

## Chapitre 1

# L'importance de marchés financiers dynamiques pour tous les Canadiens – les caractéristiques des marchés financiers canadiens

*Pour faire prospérer une entreprise, il faut habituellement du capital – pour les installations et pour les employés – afin d'en financer la croissance. Le capital autogénéré est rarement suffisant. Le capital externe peut se présenter sous forme de titres d'emprunt ou de titres de participation et il peut être obtenu sur le marché intérieur ou à l'échelle internationale.*

*Quiconque dispose de fonds à placer peut faire des placements individuellement ou collectivement. Ces personnes peuvent investir dans des titres d'emprunt ou des titres de participation et elles peuvent le faire sur le marché intérieur ou à l'échelle internationale.*

*Les intermédiaires réunissent le bailleur de fonds et le consommateur de capital. Pour ce faire, ils peuvent faire appel aux services d'un marché organisé. Ce marché peut être national ou international.*

*Les entreprises qui ne peuvent avoir accès à du capital à un prix convenable par l'intermédiaire d'un marché efficient mettront du temps à prospérer, si même elles y parviennent. Les salaires qu'elles paieront seront bas et les emplois qu'elle offriront, limités. Elles n'auront pas le choix.*

*Si le Canada veut disposer de flux de capitaux intérieurs lui permettant de trouver au pays des rendements appropriés eu égard au risque et s'il désire attirer des capitaux internationaux, il doit offrir un marché financier qui excelle à tous les points de vue.*

*Nous devons donc exceller, notre avenir à tous en dépend.*

1.1 Le mandat du Groupe de travail vise deux objectifs liés et d'importance égale. D'abord, étudier des façons de moderniser la législation sur les valeurs mobilières canadienne. Ensuite, parallèlement au premier objectif, améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens. Avant d'aborder ces questions, il faut nécessairement accepter la condition préalable importante suivante : l'existence de marchés financiers dynamiques qui fonctionnent bien est essentielle à l'économie canadienne. Pour les émetteurs, ils facilitent la mobilisation de capitaux auprès d'investisseurs nationaux et d'un nombre croissant d'investisseurs internationaux à un coût raisonnable, ce qui améliore l'exploitation des entreprises; pour les épargnants et les investisseurs institutionnels, ils facilitent l'établissement de portefeuilles de valeurs diversifiées orientés vers des fins particulières, par exemple la retraite.

1.2 Avant d'analyser précisément les marchés financiers canadiens, il est utile de commencer par la fin plutôt que par le début. D'aucuns se demanderont pourquoi ils devraient s'intéresser à un sujet aussi ésotérique que les marchés financiers. Ils estiment sans doute que les marchés financiers n'ont pas d'incidence sur leur vie quotidienne. Or, les marchés financiers nous touchent tous, que nous y participions directement à titre d'investisseur ou d'émetteur de valeurs ou non.

# Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

[traduction] *Les marchés financiers canadiens n'existent pas isolément. Ils font partie d'un système financier mondial. L'utilisation considérable des marchés financiers américains par des sociétés canadiennes semble indiquer que l'accès à des sources de capitaux mondiales est important pour les sociétés canadiennes. Ainsi, il est important d'examiner le rôle que la réglementation des valeurs mobilières canadienne joue dans la décision que prend une société de chercher des capitaux au pays ou à l'étranger.*

– Banque du Canada (mémoire soumis au Groupe de travail figurant dans le volume VII)

1.3 Des études théoriques portent sur cette question : l'une d'elles observe que le coût de financement au Canada est supérieur de 25 points par rapport aux États-Unis<sup>1</sup> et une autre fait remarquer que les évaluations des sociétés ouvertes canadiennes sont sensiblement inférieures à celles des sociétés ouvertes américaines<sup>2</sup>. Il s'agit d'observations importantes puisque le coût de financement influe sur les investissements et l'embauche des entreprises et, généralement, plus leur valeur est élevée, moins l'entreprise procède à des investissements.

1.4 Ce chapitre décrit le rôle et la fonction des marchés financiers, y compris leur importance pour les investisseurs et les sociétés commerciales, détermine les conditions propices au bon fonctionnement des marchés et présente des cas où des problèmes peuvent survenir dans les marchés financiers et nécessiter une intervention publique, habituellement au moyen de la réglementation des valeurs mobilières.

## Les marchés financiers et les compromis à faire entre le rendement prévu et le risque

1.5 Pour comprendre le fonctionnement du marché financier, nous procédons par analogie avec les marchés de biens et de services. Cette analogie nous éclaire, mais elle demeure limitée puisque le marché financier est plus complexe. Prenons le marché des services générés par l'achat d'une nouvelle automobile. On trouve habituellement trois groupes de participants dans la plupart des marchés : le fabricant/fournisseur du produit (l'offre sur le marché), l'utilisateur final du produit (la demande) et dans certains cas, un intermédiaire qui sert de lien entre les deux parties au marché. Un intermédiaire n'intervient pas toujours – par exemple, dans le cas de certains biens et services, l'acheteur peut acheter le produit directement au fabricant, comme dans le cas des achats directs faits par Internet ou au téléphone, mais cette façon de procéder peut imposer des frais de recherche coûteux au consommateur. L'intermédiaire réduit les frais de recherche et gagne une rémunération pour ce service, rémunération qui est soit incluse dans le prix du produit, soit facturée séparément.

1.6 Le prix de l'automobile est déterminé par l'offre et la demande, qui sont liées en définitive au degré de concurrence. Le prix reflète les caractéristiques du produit, par exemple, la qualité, la valeur de revente, le style et la consommation d'essence. Le prix traduit également l'information disponible sur ces caractéristiques. Si peu d'information est disponible, le prix sera inférieur comparativement aux cas où l'information est facilement accessible. La technologie, notamment Internet, permet d'accéder plus facilement à l'information. Ainsi, il en coûte moins cher que par le passé pour obtenir de l'information, ce qui abaisse les frais reliés à l'opération.

---

<sup>1</sup>L. Hail et C. Leuz, « International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? », *Journal of Accounting Research*, juin 2006.

<sup>2</sup>M. Kina et D. Segal, *Market Segmentation and Equity Valuation: Comparing Canada and the United States*, document de travail, Université de Toronto, juillet 2006

---

1.7 Le marché financier comporte plusieurs des caractéristiques de base propres aux autres marchés. Bien que notre mandat et la recherche que nous avons commandée visent principalement les actions, nous étudions les marchés financiers d'une manière plus générale aux fins de notre analyse<sup>3</sup>. Nous nous pencherons plus tard sur les marchés des capitaux propres dans une autre section.

1.8 Le produit qui intéresse les marchés financiers est une valeur mobilière, ou titre, qui constitue en fin de compte une créance sur les flux de trésorerie générés par l'exploitation de la société. Ces créances sont vendues sur le marché primaire par les émetteurs (sociétés) et sont ensuite négociées soit sur une bourse organisée appartenant au marché secondaire, soit dans le cadre de transactions de gré à gré sans lien avec une bourse. Par exemple, dans le cas de titres de sociétés fermées, la créance peut être achetée et vendue au moyen de négociations menées directement entre les parties. Dans le cas d'une valeur mobilière cotée en bourse, par contre, la transaction se déroule par l'intermédiaire d'un marché qui permet l'anonymat des négociateurs.

1.9 Comme sur le marché de l'automobile, un prix est déterminé pour la valeur mobilière. Ce prix reflète les caractéristiques de la valeur mobilière, c'est-à-dire les attentes du marché quant aux flux de trésorerie futurs et le degré de risque associé à ces flux de trésorerie<sup>4</sup>. Plus les flux de trésorerie prévus sont élevés, plus le prix le sera, si le risque est constant. Étant donné que la moyenne des investisseurs ne supportent pas le risque, plus le risque associé aux flux de trésorerie est élevé, plus le prix qui sera payé pour la créance sera faible, eu égard aux flux de trésorerie prévus. Par exemple, le prix payé pour une créance d'une somme future déterminée est supérieur s'il s'agit d'une obligation du gouvernement du Canada plutôt que d'une obligation de société puisque le risque associé à l'encaissement des flux de trésorerie est inférieur dans le cas de la première.

1.10 Toutefois, étant donné que le prix de la valeur mobilière dépend de l'importance des flux de trésorerie prévus, il est difficile de comparer le prix des valeurs mobilières sans faire d'ajustement pour tenir compte de la taille des flux de trésorerie. Une meilleure façon d'analyser la valeur que rapportent les titres consiste à tenir compte du « taux de rendement prévu », défini comme le rendement que l'investisseur s'attend à gagner compte tenu du prix payé pour la valeur mobilière. Ainsi, supposons que des investisseurs s'entendent sur le fait que, dans un an, l'entreprise gagnera 11 \$ par action, dont 1 \$ sera versé à titre de dividende, et que le prix de l'action après le dividende sera de 10 \$. Si les investisseurs paient 10 \$ pour cette action aujourd'hui, le taux de rendement prévu de la valeur est la richesse prévue par action à la fin de la période (11 \$ + 10 \$, ou 11 \$) moins le prix initial, divisé par le prix initial. Ce taux de rendement prévu est de 10 %, soit  $(11 - 10) / 10$ . Si l'investisseur devait payer moins, le taux de rendement prévu serait supérieur. Dans le contexte des obligations, le taux de rendement prévu est le rendement qu'on prévoit gagner.

1.11 Le taux de rendement prévu dépend avant tout du risque associé à l'obtention des flux de trésorerie futurs. S'il est certain que les flux de trésorerie seront gagnés à la fin d'une certaine période, la valeur mobilière est sans risque et le rendement prévu est le taux d'intérêt sans risque – le taux d'intérêt sur une obligation du gouvernement du Canada pour une échéance donnée. À mesure que le risque augmente, le rendement requis s'accroît. Dans ce contexte, le risque tient au caractère variable (ou à l'incertitude prévue) des flux de trésorerie de l'émetteur. La leçon cruciale à retenir est que la seule façon dont un investisseur peut obtenir un taux de rendement prévu plus élevé est de prendre davantage de risque. Dans le graphique qui suit, nous fournissons une représentation schématisée du rapport entre le risque et le rendement prévu.

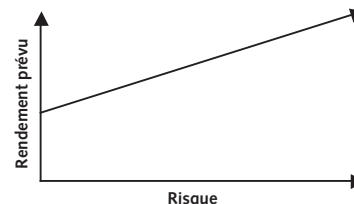
<sup>3</sup>Les marchés financiers comprennent, entre autres, les marchés des obligations de différents types – titres de divers paliers de gouvernement et d'entreprises privées, capital de risque, projets d'infrastructure et, bien sûr, diverses formes de capitaux propres, dont les actions privilégiées et les fiducies de revenu. Les valeurs mobilières négociées sur ces marchés peuvent en outre être nationales ou étrangères.

<sup>4</sup>Ces flux de trésorerie prévus et, de ce fait, le prix du titre seront touchés par les impôts prélevés sur les flux de trésorerie au niveau de l'entreprise et de l'investisseur. Le gouvernement peut augmenter le prix des valeurs mobilières en offrant des avantages fiscaux soit à un secteur de l'industrie, soit à un segment particulier du marché, par exemple les sociétés à petite capitalisation. Cependant, ces types de politique fiscale peuvent entraîner une certaine distorsion de l'économie. De plus, un cadre fiscal stable est bénéfique pour les marchés financiers.

## Le Canada s'engage

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

1.12 Comme on peut l'observer dans ce graphique, à mesure que le risque s'accroît, le rendement prévu augmente de manière à compenser l'investisseur pour la prise de ce risque. Ainsi, dans les marchés financiers, le fait d'investir dans des valeurs mobilières n'équivaut pas à jouer à la loterie; au fil du temps, les taux de rendement sont liés au risque sous-jacent à la valeur mobilière.



1.13 Ce rapport entre le rendement prévu et le risque s'établit généralement sur des périodes plus longues; à plus court terme, les actions comportant plus de risque peuvent rapporter de moins bons rendements que les actions comportant un risque plus faible. Il peut arriver pendant certaines périodes que le rendement des valeurs mobilières ne paraisse pas lié aux flux de trésorerie sous-jacents ou que les attentes quant aux flux de trésorerie futurs soient trop élevées pour être crédibles. Ces cas ne sont pas la norme sur les marchés financiers, et les rapports normaux sont rétablis.

*Un marché financier efficient réduira au minimum les catégories de risque qui ne sont pas liés intrinsèquement au placement. La transparence du marché peut être contrôlée. La liquidité peut être favorisée par une réglementation efficace. Une saine gouvernance peut être rendue obligatoire. Une réglementation efficace de l'activité du marché et son application peuvent être assurées. On peut et on doit trouver une solution aux composantes du coût de financement qui sont étrangères à l'émetteur pour qu'un marché financier soit compétitif.*

– Groupe de travail

1.14 Les rendements prévus peuvent également dépendre d'autres variables qui modifient à leur tour le risque associé à la valeur mobilière. Ces caractéristiques comprennent entre autres la liquidité des actions, la structure des capitaux propres (deux catégories, structure pyramidale), le fait que les actions en circulation sont détenues par peu ou beaucoup d'actionnaires et la structure de la gouvernance. Le rendement prévu représente le coût d'obtention des capitaux pour l'émetteur; dans le cas des actions et autres titres de participation, ce coût s'appelle le coût de financement. L'émetteur désire un coût de financement le plus bas possible, car cela lui permettra de se lancer dans davantage de projets et de bénéficier d'un prix (ou cours) supérieur pour ses actions. Toutefois, parce que le coût de financement dépend du risque, un rendement prévu supérieur ne signifie pas nécessairement que l'investisseur s'en portera mieux, mais seulement que la valeur mobilière comporte un risque plus élevé et que le rendement supérieur compense ce risque. Bien sûr, si on peut réduire le risque tout en maintenant le niveau prévu des flux de trésorerie, le cours des actions augmentera, ce dont profiteront les actionnaires existants. Ainsi, il est tout à fait dans l'intérêt des investisseurs de pouvoir compter sur des marchés financiers où les facteurs de risque tels que le risque de liquidité et les lacunes dans la gouvernance sont réduits.

1.15 De plus, même si le rendement prévu plus élevé compense la prise de risque, certains investisseurs éviteront la valeur mobilière plutôt que de l'acheter. En général, si un marché comporte un rendement prévu supérieur à celui des autres marchés de capitaux propres concurrents, les investisseurs peuvent décider de délaissé ce marché au profit des autres marchés de capitaux propres ou n'investir que dans des valeurs relativement sûres telles que les obligations gouvernementales. Ce comportement résulte d'une économie libre où le capital national n'est pas obligé de « rester au pays » et où la perception qu'ont les investisseurs internationaux du marché financier canadien est cruciale.

---

1.16 Le risque doit être classifié. Certains risques peuvent être supprimés ou atténués au moyen d'une réglementation efficace. Lorsqu'un investisseur établit qu'un certain taux de rendement est requis, la question qui se pose alors est de savoir comment reconnaître la source la moins risquée parmi celles qui procurent le taux désiré.

### Intermédiation financière

1.17 Comme dans tous les marchés, les intermédiaires jouent un rôle important au sein du marché financier où ils sont actifs pour le compte des émetteurs des valeurs mobilières et des investisseurs qui achètent ces valeurs. Du côté de la vente par l'émetteur (l'offre), les intermédiaires que sont les banques d'investissement aident les émetteurs à émettre des actions sur le marché primaire. Ils donnent des conseils à l'émetteur et l'aident à fixer le prix des valeurs mobilières émises et à en faire le placement. Sans l'intermédiaire financier, il serait difficile pour l'émetteur de trouver des investisseurs et de vendre les valeurs. La banque d'investissement peut offrir ce service à des coûts de transaction moindres, ce qui est profitable aux actionnaires de l'émetteur. En réalité, l'intermédiaire procure de la liquidité à l'émetteur.

1.18 Du côté de l'investisseur (la demande), les intermédiaires financiers jouent un rôle crucial. À titre de courtiers, ils facilitent les opérations sur le marché secondaire et créent de ce fait de la liquidité pour les actions en circulation des émetteurs. De plus, ils fournissent des services de recherche sur les valeurs mobilières en offrant un suivi effectué par des analystes. Ces renseignements sont fournis pour les émissions faites sur le marché primaire, mais aussi pour les titres en circulation qui sont négociés sur le marché secondaire. Il existe cependant un risque de conflit d'intérêts lorsque les analystes font partie de la fonction de prise ferme. La recherche théorique démontre que les analystes donnent des renseignements utiles aux investisseurs même s'il s'est produit des cas, très publicisés, où des analystes n'ont pas fourni des renseignements indépendants et objectifs.

1.19 Toutefois, une fonction plus importante des intermédiaires financiers consiste à permettre aux investisseurs de diversifier leurs investissements. La diversification s'obtient par l'achat de titres qui n'ont pas de liens étroits entre eux du point de vue des mouvements des taux de rendement réalisés et elle sert à réduire le risque du portefeuille qui en résulte. Lorsque les investisseurs disposent d'une importante somme à investir, ils peuvent acquérir des titres en grande quantité directement sur le marché, et les coûts de transaction associés à la constitution du portefeuille sont proportionnellement inférieurs à ceux qui sont associés à l'achat de quantités moindres de titres. Cependant, les intermédiaires financiers, sous forme d'organismes de placement collectif (« OPC »), permettent aux investisseurs disposant de moins d'argent d'acheter un portefeuille bien diversifié à des coûts de transaction plus raisonnables. Le coût de ce portefeuille est égal au ratio des frais de gestion (« RFG »), soit le coût par unité d'investissement, multiplié par la taille du portefeuille; pour un portefeuille d'une taille donnée, l'ampleur du RFG influe donc directement sur le rendement du portefeuille de l'investisseur.

1.20 Il ne faut pas sous-estimer le pouvoir de la diversification même si nombre d'épargnants semblent l'ignorer. On peut réduire le risque général du portefeuille en achetant un ensemble de valeurs dont les taux de rendement ne sont pas très liés. Ainsi, de mauvais résultats sur certains titres seront contrebalancés par de bons résultats sur d'autres, de sorte que le portefeuille comportera un risque réduit. En ayant un portefeuille qui ne compte que quelques titres, l'investisseur est assujéti à un risque très élevé sans obtenir pour autant de compensation dans les rendements prévus. S'il faut tirer une leçon des marchés financiers, c'est celle de l'importance de la diversification. Toutefois, l'investisseur doit se garder des dangers de la diversification excessive; étant donné qu'on peut réduire le risque en détenant de 15 à 20 titres environ, le fait de détenir une grande quantité de titres dans son portefeuille ou de détenir plusieurs portefeuilles entraîne des opérations coûteuses sans réduire le risque davantage. La nécessité de comprendre la diversification et d'y avoir recours devrait être un important objectif visé par la formation des investisseurs.

## Raison de l'importance des marchés financiers

1.21 Comme c'est le cas dans tous les marchés, le prix des marchandises sert à répartir les ressources rares entre différents usages. Au sein du marché financier, les rendements prévus ont une fonction de répartition semblable. De plus, les marchés financiers procurent un moyen de répartir le risque entre les investisseurs.

1.22 Du point de vue de l'émetteur, il est essentiel que le capital soit accessible au plus bas coût possible compte tenu du risque que présente l'entreprise. Les sociétés peuvent décider de ne pas répartir leur bénéfice afin de pouvoir répondre à leurs besoins de financement, mais même ce capital a un coût d'opportunité, lequel est égal au taux de rendement prévu des capitaux propres. Lorsque les sociétés doivent obtenir du financement externe en procédant à une émission sur le marché primaire – dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne, par exemple – ou à une émission subséquente lorsque leurs titres sont déjà inscrits à la cote d'un marché, elles doivent payer le coût inhérent aux capitaux propres explicitement (dans l'établissement du prix de la nouvelle émission) ou implicitement (en utilisant des fonds autogénérés). À mesure que le coût de financement augmente, les sociétés font moins de placements de titres, ce qui entraîne un ralentissement de l'activité économique.

1.23 Si un marché financier est perçu comme intrinsèquement risqué, peut-être parce qu'on le croit peu réglementé ou parce qu'on juge que la réglementation existante n'est pas appliquée avec suffisamment de rigueur pour contrer les contraventions, le prix des actions en subira le contrecoup, ce qui entraînera une prime de risque pour *tous* les émetteurs. Cette prime de risque fait monter le coût du financement pour tous les participants qui vendent des titres. On remarquera que c'est la perception et non la réalité qui est cruciale ici.

1.24 Dans ce rapport il sera beaucoup question de cette prime de risque qui constitue un coût ajouté des capitaux propres qu'on qualifie de « faits au Canada ». La croissance de l'économie canadienne passe nécessairement par la réduction de ce coût ajouté.

1.25 Attardons-nous maintenant au marché secondaire. Il est essentiel que les prix reflètent tous les renseignements pertinents touchant les flux de trésorerie « appartenant » aux valeurs mobilières et que les opérations entre investisseurs soient entreprises moyennant des coûts de transaction peu élevés. Si les coûts de transaction sont trop élevés, il y aura moins d'opérations, la liquidité des marchés diminuera et cela pourra représenter un risque accru pour les investisseurs qui pourraient se trouver dans l'obligation de vendre des titres à brève échéance pour répondre à leurs besoins de liquidités. De plus, si les opérations sont plus coûteuses, les investisseurs ne pourront pas constituer des portefeuilles bien diversifiés et la fonction de répartition du risque assumée par les marchés sera entravée.

1.26 L'internationalisation croissante des marchés financiers constitue un facteur supplémentaire qui présente des avantages et des coûts potentiels pour les marchés financiers intérieurs et leurs participants. En effet, les bourses fusionnent, ce qui abaisse les coûts de transaction et favorise les économies d'échelle. Les émetteurs sont dorénavant en mesure d'émettre des titres sur un marché boursier qui répond à leurs fins en procédant à leur inscription à la cote d'une seule bourse ou à une nouvelle inscription s'ajoutant à leur inscription à la cote de la bourse nationale. Les sociétés s'inscriront à la cote d'une bourse où les participants au marché connaissent bien leurs activités pour avoir accès à des liquidités provenant d'investisseurs avertis.

1.27 Du point de vue canadien, si le marché financier canadien est considéré comme un bon endroit où on peut obtenir du financement, de nouvelles sociétés feront des émissions de valeurs, des investisseurs avertis se lanceront sur ce marché, les prix des titres refléteront mieux la valeur nette réelle sous-jacente des émetteurs (ce qu'on appelle l'amélioration de la détermination du prix (*price discovery*)), et la liquidité s'accroîtra. Il s'ensuivra des améliorations tant pour les émetteurs que pour les investisseurs nationaux.



---

1.28 L'inconvénient lié à l'internationalisation des marchés financiers tient à la facilité avec laquelle les investisseurs et les émetteurs peuvent délaisser le marché intérieur si celui-ci ne possède pas les caractéristiques qui sont le gage d'un marché financier énergique. Bien que les petits épargnants soient peu susceptibles d'acheter des actions étrangères, les investisseurs institutionnels le feront et si leur présence diminue au sein d'un marché, cela réduira la liquidité et la détermination du prix. La contrainte relative aux biens étrangers ayant été supprimée, les investisseurs institutionnels peuvent maintenant investir n'importe quelle proportion des fonds à leur disposition dans des valeurs mobilières non nationales qui répondent aux besoins de leurs portefeuilles. Par conséquent, si les marchés financiers canadiens ne relèvent pas le défi de cette concurrence, ils seront aux prises avec de graves difficultés.

### Caractéristiques menant à un marché financier qui fonctionne bien

1.29 Dans un marché financier vigoureux qui fonctionne bien, les émetteurs peuvent obtenir le financement dont ils ont besoin au coût le plus bas possible eu égard au risque sous-jacent, et les investisseurs peuvent acheter et vendre des valeurs mobilières pour constituer des portefeuilles répondant à leurs exigences sur le plan du risque et du rendement prévu. Les marchés financiers qui atteignent ces résultats comptent généralement un grand nombre d'investisseurs de sorte que la détermination du prix y est maximisée. En outre, le grand nombre d'investisseurs procure une certaine liquidité au marché. On peut définir la liquidité comme la capacité d'acheter ou de vendre un titre au prix du marché alors en vigueur ou à un prix s'en approchant, quelle que soit la taille de l'opération. De plus, ce marché financier comptera un grand nombre d'entreprises dont les titres y sont négociés et qui émettent des titres sur le marché. Le grand nombre de sociétés émettrices rend la fonction de partage du risque plus efficace puisque que l'on peut choisir entre plus de titres pour constituer les portefeuilles. Même si ces qualités définissent un marché financier solide, elles sont le résultat d'autres caractéristiques. Tournons-nous maintenant vers ces caractéristiques plus fondamentales et sur la façon de les susciter.

[traduction] *Toutes choses étant égales par ailleurs, les investisseurs chercheront à faire des opérations sur un marché qui offre plus de liquidité qu'un autre et quitteront un marché s'ils se rendent compte que sa liquidité diminue. Pour connaître du succès, un marché doit atteindre une « masse critique » quant au nombre d'ordres et la maintenir face à la concurrence des autres bourses et systèmes de négociation. Le vieux dicton qui dit que « la liquidité attire la liquidité » demeure valide.*

– Eric Kirzner (présentation devant le Groupe de travail)

### *L'intégrité du marché financier*

1.30 On peut définir l'intégrité du marché financier comme un degré de confiance générale dans le fonctionnement du marché. L'intégrité est étroitement liée à la perception qu'ont les investisseurs de l'équité des marchés. Il est clair que les scandales les plus récents survenus sur les marchés financiers ont ébranlé la confiance des investisseurs envers le marché des actions. Si les investisseurs estiment que le marché financier peut être manipulé, que des renseignements faux ou incomplets sont communiqués, que la gouvernance d'entreprise n'est pas efficace et qu'ils ne sont pas traités équitablement, les investisseurs délaisseront le marché ou sinon, s'ils y restent, ils réduiront le prix (accroîtront le coût de financement) des valeurs mobilières pour se protéger contre ce type de comportement. *Les deux décisions auront une incidence négative sur l'économie.*

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

1.31 Il existe des solutions à ce problème. Dans leur propre intérêt, les entreprises fourniront volontairement des renseignements à leur propre sujet et établiront des contraintes à l'égard de certains comportements tels que les opérations d'initiés. Elles prendront la décision de fournir des renseignements et d'imposer des contraintes aux mesures de gestion négatives tant que cette façon de faire lui procurera un avantage supplémentaire (observé dans une augmentation du cours des actions) égal aux coûts supplémentaires (tant directs qu'indirects) qui y sont associés. En outre, il existe des règlements visant à protéger les investisseurs et à assurer un certain niveau de renseignements. Toutefois, ce qui importe encore davantage que les règlements, c'est la mesure dans laquelle ceux-ci sont appliqués, que ce soit par les pouvoirs publics ou par le secteur privé. Les coûts de financement dans les marchés financiers où la réglementation est appliquée efficacement semblent inférieurs à ceux qui prévalent dans les marchés moins susceptibles d'être soumis à des mesures d'application. Nous insistons sur le fait que les marchés financiers ne sont pas une abstraction; leurs opérations ont un impact réel sur l'économie, l'emploi et la croissance économique.

1.32 La réglementation peut varier considérablement, depuis une réglementation souple s'appuyant beaucoup sur les forces du marché jusqu'à une réglementation rigoureuse qui se substitue aux forces du marché et limite l'étendue des valeurs mobilières offertes aux investisseurs.

1.33 Toutefois, bien que la réglementation et son application revêtent une importance cruciale pour la protection des investisseurs et, en fin de compte, l'intégrité des marchés, il est aussi nécessaire que la réglementation tienne compte du rôle des forces du marché, de l'influence des entités de surveillance, comme les comptables et les analystes financiers, et de l'efficacité de l'application de la loi par le secteur privé. Les règlements adoptés sans égard à l'interaction entre ces éléments peuvent avoir une incidence préjudiciable sur l'attrait des marchés financiers et présenter de graves conséquences pour les investisseurs. En voici quelques exemples : l'application de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis et l'augmentation qui en a résulté du nombre d'entreprises qui choisissent de se transformer en des sociétés fermées pour tenter de réduire les coûts associés à la conformité à la réglementation; la tendance, adoptée par de nombreuses sociétés, à délaisser les marchés financiers américains pour s'inscrire à la cote de marchés soumis à une réglementation moins rigoureuse, dont l'Alternative Investment Market (AIM) de la Bourse de Londres; la prise du *Regulation FD* (concernant la communication équitable de l'information ou *Fair Disclosure*) aux États-Unis, à la suite de laquelle les petites entreprises ont cessé d'être suivies par les analystes.

### *Coûts de transaction / intermédiation financière*

1.34 Un marché financier qui fonctionne bien bénéficiera de coûts de transaction bas. Les coûts de transaction ne sont pas seulement les coûts directs associés aux opérations effectuées sur le marché, mais ils comprennent aussi les coûts associés à la réglementation du marché, dont certains sont indirects.

1.35 Prenons d'abord le fournisseur de valeurs mobilières sur le marché primaire. De toute évidence, des coûts de transaction sont associés au fait d'avoir recours à des banques d'investissement pour procéder à l'émission. Ces coûts font monter les coûts de financement et doivent être recouverts sur les flux de trésorerie futurs des projets financés au moyen du produit de l'émission. Un autre élément des coûts de transaction traduit l'incidence de la réglementation – que ce soit du point de vue des exigences de présentation de l'information comptable ou des autres exigences en matière de communication de l'information. Cette communication de l'information peut représenter des coûts importants directs autant qu'indirects, comme la communication de renseignements à des entreprises concurrentes éventuelles; de plus ces coûts sont payés en fin de compte par les actionnaires. Au fur et à mesure que ces coûts augmentent, les émetteurs deviendront plus prudents lorsqu'ils devront décider s'il est sage financièrement de les éviter en s'inscrivant à la cote d'autres marchés financiers ou de transformer leur entreprise en société fermée là où les règlements peuvent se révéler moins onéreux.



---

1.36 Les coûts de transaction sont très importants pour les investisseurs. Lorsque ces derniers constituent leur portefeuille, ils font des transactions coûteuses et plus les transactions coûtent cher, moins ils feront d'opérations et plus bas sera le taux de rendement de leur portefeuille après déduction des coûts de transaction. Cette observation est cruciale dans le secteur des OPC où le ratio des frais de gestion a une incidence directe sur le rendement du portefeuille de l'investisseur après déduction des coûts de transaction.

### *Importance de l'information et de l'analyse*

1.37 Nous avons noté plus haut qu'il pouvait être utile de comparer les marchés financiers à d'autres marchés, mais que cette comparaison avait des limites. Cependant, il existe un marché dont l'analyse nous permet de tirer des conclusions qui s'appliquent au marché financier, soit le marché des automobiles d'occasion. Le prix d'une voiture d'occasion dépend surtout de la fiabilité future qu'on lui attribue. Pour évaluer ce facteur, l'acheteur a besoin de renseignements sur différents facteurs sous-jacents, dont l'état mécanique réel de l'automobile, son kilométrage réel, l'historique de son entretien, le fait qu'elle a ou non déjà été accidentée et la qualité sous-jacente du constructeur. Si l'acheteur dispose de tous ces renseignements, qui sont pour la plupart accessibles au vendeur, un prix « éclairé » peut être déterminé. Toutefois, dans certains cas, les renseignements sur le marché ne sont pas accessibles également aux intervenants des deux côtés du marché, car le vendeur dispose de meilleurs renseignements que l'acheteur. C'est ce qu'on appelle une information asymétrique. Les acheteurs, dans le but de se protéger contre le risque d'acquérir une automobile de piètre qualité, décideront soit d'éviter ce marché ou, s'ils s'y risquent, de fixer un prix établi en fonction de la qualité moyenne des automobiles d'occasion puisqu'ils ne peuvent évaluer la qualité de la voiture en question. Les vendeurs dont le produit dépasse cette qualité moyenne délaisseront le marché et la qualité des automobiles disponibles diminuera constamment – un marché de citrons naîtra. Il s'ensuivra un piètre marché secondaire de l'automobile, ce qui influera sur le marché primaire, car il y aura moins d'acheteurs. *Étant donné qu'un marché tire une grande partie de sa réputation de la qualité des produits qui y sont offerts, les conséquences de cette tendance à la médiocrité sont évidentes.*

1.38 Tout n'est pas perdu puisqu'il existe encore un marché pour les automobiles d'occasion. Pour résoudre ce problème d'inégalité de l'accès à l'information, des rapports indépendants sur la qualité moyenne des automobiles de certaines années sont disponibles. De plus, les vendeurs dignes de confiance offriront des garanties pour signaler que la voiture est de bonne qualité. Par ailleurs, la technologie, par exemple Internet, a fait baisser le coût d'obtention des renseignements nécessaires et fait multiplier les sources d'information disponibles à des coûts raisonnables.

1.39 Dans les marchés des valeurs mobilières, le facteur important contribuant à l'évaluation des titres est les prévisions de flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation de la société et le risque lié à ces flux de trésorerie. Tout comme dans le cas du marché de l'automobile d'occasion, l'information est cruciale et l'accès à celle-ci est inégal. De plus, bien que certains renseignements puissent être accessibles, de nombreux particuliers investisseurs sont incapables de les interpréter. Les investisseurs se comporteront comme les acheteurs de voitures d'occasion et délaisseront le marché, réduisant ainsi l'importance des fonds disponibles, ou réduiront le prix, augmentant ainsi les coûts de financement pour les émetteurs.

1.40 Il existe des solutions à ces problèmes d'accès à l'information et à son analyse. En ce qui concerne l'accès à l'information, les entreprises peuvent fournir l'information volontairement et certains renseignements seront obligatoires en vertu de la réglementation régissant la communication de l'information. De plus, les analystes financiers peuvent obtenir de l'information, l'analyser et la transmettre aux investisseurs. Ce suivi de la part des analystes est important sur le marché financier. Toutefois, cette solution comporte en soi des problèmes. D'abord, étant donné qu'une fois l'information fournie elle peut être diffusée librement, il est très difficile pour les analystes financiers d'exploiter une entreprise qui fournit des analyses indépendantes. Il existe des analystes qui vendent les renseignements et les analyses qu'ils en tirent, mais ces entreprises sont généralement petites et se spécialisent dans des segments particuliers du marché.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

Viennent ensuite les analystes qui sont associés à des banques d'investissement et qui ne sont pas des centres de profit, mais qui aident plutôt les autres parties de l'entreprise que sont, par exemple, les services de placement et de courtage. Cette structure présente une possibilité de conflits d'intérêts plus que théorique. Ces questions feront l'objet du chapitre 8 de ce rapport.

1.41 Un autre problème lié à cette structure tient au fait que, parce qu'ils représentent un centre de coûts, les analystes se spécialiseront logiquement dans les actions qui font l'objet d'opérations considérables et pour lesquelles il existe un intérêt certain chez les investisseurs dans l'espoir de démontrer que ce centre de coût a de la valeur. Toutefois, ce ne sont pas toujours les actions de ce type qui nécessitent le plus d'information et d'analyse, car elles font déjà l'objet d'un suivi très important. Ce sont les actions des petites entreprises qui ne suscitent pas autant d'opérations boursières qui sont sous-représentées dans cette couverture par les analystes.

### Qu'en est-il du fonctionnement des marchés financiers canadiens?

1.42 La Banque du Canada a évalué la qualité des marchés financiers canadiens et a conclu qu'ils étaient « relativement efficaces pour un pays de cette taille mais ils sont moins diversifiés que le marché américain, qui est plus vaste »<sup>5</sup>. De nouveaux produits ont été mis au point, par exemple les fiducies de revenu, lesquels sont achetés à la fois par les épargnants et par les investisseurs institutionnels. Toutefois, les marchés financiers canadiens sont beaucoup plus petits que ceux des États-Unis, d'Europe et du Japon. La Banque du Canada fait remarquer que [traduction] « pour demeurer efficaces et compétitifs, nous devons continuer de créer de nouveaux marchés, de nouveaux instruments et d'autres capitaux destinés à l'investissement et d'en améliorer l'accès »<sup>6</sup>. En fait, le Canada n'est qu'un des marchés financiers internationaux qui fournissent des capitaux destinés à l'investissement et des lieux où les valeurs mobilières en circulation peuvent être négociées. Les sociétés par actions canadiennes ont émis tant des titres d'emprunt que des titres de participation sur les marchés étrangers qui offrent de plus vastes capitaux destinés à l'investissement et une meilleure liquidité.

1.43 Toutefois, malgré les éléments qui attestent de l'efficacité des marchés financiers canadiens, une observation troublante demeure – des recherches récentes ont montré que le coût du financement au Canada était supérieur de 25 points par rapport aux États-Unis<sup>7</sup>. Les chercheurs ont comparé les multiplicateurs des entreprises cotées au Canada et aux États-Unis lorsque tous les autres facteurs pertinents étaient constants et ont observé que les multiplicateurs étaient plus élevés sur le marché américain, et ce, à raison d'environ 10 %. Un facteur pourrait expliquer l'écart, soit la présence de structures à deux catégories d'actions et de structures pyramidales au Canada, qui ne sont pas aussi répandues sur les marchés américains. Ces structures permettent à des personnes qui ne possèdent pas une proportion importante de l'ensemble des actions d'une société de contrôler celle-ci. Ainsi, par exemple, en ce qui concerne l'utilisation de doubles catégories d'actions, des personnes reliées peuvent, en contrôlant les actions avec droit de vote, exercer le contrôle sur la société sans être pour autant propriétaires de la majorité de l'ensemble des actions. Si ces personnes se lancent dans des projets qui servent au mieux leurs intérêts, mais non ceux de la société, elles ne supportent qu'une faible proportion du coût reflété dans la réduction du prix des actions puisqu'elles ne possèdent qu'une petite partie de l'ensemble des actions. De plus, parce qu'elles contrôlent les actions avec droit de vote, elles ne peuvent être l'objet d'une prise de contrôle que si elles approuvent l'opération. Par conséquent, de mauvaises décisions pourraient continuer d'être prises. Les investisseurs, reconnaissant que ce comportement peut exister, réduiront le prix de la valeur mobilière, pour des flux de trésorerie prévus donnés, faisant ainsi baisser le multiplicateur et augmenter les coûts de financement de façon équivalente.

---

<sup>5</sup>S. Hendry et M. King, « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été 2004.

<sup>6</sup>D. Longworth et D. Howard, mémoire de la Banque du Canada soumis au Groupe de travail figurant dans le volume VII.

<sup>7</sup>L. Hail et C. Leuz, « International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? », *Journal of Accounting Research*, juin 2006.

---

1.44 Une autre explication possible de la décote tient au fait que les investisseurs perçoivent l'application de la réglementation canadienne comme étant moins rigoureuse qu'aux États-Unis. Les mesures d'application peuvent être soit publiques, soit privées. Si on s'attend à des mesures d'application moindres, la direction de l'entreprise peut se comporter de manière inappropriée et, à titre de protection contre ce risque, le prix des valeurs mobilières est réduit. En outre, moins d'investisseurs s'intéresseront à ce marché financier, ce qui en réduira la liquidité. Devant la moindre liquidité du marché et le moins grand volume de capitaux présents, moins d'entreprises se lanceront sur le marché financier et celles-ci se tourneront alors vers d'autres marchés, ce qui aura une incidence négative sur le fonctionnement du marché financier canadien.

