosure still outweigh the costs of compliance.

Following corporate scandals such as Enron and WorldCom, too much attention has been paid to detailed rules that govern how companies disclose information, rather than focusing on what they disclose. This has resulted in a large increase in the costs of providing information, particularly in the United States, without commensurate progress towards improving the relevance of the information being disclosed.<sup>4</sup>

An example is the Sarbanes-Oxley Act introduced in the United States in July 2002. The Act sets new standards for corporate governance, accounting, and financial reporting for firms registered with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). The most contentious element of Sarbanes-Oxley is Section 404 which requires a management assessment report and an auditor attestation report on the effectiveness of the firm's internal controls over financial reporting. The SEC's initial estimate for implementing Section 404 of Sarbanes-Oxley was around \$1.24 billion (or \$91,000 per company).<sup>5</sup> However, anecdotal evidence suggests that implementation costs are far higher than initially estimated, particularly for smaller firms.<sup>6</sup> In March 2005, Financial Executives International (FEI) surveyed 217 public firms with average revenues of \$5 billion to gauge Section 404 compliance costs. The survey found that the average cost of compliance for the firms was about \$4.36 million and that 94% of all respondents believe the costs of compliance exceed the benefits.<sup>7</sup> Academic studies also suggest that compliance costs are much higher than anticipated. A frequently cited academic study by Zhang (2005) examines market reactions around the legislative events prior and subsequent to the passage of Sarbanes-Oxley and estimates that the total cost of compliance is about \$1 trillion (of which direct compliance costs are estimated to be \$260 billion).<sup>8</sup> Another study by Carney (2005) that examines smaller firms (with median gross revenues of \$25 million) finds that compliance with Sarbanes-Oxley increased firms' total compliance costs by 149%.<sup>9</sup>

---

<sup>4</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Empire Club of Canada and the Canadian Club of Toronto, Toronto, Ontario, 9 December 2004.

<sup>5</sup> "Final Rule: Management's Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports", Securities and Exchange Commission, 5 June 2003.

<sup>6</sup> Lorie Zorn, "Corporate Financial Reporting: The Regulatory Response in the United States and Canada", *Financial System Review*, Bank of Canada, June 2005.

<sup>7</sup> "Sarbanes-Oxley Compliance Costs Exceed Estimates", Financial Executives International, Press Release, 21 March 2005.

<sup>8</sup> Ivy Xiyang Zhang, "Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002", AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, June 2005.

<sup>9</sup> William Carney, "The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of 'Going Private'", *Emory Law and Economics Research Paper Series 05-4*, February 2005.



The general principles behind the Sarbanes-Oxley law promote good governance and financial practices, but the extreme level of detail in the application of its rules, as well as its focus on process instead of outcomes, creates costs for many firms that likely exceed the benefits to the system. According to a study by the European Corporate Governance Institute, “the only aspects of Sarbanes-Oxley that are consistent with what should have been done [to enhance the effectiveness of securities regulation] are the increase in penalties for corporate fraud and the change in who appoints external auditors.”<sup>10</sup> Under the new law, external auditors are appointed by the audit committee (formed only of independent directors) instead of by the CEO.

Large Canadian corporations that want access to U.S. capital markets have no choice; they must follow both the spirit and the letter of Sarbanes-Oxley.<sup>11</sup> But smaller, less-complex firms, which make up the vast majority of publicly listed companies in Canada, may not want to raise capital abroad. So it may not make sense for Canadian regulation to force these smaller firms to comply with the kinds of detailed rules that would be more appropriate for large firms. The Canadian Securities Administrators (CSA) recognized this point by proposing a phased approach for internal control requirements based on the issuer firm’s size.<sup>12</sup> Moreover, we support the CSA’s decision to delay implementation for internal control reporting requirements for firms in order to allow more time to assess the potential impact on companies of U.S. developments and to consider comments received on the proposed requirements during the CSA consultations.<sup>13</sup>

It is important that Canada’s regulatory framework be guided by fundamental principles that are as good as, or better than, those of other countries. But Canadian rules and their application should be tailored to our domestic needs and should reflect realities that take into account differing levels of firm size and complexity.

## **2. Regulatory Burden**

Regulation should encourage proper behaviour without imposing an unnecessary burden on participants through detailed rules and high compliance costs. Appropriate regulation should be based on three main principles. First, regulation should correct a market failure. Second, regulation must be effective. Even when a market failure is recognized, regulators should act only if there is a reasonable chance that they will actually address the failure in question. Third, the benefits of a particular regulation must be greater than the costs it imposes. In trying to solve one problem, regulators must avoid causing even greater problems.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> Luigi Zingales, “The Costs and Benefits of Financial Market Regulation”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, April 2004.

<sup>11</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

<sup>12</sup> Multilateral Instrument 52-11 Reporting on Internal Control over Financial Reporting and Companion Policy 52-111CP, Canadian Securities Administrators (except BC), 4 February 2005. The proposed Internal Control Instrument for TSX firms will impose requirements similar to SOX 404 and will be phased-in over four years based on the issuing firm’s market capitalization.

<sup>13</sup> Canadian Securities Administrators Press Release, “Regulators Revise Timeline for Internal Control Reporting Project”, 29 July 2005. The timeline has been extended by one year and the proposed instrument will now commence with financial years ending on or after 30 June 2007.

<sup>14</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

These principles are based on sound economic fundamentals. However, academics have argued that the second and third principles are often ignored by regulators.<sup>15</sup> One way to alleviate this problem would be to require regulatory agencies to carry out more thorough public evaluations of the costs and benefits of new rules.

Regulatory burden can be reduced by applying rules in a tiered way that takes into account the differing needs of issuers. For instance, one tier could apply to large, complex firms that want access to international capital markets. Rules for these firms would be similar to those that are applied in New York or London. At the other end of the spectrum, another tier could apply to small, speculative resource firms that have historically relied on Canadian equity markets for financing. A third tier in the middle could apply to the bulk of Canadian “mid-cap” firms, which choose to access only Canadian capital markets, and which very often are smaller and less complex than U.S. “mid-cap” firms.<sup>16</sup> This approach would prevent smaller, less complex firms from being burdened with complex rules that are more appropriate for larger firms.

It is important to note, however, that different tiers of firms exist in all major jurisdictions and investors in every jurisdiction have similar needs. Therefore, while the application of rules needs to take into account the size and complexity of firms (in order to take into account the cost-benefit trade off), there is no need for different rules to be applied based on the province or territory of the issuer or investor. Canada should have uniform securities laws and regulations based on principles that apply to everyone.<sup>17</sup> This will reduce regulatory burden for firms that operate in more than one Canadian jurisdiction by reducing costs that arise from duplication and inconsistent rules across jurisdictions.

### **3. Access to Capital**

Canadian firms should have access to the capital they need, in markets where a full range of instruments is available to hedge risk. Capital markets play a key role in allocating capital and distributing risk. These markets need to operate efficiently in order to perform these functions effectively, allowing firms to have access to low-cost capital.

Research conducted at the Bank of Canada suggests that “Canadian capital markets appear to be relatively efficient for a country the size of Canada, but are less diverse than the larger U.S. capital market.”<sup>18</sup> New asset classes have developed to address the needs of Canadian companies and investors. This research also indicates that “Canadian government securities markets react to macroeconomic news announcements in a manner similar to the highly liquid U.S. Treasury

---

<sup>15</sup> Luigi Zingales, “The Costs and Benefits of Financial Market Regulation”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, April 2004. The author suggests the creation of a separate government agency dedicated to estimating the costs and benefits of any new securities regulation would mitigate this result. He proposes that the goal of this agency should be to “protect competition and new entrants.”

<sup>16</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

<sup>17</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

<sup>18</sup> Scott Hendry and Michael King, “The Efficiency of Canadian Capital Markets: Some Bank of Canada Research”, *Bank of Canada Review*, summer 2004.

market” suggesting that the quality of these markets “may be adequate.”<sup>19</sup> However, Canadian capital markets are much smaller than those in the United States, Europe, and Japan. In order to remain efficient and competitive, we need to continue developing and enhancing access to new markets, instruments, and pools of capital.

It is also important to consider that Canadian capital markets do not exist in isolation, but form part of a global financial system. Canadian investors and firms are active in international markets, particularly the United States. For instance, Canadian firms issue about half of their corporate debt in U.S. markets to accommodate large issue sizes, to lower their cost of funds, or to hedge their U.S. dollar-denominated revenues and assets. As well, non-investment grade Canadian firms are choosing to raise funds in the U.S. high-yield market, which is the largest high-yield market in the world. The prominent use of U.S. financial markets by Canadian firms suggests that access to global sources of capital is important for Canadian companies.<sup>20</sup> As such, it is important to consider the role that Canadian securities regulation plays in a firm’s decision to seek capital at home or abroad.

New technology can also play an important role in reducing transaction costs and thus enhancing liquidity and efficiency of capital markets. Electronic trading systems can support more efficient operations and information sharing, leading to faster trading, increased competition, and thus lower trading costs.<sup>21</sup> Although the evolution of electronic trading systems has tended to be slower in Canada than in the United States and Europe, progress has been made in the past couple of years with the recent introduction of new electronic trading systems, notably in fixed income markets. Securities regulation, if it is properly framed, can play an important role in advancing development in this area by not restricting innovation and competition.

Finally, the Task Force should be aware that there is a growing body of empirical evidence indicating that the effectiveness of a country’s securities regulation has a systematic and important influence on its firms’ cost of capital. For example, recent academic work shows that firms from countries that have more extensive disclosure rules and stronger enforcement, display significantly lower cost of equity capital, ranging between 30 and 700 basis points, depending on the quantitative technique used.<sup>22</sup>

#### **4. Enforcement Issues**

A good regulatory framework will not promote market efficiency without strong compliance procedures and effective enforcement.

---

<sup>19</sup> Chris D’Souza and Charles Gaa, “The Effect of Economic News on Bond Market Liquidity”, *Bank of Canada Working Paper 2004-16*.

<sup>20</sup> Scott Hendry and Michael King, “The Efficiency of Canadian Capital Markets: Some Bank of Canada Research”, *Bank of Canada Review*, Summer 2004.

<sup>21</sup> Technological innovations could also, in principal, reduce the costs related to regulatory compliance.

<sup>22</sup> See for example Luzi Hail and Christian Leuz “International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?” *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law No. 16/2003*, November 2003, and Utpal Bhattacharya and Hazem Daouk “The World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance*, Vol. 57(1), Feb 2002.

While U.S. securities agencies have pursued a number of high profile cases under insider trading laws that have generated large penalties and even jail terms, similar evidence of enforcement has been lacking in Canada. McNally and Smith (2003), for example, find large-scale evidence of insider trading and reporting violations, based on a study of stock buyback programs and insider trading around significant news announcements.<sup>23</sup> The Wise Persons' Committee to Review the Structure of Securities Regulation in Canada highlights that there is inconsistency in the enforcement powers and sanctions across provinces, with similar conduct resulting in widely varying sanctions depending on the jurisdiction in which it occurred and is prosecuted.<sup>24</sup> Bank of Canada research that finds Canadian firms have lower market valuations than similar firms listed in the U.S. links a perception of weak enforcement to the valuation of Canadian-listed firms.<sup>25</sup> Several researchers have suggested that a listing on a U.S. exchange by a non-U.S. firm increases its valuation because it subjects the firm to stricter SEC supervision and greater public scrutiny by U.S. investors and analysts.<sup>26</sup>

Effective enforcement requires that participants must be appropriately monitored, and offenders must be prosecuted and adequate penalties imposed when rules are broken. A regulatory framework with strong monitoring, prosecution, and application of penalties provides the incentives for firms to follow the rules. This, in the end, adds to the framework's credibility and enhances investor confidence in financial markets.<sup>27</sup> Thus, a coordinated approach by securities regulators and self-regulatory organizations, law enforcement agencies and other actors in the legal system to monitor, investigate, and punish improper behaviour is necessary at a provincial, national, and international level.

A study on Canadian enforcement by Puri (2005) finds that the current regulatory structure in Canada would benefit from greater co-ordination and co-operation in relation to enforcement policy-setting and priority-setting. Puri argues that a system should be devised to recognize sanctions imposed by one securities commission in other Canadian jurisdictions. The author also suggests that securities regulators should create, justify, and publicly disclose the factors that they take into account in deciding which enforcement actions to pursue.

Furthermore, the study recommends that Canadian securities regulators should continue to strengthen public enforcement efforts on the basis of the principle of deterrence. However, in addition to this they should also act as a facilitator to assist investors in receiving compensation for harms suffered in capital markets. That is, securities regulators should enhance investors' ability to privately enforce their contracts.

---

<sup>23</sup> William McNally and Brian Smith, "Do Insiders Play by the Rules?", Canadian Public Policy, 2003.

<sup>24</sup> Wise Persons' Committee to review the structure of securities regulation in Canada, Department of Finance, 2003.

<sup>25</sup> Michael King and Dan Segal, "Valuation of Canadian- vs. U.S.-Listed Equity: Is There a Discount?", *Bank of Canada Working Paper 2003-06*.

<sup>26</sup> See John Coffee, "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications", *Northwestern University Law Review* 93(3), 1999, and René Stulz, "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital", *Journal of Applied Corporate Finance* 26, 1999. For evidence that Canadian firms cross-listed in the U.S. are more highly valued than similar Canadian firms exclusively listed on the TSX see Michael King and Dan Segal, "International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis", *Bank of Canada Working Paper 2004-17*.

<sup>27</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.

This means that in addition to securities regulators, criminal law authorities including law enforcement agencies, crown prosecutors, and the judiciary have a key role to play in achieving effective enforcement. In the past, a lack of resources and expertise has been cited as the reason for few capital markets crimes being prosecuted by criminal authorities.<sup>28</sup> Recent steps taken by law enforcement agencies and the federal government to toughen enforcement are hence encouraging. One such initiative is the establishment of Integrated Market Enforcement Teams (IMET) by the federal government in 2002. These teams comprised of RCMP investigators, legal advisors, and forensic accountants, are involved in the “detection, investigation, and prevention of serious corporate and financial markets crime.”<sup>29</sup>

Puri (2005) urges the Canadian judiciary to recognize the magnitude and impact of corporate crime on Canadians and the Canadian economy. The author highlights the need for judges to “better understand and apply economic theory in determining the appropriate sanctions for corporate offenders” in order to deter wrongdoing. The National Judicial Institute (NJI), which is “dedicated to the development and delivery of educational programs for all federal, provincial, and territorial judges”, can play an important part in accomplishing this objective.<sup>30</sup> The Bank of Canada has been exploring opportunities to provide information to the judicial community in a balanced way through the National Judicial Institute about the role of the Bank and bank notes in the Canadian economy, and the harm, both economic and social, posed by counterfeit currency and financial market crimes.

The Bank of Canada is particularly concerned about the *perception* among market participants that Canadian enforcement of insider-trading laws is not as strong as it could be.<sup>31</sup> As Puri (2005) states, “*investor perceptions* about Canada’s enforcement effectiveness relative to other jurisdictions, in particular the U.S., are important and need to be addressed, in light of the increased mobility of capital in today’s global economy.”<sup>32</sup> If we want to improve the effectiveness of our regulatory framework, it is imperative that we have, and be perceived to have, proper enforcement in Canada.<sup>33</sup>

---

<sup>28</sup> Poonam Puri, “Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets”, Capital Markets Institute, December 2005.

<sup>29</sup> [http://www.rcmp-grc.gc.ca/fio/imets-faq\\_e.htm](http://www.rcmp-grc.gc.ca/fio/imets-faq_e.htm)

<sup>30</sup> National Judicial Institute website - <http://www.nji.ca>

<sup>31</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005. See also the Insider Trading Task Force, “Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence”, November 2003, which notes that there is a public perception that illegal insider trading is prevalent and increasing on Canadian markets and, although many suspected incidences of illegal insider trading are being identified through market surveillance, there have been few successful enforcement actions.

<sup>32</sup> Poonam Puri, “Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets”, Capital Markets Institute, December 2005.

<sup>33</sup> Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to the Toronto CFA Society, Toronto, Ontario, 22 September 2005.