

L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada

*Scott Hendry, directeur de recherches, et Michael R. King, directeur adjoint, département des Marchés financiers**

- *Les marchés de capitaux ont pour vocation de transférer des fonds des épargnants aux emprunteurs. Leur degré d'efficacité se mesure au point de vue allocatif, opérationnel et informationnel.*
- *La Banque du Canada s'intéresse à l'efficacité des marchés de capitaux en raison de ses responsabilités en matière de conduite de la politique monétaire, de promotion de la stabilité du système financier et de gestion financière.*
- *Les recherches menées à la Banque jusqu'ici portent à croire que les marchés canadiens de capitaux sont efficaces pour un pays de la taille du Canada, mais qu'ils sont moins diversifiés que leurs pendants américains et que des améliorations sont souhaitables dans certains domaines.*

Les marchés et instruments financiers contribuent de façon importante au bien-être économique des Canadiens. Les marchés d'actions, d'obligations, de devises et de produits dérivés du Canada permettent aux ménages de canaliser leur épargne — sous forme d'investissements productifs — vers les administrations publiques et les entreprises; ce faisant, ils contribuent à créer des emplois, à générer des revenus et à stimuler, au bout du compte, la croissance de l'économie. Les marchés de capitaux permettent également de transférer et de gérer le risque financier en donnant aux opérateurs la possibilité de créer des portefeuilles diversifiés ou de se prémunir contre le risque d'entreprise.

Le présent article met en lumière les principales conclusions des travaux de recherche publiés durant la dernière année par la Banque du Canada et touchant directement ou indirectement à l'efficacité des marchés de capitaux, et récapitule les enseignements tirés de ces travaux. L'efficacité des marchés étant un sujet très vaste, les recherches de la Banque se sont concentrées, au départ, sur un éventail restreint de questions. Par conséquent, il sera fait abstraction dans l'article des autres composantes de l'architecture financière — à savoir le système bancaire et les systèmes de paiement, de compensation et de règlement — ainsi que des questions liées à l'incidence de la politique fiscale et de la comptabilité sur l'efficacité des marchés de capitaux.

L'article comporte quatre sections. La première énonce les motivations qui sous-tendent les travaux de la

* Le présent article est une version révisée d'une conférence prononcée devant l'Association des banquiers canadiens en décembre 2003.

Banque et définit le concept d'efficience des marchés. La deuxième passe en revue les recherches de la Banque sous six angles différents : tendances générales, marché obligataire, marché boursier, marché des changes, produits dérivés et titrisation, et réglementation. La troisième présente les enseignements dégagés de ces travaux et met en relief les axes de recherche qui méritent d'être approfondis. La quatrième tient lieu de conclusion.

Motivations

La Banque du Canada s'emploie à promouvoir des systèmes financiers fiables, solides et efficaces au pays et dans le monde. Elle se soucie de l'efficience des marchés de capitaux, car elle participe activement à ceux-ci dans l'exercice de ses principales fonctions. En tant qu'institution responsable de la conduite de la politique monétaire, elle compte sur ces marchés pour que les modifications qu'elle apporte au taux cible du financement à un jour soient transmises aux taux de rendement à plus long terme. L'existence de marchés de capitaux efficaces contribue au bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et facilite ainsi la réalisation de l'objectif de la Banque consistant à garder le taux d'inflation à un niveau bas et stable en vue de favoriser la croissance économique à long terme. La Banque estime que des marchés de capitaux efficaces ont un important rôle à jouer dans la répartition des risques, l'atténuation des chocs et, par conséquent, dans le maintien de la stabilité financière. Enfin, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque participe directement aux marchés des changes et des titres à revenu fixe. Des marchés financiers efficaces aident le gouvernement à réduire au minimum le coût d'émission de ses titres de dette ainsi que les coûts et les risques liés à la détention de réserves de devises.

L'efficience du système financier et de ses diverses composantes — marchés de capitaux, institutions financières et systèmes de compensation et de règlement — constitue une préoccupation de longue date pour les pouvoirs publics¹. La focalisation récente sur les questions de stabilité financière a alimenté un vaste et riche corpus de recherche axé sur les crises de change, le phénomène de contagion et l'incidence de

1. Par exemple, en décembre 1996, le gouvernement canadien a créé un groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers, chargé de recommander des politiques susceptibles d'accroître la compétitivité et l'efficacité des institutions financières. Le rapport du groupe de travail, connu sous le nom de rapport MacKay, a été publié en 1998 avec les études connexes (Canada, 1998).

la mondialisation sur les marchés de capitaux. Les recherches menées confirment que l'efficience des marchés de capitaux contribue à la stabilité du système financier et que, de ce fait, les décideurs publics doivent promouvoir l'expansion de ces marchés dans la mesure du possible. Par ailleurs, l'évolution rapide de la technologie et les innovations financières survenues au cours de la décennie écoulée ont transformé le mode de fonctionnement des marchés de capitaux et favorisé la croissance des flux transfrontaliers. Dans un tel contexte, les banques centrales et autres instances décisionnelles doivent suivre avec vigilance l'action de ces facteurs sur le comportement et l'évolution des marchés de capitaux.

C'est dans cette optique que la Banque continue d'étudier l'efficience des marchés canadiens de capitaux dans le cadre de son programme de recherche à moyen terme². Les premiers travaux ont eu pour but d'établir des faits stylisés sur les marchés canadiens et d'effectuer une évaluation préliminaire de leur efficience. Ces travaux partent du fait que les marchés canadiens de capitaux ne fonctionnent pas en vase clos puisqu'ils sont une composante du système financier mondial. Les entreprises et les investisseurs du Canada sont actifs sur les marchés internationaux, facteur qui doit être pris en compte lorsqu'on analyse l'efficience des marchés de capitaux du pays. Les chercheurs de la Banque reconnaissent l'importance de ce facteur et font des comparaisons internationales chaque fois que possible. Les travaux futurs se concentreront davantage sur les principales incitations et contraintes auxquelles sont confrontés les opérateurs des marchés financiers; ils viseront également à cerner les aspects des marchés nationaux où des gains d'efficience pourraient être réalisés.

Le concept d'efficience des marchés

Le rôle des marchés de capitaux consiste à transférer des fonds de manière efficace des épargnants aux emprunteurs (Copeland et Weston, 1991). L'efficience, élément essentiel de cette définition, peut être perçue comme la somme de trois dimensions interdépendantes : l'efficience informationnelle, l'efficience opérationnelle et l'efficience allocative. L'efficience informationnelle a trait à la transparence et à la divulgation des renseignements nécessaires à la prise d'une décision d'investissement. Les marchés de capitaux font preuve d'efficience

2. Nous utilisons l'expression « marchés canadiens de capitaux » dans son acception large, pour désigner les marchés boursiers et obligataires situés au Canada ainsi que les marchés connexes des changes et des produits dérivés.

informationnelle lorsque leurs participants ont accès à toute l'information relative aux avantages et aux risques que présentent les occasions d'investissement. Dans un monde idéal, l'investisseur et l'entreprise disposent de la même information à ce sujet et, sur la foi de cette information, s'abstiennent de financer des projets qu'ils jugent non rentables. L'efficacité opérationnelle est liée au coût d'obtention du capital. Les marchés de capitaux sont efficaces du point de vue opérationnel si les coûts de transaction générés par le transfert du capital sont maintenus à un niveau raisonnable. L'efficacité allocative concerne la répartition du capital. Théoriquement, les marchés de capitaux font preuve d'efficacité allocative lorsque les entreprises ayant des projets d'investissement rentables (c.-à-d. des projets ayant une valeur actualisée nette positive) peuvent trouver le financement nécessaire à ces projets et créer ainsi les conditions de la croissance économique. En d'autres termes, l'investisseur ajuste ses attentes de rendement en fonction du risque, de sorte qu'à l'équilibre, les flux futurs espérés du projet marginal ont une valeur actuelle nulle.

*L'efficacité des marchés peut être perçue comme la somme de trois dimensions interdépendantes :
l'efficacité informationnelle
l'efficacité opérationnelle et
l'efficacité allocative.*

L'efficacité allocative est subordonnée à l'efficacité informationnelle et opérationnelle, de sorte que ces trois dimensions de l'efficacité sont étroitement corrélées. Par exemple, une information médiocre et une plus grande incertitude (donc un manque d'efficacité informationnelle) peuvent inciter les investisseurs à relever la prime de risque intégrée à leurs exigences de rendement, d'où un renchérissement du capital pour l'entreprise. Lorsque le coût du capital augmente, des projets d'investissement jugés rentables auparavant peuvent être privés de financement. Le capital se trouvera alors réparti de façon inefficace entre les différents projets par rapport à ce qu'aurait produit un contexte d'efficacité informationnelle. Pour leur part, les teneurs de marché et autres intermédiaires financiers qui ont le sentiment d'avoir

affaire à des investisseurs mieux informés peuvent être moins disposés à prendre des risques, avec pour résultat une baisse de la liquidité et un élargissement des écarts entre les cours acheteur et vendeur (donc un manque d'efficacité opérationnelle). Un tel environnement entraîne des pertes sèches pour l'économie et une diminution de son rythme de croissance. Comme on le voit, ces trois dimensions de l'efficacité sont liées, et l'inefficacité dans un domaine peut se répercuter sur un autre.

Recherches menées à la Banque du Canada

Tendances générales

Dans un article récent de la *Revue*, Freedman et Engert (2003) brossent un vaste tableau de l'évolution du financement au Canada sur les trente dernières années. Ce portrait des tendances et des enjeux du secteur financier examine les rôles respectifs des institutions financières et des marchés de capitaux, les types d'instruments financiers existants, les mutations des mécanismes d'emprunt au fil du temps et les défis auxquels le secteur doit faire face au Canada³. Les auteurs y montrent l'importance croissante que le marché de la dette publique a acquise par rapport au marché des prêts entre 1975 et 1995 par suite, notamment, de l'endettement accru des administrations. Vers la fin des années 1990, la proportion des capitaux obtenus sur les marchés boursier et obligataire était à peu près la même que trente ans auparavant. La titrisation de créances hypothécaires et de prêts à la consommation a fortement augmenté en pourcentage du crédit total dans la deuxième moitié de la décennie 1990, mais elle n'équivaut encore qu'à environ la moitié du chiffre correspondant pour les États-Unis. L'essor de la titrisation donne à penser que les marchés canadiens de capitaux offrent de meilleurs outils de gestion du risque et donnent accès à un financement à moindre coût que dans le passé.

Étant donné que les sociétés canadiennes font largement appel au marché obligataire américain et que bon nombre d'entre elles sont également inscrites à la cote d'une bourse aux États-Unis, les auteurs se sont demandé s'il était juste d'affirmer qu'elles avaient

3. Dolar et Meh (2002) ont observé que la structure financière n'explique pas les écarts de croissance d'un pays à l'autre. La croissance tient surtout à la qualité et au niveau général des services financiers. Les marchés de capitaux et les intermédiaires ne se substituent pas les uns aux autres; ils jouent plutôt un rôle complémentaire dans la canalisation de l'épargne vers des usages productifs. Les uns et les autres contribuent à la croissance économique à long terme.

déserté les marchés canadiens de capitaux ou délocalisé leurs activités de financement. Leur conclusion est que les statistiques ne militent guère en ce sens. La part des emprunts de sociétés canadiennes libellés en dollars canadiens est restée aux environs de 50 % depuis le milieu des années 1980, ce qui porte à croire que les marchés canadiens sont demeurés concurrentiels au niveau international. Par ailleurs, 12 % des nouvelles émissions nettes d'actions canadiennes ont été placées à l'étranger en moyenne durant la deuxième moitié de la décennie 1990, ce qui incite à penser que le marché intérieur comble les besoins en fonds propres des sociétés. Les auteurs soulignent toutefois que la titrisation d'actifs et le marché des titres à rendement élevé pour les emprunteurs ayant une cote de crédit inférieure n'ont pas atteint le même stade de développement qu'aux États-Unis. Des recherches plus poussées s'imposent pour comprendre les différences de trajectoire entre les marchés de capitaux canadiens et américains et les conséquences qui en découlent pour l'efficacité des marchés canadiens.

Étant donné que les sociétés canadiennes font largement appel au marché obligataire américain et que bon nombre d'entre elles sont également inscrites à la cote d'une bourse aux États-Unis, les auteurs se sont demandé s'il était juste d'affirmer qu'elles avaient déserté les marchés canadiens de capitaux ou délocalisé leurs activités de financement.

Le marché des obligations libellées en dollars canadiens

À la fin de 2003, l'encours des obligations libellées en dollars canadiens se chiffrait à 875 milliards, soit l'équivalent de 72 % du produit intérieur brut (PIB) canadien et 1,5 % du marché obligataire mondial (Merrill Lynch, 2004). À titre de comparaison, le marché obligataire des États-Unis représentait près de 200 % du PIB de ce pays et 47,6 % du marché mondial, tandis

que celui du Royaume-Uni équivalait à 75 % du PIB britannique et à 3,3 % du marché mondial.

Une évolution majeure ayant contribué à l'efficacité informationnelle du marché obligataire canadien est le changement apporté à la conduite de la politique monétaire. En décembre 2000, la Banque du Canada a instauré un régime de dates préétablies pour l'annonce des modifications de son principal taux directeur, le taux cible du financement à un jour. L'introduction de ce régime visait à réduire l'incertitude entourant la politique monétaire et à conférer une plus grande transparence aux décisions relatives aux taux d'intérêt. Plusieurs études démontrent que l'un et l'autre objectifs ont été atteints. Dans un article destiné à évaluer l'incidence du nouveau système, Parent, Munro et Parker (2003) révèlent que ce dernier a permis aux acteurs des marchés de capitaux de mieux comprendre l'orientation générale de la politique monétaire et les motivations qui sous-tendent les décisions stratégiques de la banque centrale. Parent (2002-2003) étudie la réaction des taux d'intérêt à court terme à la publication des données macroéconomiques et aux modifications du taux cible du financement à un jour. Avant l'adoption des dates d'annonce préétablies, les taux à deux ans et les contrats à terme de trois mois sur acceptations bancaires (BAX) étaient principalement influencés par les annonces macroéconomiques américaines; maintenant, ils réagissent à la publication des données canadiennes, bien que certains indicateurs de l'économie américaine demeurent importants. La priorité maintenant accordée aux indicateurs macroéconomiques du Canada plutôt qu'à ceux des États-Unis porte à croire que les opérateurs appréhendent mieux le mode d'action de la politique monétaire sur la courbe des rendements au Canada. Les taux à court terme ont une plus grande valeur informationnelle. L'étude démontre, par ailleurs, qu'une modification inattendue du taux cible du financement à un jour provoque une rapide réaction du prix des contrats BAX le jour de l'annonce, car les opérateurs ajustent en conséquence leurs attentes à court terme. Par contre, les taux à deux ans ne réagissent guère, ce qui indique que la politique monétaire est moins incertaine et que les marchés de capitaux ont à cet égard des attentes à moyen terme plus stables.

Dans un article consacré à la mesure des attentes en matière de taux d'intérêt au Canada, Johnson (2003) examine le mécanisme par lequel l'information relative à la politique monétaire se reflète dans les prix de divers instruments financiers à court terme. Lorsque les marchés sont efficaces, les attentes concernant la

trajectoire future du taux cible du financement à un jour devraient influencer sur le prix des contrats BAX et des contrats de change à terme, de même que sur le taux des prises en pension. L'auteur expose une méthodologie qui permet de calculer les taux à terme implicites à partir de ces instruments, et il teste l'hypothèse du marché efficient aux horizons de un et de trois mois. Son analyse révèle que le pouvoir de prévision des contrats BAX et autres instruments à court terme s'est considérablement accru après l'adoption du régime de dates d'annonce préétablies, en même temps que s'atténuait leur volatilité. Ce résultat donne à penser que le gain de transparence généré par le régime de dates d'annonce préétablies a rehaussé l'efficacité du processus de détermination des prix des actifs à court terme.

Le marché des obligations du gouvernement canadien

Les obligations négociables émises par les différents ordres de gouvernement forment jusqu'à 65 % du marché des obligations libellées en dollars canadiens et correspondent à 47 % du PIB canadien. Aux États-Unis, par contre, la dette publique représente environ la moitié du marché obligataire national (soit 95 % du PIB), tandis qu'au Royaume-Uni, elle équivaut à 37 % du marché des obligations libellées en livres sterling (28 % du PIB) (Merrill Lynch, 2004). À la fin de 2003, l'encours des obligations négociables du gouvernement fédéral du Canada avoisinait les 300 milliards de dollars, et celui des bons du Trésor s'élevait à 117 milliards de dollars.

Le marché secondaire des obligations du gouvernement canadien est dominé par les transactions intercourtiers, qui font l'objet d'une étude de D'Souza, Gaa et Yang (2003). À l'aide d'une base de données exclusive regroupant ces transactions, les auteurs procèdent à une évaluation empirique de la liquidité du marché obligataire canadien. Leur évaluation repose sur plusieurs indicateurs : l'écart acheteur-vendeur, la profondeur du marché (taille maximale des transactions susceptibles d'être effectuées aux prix affichés), l'immédiateté des transactions et l'incidence des transactions sur les prix. Les auteurs constatent que le marché intercourtiers canadien est relativement liquide pour sa taille, en comparaison de son pendant américain. Le volume de titres que les courtiers canadiens se disent disposés à échanger aux prix affichés est modeste cependant par rapport à la taille typique des transactions, et ils ont plus largement recours au protocole d'expansion des ordres que leurs homologues du marché intercourtiers des États-Unis.

Voici comment fonctionne ce mécanisme : le courtier affiche d'abord une offre d'achat ou de vente portant sur une transaction de taille modeste. Lorsque son offre trouve preneur, le protocole d'expansion est mis en branle si les contreparties désirent négocier à la hausse la taille de la transaction. Une fois la transaction amorcée, un signal est lancé aux autres participants du système, qui ont alors la possibilité de conclure une opération au même prix. Ce processus permet aux courtiers d'exécuter des transactions plus importantes tout en réduisant l'incidence de ces dernières sur les prix. Il est vrai que cette pratique est généralement le fait des marchés où existe une asymétrie d'information, mais les auteurs n'ont décelé aucun lien systématique entre sa fréquence d'utilisation et les niveaux observés d'activité, de liquidité du marché et de volatilité des prix. Au contraire, ils font valoir que cette pratique donne aux courtiers la faculté de programmer stratégiquement leurs interventions pour tirer profit de la « découverte » des prix au fil du temps. Le protocole d'expansion des ordres contribue donc à l'efficacité allocative et opérationnelle.

Dans le prolongement de leur étude antérieure, D'Souza et Gaa (2004) examinent l'incidence de l'information sur la volatilité des prix de même que sur l'activité et la liquidité du marché intercourtiers des titres d'État. Ils constatent que la liquidité diminue pendant les cinq minutes qui précèdent et qui suivent une annonce macroéconomique, mais qu'elle augmente par la suite, sur un laps de temps qui peut atteindre trente minutes. À l'opposé, le jour des adjudications d'obligations du gouvernement, la liquidité augmente avant l'heure limite de dépôt des soumissions, car les courtiers s'emploient à tirer parti de l'information véhiculée par les flux d'ordres provenant de leurs clients. Par la suite, la liquidité tend à diminuer vers l'heure de publication des résultats et revient à la normale peu après. Les auteurs en concluent que, d'une manière générale, les courtiers sont moins disposés à assurer la tenue du marché au moment où les cours risquent de connaître des fluctuations brusques. Cette dynamique de marché est semblable au comportement que prédit la théorie et que l'on observe sur le marché beaucoup plus vaste de la dette publique américaine. La conclusion générale est que l'information est traitée de manière efficace et absorbée rapidement sur le marché des obligations du gouvernement canadien.

La tendance générale en ce qui concerne la liquidité du marché secondaire des obligations du gouvernement canadien fait l'objet d'un article d'Anderson et

Lavoie dans la présente livraison. Bien qu'elle ait varié considérablement au cours de la dernière décennie, la liquidité du marché, mesurée par le taux de rotation, est demeurée saine, et son évolution est comparable à celle d'autres marchés d'obligations souveraines. D'après les auteurs, les variations du degré de liquidité résultent en grande partie de facteurs cycliques tels que les changements du niveau des taux d'intérêt et de la propension des investisseurs à prendre des risques, ainsi que la montée et la chute subséquente des cours des actions. Les auteurs constatent que les tendances à long terme, qu'elles soient de nature structurelle ou stratégique, ont aussi des effets importants sur la liquidité des marchés des obligations souveraines. Les facteurs qui exercent une influence à cet égard sont notamment le rythme d'adoption des innovations financières et technologiques de même que le niveau des emprunts du gouvernement et les initiatives liées à la gestion de la dette publique.

Le marché des obligations de sociétés

Le marché canadien des obligations de sociétés a connu une progression constante au cours de la décennie écoulée et représente 23 % du total des obligations libellées en dollars canadiens. Les chiffres comparables pour les marchés américain et britannique sont respectivement 30 % et 10 % du total des obligations libellées en dollars É.-U. et en livres sterling (Merrill Lynch, 2004)⁴. Freedman et Engert (2003) examinent les habitudes d'emprunt des sociétés canadiennes sur les 25 dernières années. Ils en concluent qu'environ la moitié de l'encours des obligations de sociétés étaient libellées en dollars canadiens. Mesuré en pourcentage du PIB, ce segment de marché n'a pas cessé de croître, alors que la dette du gouvernement fédéral évoluait à la baisse. Plusieurs facteurs expliquent la décision d'emprunter sur le marché américain; ce sont, entre autres, la capacité de ce marché d'absorber des émissions d'un montant plus élevé, la disponibilité d'échéances plus longues, les couvertures naturelles dont bénéficient les exportateurs et l'accès au capital pour les emprunteurs moins bien notés.

Anderson, Parker et Spence (2003) fournissent des données plus récentes à cet égard dans leur analyse de l'expansion du marché canadien des emprunts de sociétés. La taille moyenne des émissions obligataires libellées en dollars canadiens représente environ la moitié des émissions correspondantes en dollars américains, ce que les auteurs attribuent à la taille

moyenne, plus modeste, de l'actif sous gestion au Canada. La taille plus importante des émissions lancées aux États-Unis permet d'abaisser les coûts de placement, ce qui améliore l'efficacité opérationnelle. Les émetteurs canadiens les plus actifs d'obligations libellées en dollars américains sont les institutions financières et les entreprises du secteur des ressources naturelles. Récemment, les sociétés de télécommunications ont eu abondamment recours au marché américain, car au Canada l'offre de fonds pour les emprunteurs moins bien notés est limitée par les plafonds d'exposition à un emprunteur déterminé. Les auteurs font valoir qu'en raison de sa facilité d'accès, le marché des obligations libellées en dollars américains constitue un précieux complément au marché obligataire canadien. Leurs résultats font ressortir la nécessité de poursuivre les recherches afin d'examiner l'accès au capital des sociétés canadiennes ayant une cote de crédit inférieure et le coût de leur financement.

Le marché boursier

Le marché boursier est incontestablement la composante la plus visible et la plus transparente du système financier canadien. À la fin de 2003, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX étaient dotées d'une capitalisation globale de 1 215 milliards de dollars, soit l'équivalent de 98 % du PIB. À titre de comparaison, à la même période, la capitalisation des trois principales bourses des États-Unis — la Bourse de New York, le NASDAQ et l'American Stock Exchange — se chiffrait à 14 266 milliards de dollars É.-U., soit environ 130 % du PIB américain. Pour sa part, la Bourse de Londres affichait une capitalisation de 2 426 milliards de dollars É.-U. (79 % du PIB britannique).

King et Segal (2003a) analysent l'attrait relatif des marchés boursiers canadien et américain pour les sociétés canadiennes dans le cadre d'une étude comparative portant sur la valeur des actions cotées sur ces marchés. L'étude vise à déterminer comment les actions des sociétés canadiennes se comparent à celles de sociétés cotées aux États-Unis du point de vue du ratio de la valeur comptable à la valeur marchande et du ratio bénéfice-cours. Les auteurs arrivent à la conclusion, sur la base d'un éventail de mesures, que les actions des sociétés canadiennes sont sous-évaluées par rapport à celles des sociétés américaines. D'après une comparaison des entreprises qui sont cotées dans les deux pays et dont les états financiers sont dressés à la fois selon les principes comptables généralement reconnus appliqués au Canada et aux États-Unis, cet écart de valeur ne peut

4. Ces chiffres n'incluent pas les émissions d'euro-obligations ni les émissions libellées en monnaies étrangères.

s'expliquer par des différences comptables. L'écart est observé en dépit du fait que les entreprises canadiennes ont payé moins cher leurs fonds propres dans le passé et sont plus rentables que leurs homologues américaines. Il s'explique en partie par des facteurs propres aux sociétés, dont leur secteur d'activité, leur taille, le coût de leurs fonds propres et leur rentabilité. Les auteurs constatent également que les caractéristiques du marché boursier où s'échange l'action — comme la liquidité du marché secondaire et la tenue relative de l'ensemble du marché boursier — influent sur son évaluation. Ils en concluent que l'écart associé au pays persiste même lorsqu'on tient compte des facteurs propres aux sociétés et au marché, ce qui porte à croire que les marchés financiers canadiens et américains demeurent segmentés.

L'intercotation internationale

L'une des réactions à la segmentation du marché boursier canadien a été la montée de l'intercotation internationale. À la fin de 2003, les sociétés canadiennes formaient le plus important groupe de sociétés étrangères cotées aux bourses américaines : plus de 180 sociétés du Canada étaient inscrites à la cote de la Bourse de New York, de l'American Stock Exchange ou du NASDAQ. Chouinard et D'Souza (2003-2004) analysent la vogue grandissante à l'échelle mondiale des cotations à l'étranger. Ils font observer que cette pratique traduit chez les dirigeants de sociétés le désir de surmonter la segmentation du marché, d'abaisser le coût des fonds propres et d'avoir accès à un plus vaste vivier d'investisseurs. La croissance de l'intercotation dénote une meilleure connaissance de ses avantages; elle traduit aussi l'incidence des changements technologiques et de la libéralisation des flux de capitaux. Environ 15 % des actions inscrites à la Bourse de Toronto le sont également à une bourse américaine, et 2 % le sont à la Bourse de Londres. Pour les sociétés intercotées, les transactions sur les bourses américaines représentent, en moyenne, 40 à 50 % du volume total. Les dirigeants de sociétés canadiennes interrogés dans le cadre d'enquêtes estiment que les principaux avantages de la cotation à l'étranger résident dans la diversification du bassin d'investisseurs et la négociabilité accrue des titres. Ils considèrent cependant comme un coût majeur l'obligation de se plier aux exigences d'information des autorités étrangères. D'après les études empiriques menées sur l'intercotation internationale, cette pratique permet d'abaisser les coûts de transaction en accroissant la liquidité des marchés, d'améliorer l'exactitude des

prévisions de bénéfices des analystes et de bonifier l'évaluation des sociétés.

King et Segal (2003b) explorent certaines des motivations et des conséquences de l'intercotation dans une étude portant sur les relations entre la gouvernance d'entreprise, l'intercotation internationale et la préférence nationale de l'investisseur américain. On entend par gouvernance d'entreprise les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux s'assurent de la rentabilité de leur investissement, notamment le suivi par un conseil d'administration et des vérificateurs indépendants, conjugué à la réglementation des valeurs mobilières et aux lois sur les sociétés. En 2002, l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, dans la foulée de la chute d'Enron et de WorldCom, a mis en lumière l'importance de ces mécanismes pour la protection des investisseurs. Les investisseurs américains se montrent réticents à diversifier leurs portefeuilles boursiers au-delà des frontières du marché national. Il en résulte une concentration en titres nationaux qui est trop forte pour être optimale d'après la théorie. Cette préférence nationale est liée à l'asymétrie d'information, car la qualité des renseignements (ou leur actualité) et la possibilité d'un recours aux tribunaux peuvent être moindres dans les autres pays. Selon une autre piste d'explication, la concentration de la propriété des entreprises a peut-être un effet dissuasif sur l'investisseur américain, les actionnaires minoritaires se trouvant désavantagés sur le plan de l'information par rapport aux actionnaires dominants. Au Canada, la propriété est plus concentrée qu'aux États-Unis : les entreprises familiales et les catégories d'actions multiples y sont plus répandues (Attig et coll., 2002; Morck, Stangeland et Yeung, 2000).

King et Segal étudient les mécanismes par lesquels la double cotation au Canada et aux États-Unis peut influencer sur le degré de protection de l'investisseur et venir à bout de la préférence nationale de l'investisseur américain. Ils comparent la valeur des sociétés canadiennes exclusivement cotées sur le marché national à celle des sociétés également inscrites à une bourse américaine, en prenant en compte un ensemble de variables propres aux sociétés et au marché afin de neutraliser l'incidence avérée de divers facteurs sur l'évaluation. Ils constatent que l'intercotation amoindrit l'écart de valeur entre les sociétés canadiennes et américaines, ce qui s'explique peut-être par le surcroît de transparence et de surveillance qu'entraîne la cotation sur une bourse américaine. Toutefois,

l'intercotation n'élimine pas l'écart négatif associé au pays puisque les entreprises du Canada demeurent évaluées défavorablement par rapport à leurs homologues des États-Unis.

Les fiducies de revenu

Le secteur des fiducies de revenu a été l'un des principaux axes de croissance du marché boursier canadien au cours des cinq dernières années. King (2003) consacre une étude à cette catégorie d'actifs et aux enjeux qui s'y rattachent. Les fiducies de revenu sont des instruments de placement qui distribuent de manière fiscalement avantageuse les gains produits par un portefeuille d'actifs d'exploitation. À la fin de 2002, leur capitalisation boursière au Canada dépassait les 45 milliards de dollars, soit l'équivalent de 7 % de la valeur de la Bourse de Toronto. Au milieu de 2004, elle avoisinait les 90 milliards de dollars. La forte hausse de leur valeur, l'abondance des nouvelles émissions et la complexité de leur structure juridique ont eu pour effet de diriger davantage l'attention sur cette catégorie d'actifs. King expose les sources de croissance de ce secteur, la structure d'une fiducie de revenu type et les principaux déterminants de l'évaluation. Il décrit les avantages qu'offrent ces instruments de même que les questions qu'ils soulèvent sur les plans juridique et réglementaire et sur ceux de la gouvernance, des opérations et du marché.

L'expansion du secteur des fiducies de revenu montre que les marchés canadiens de capitaux évoluent pour répondre aux besoins des sociétés et des investisseurs. Les entreprises ont mis à contribution ce nouvel instrument pour vendre avantageusement toutes sortes d'actifs. Cette pratique a encouragé l'apport de capitaux aux projets affichant un taux de rendement positif. En même temps, les investisseurs se sont vu offrir un nouveau véhicule de placement qui produit des rendements élevés. Les revenus générés étant remis directement aux investisseurs, ces derniers peuvent choisir eux-mêmes la formule optimale pour le réinvestissement de leurs gains plutôt que de laisser ce soin à la direction de l'entreprise. La hausse de valeur de cette catégorie d'actifs et leur rapide expansion dans un contexte de bas taux d'intérêt ont suscité des inquiétudes quant à une éventuelle surévaluation. D'après King, ces préoccupations semblent en voie de se résorber, à mesure que les investisseurs se familiarisent avec ce nouveau marché ainsi qu'avec les avantages et les incertitudes liés à différents modèles d'entreprise et qu'ils apprennent à placer leurs fonds de façon appropriée. Les organismes de réglementation

examinent les moyens susceptibles d'améliorer la transparence et l'information dans ce segment de marché, et plusieurs administrations provinciales s'emploient à résoudre les questions liées à la responsabilité des porteurs de parts.

Le marché des changes

Le dollar canadien vient au sixième rang pour le volume mondial des transactions, même s'il ne représentait en 2001 qu'environ 2 % de l'activité quotidienne de l'ensemble des marchés des changes (contre 1,2 % en 1998)⁵. Avec les progrès de la mondialisation, les sociétés canadiennes qui sont actives à l'étranger ont le choix entre le dollar canadien et d'autres monnaies, en particulier le dollar américain, comme moyen d'échange, réserve de valeur et unité de compte. Murray et Powell (2002) et Murray, Powell et Lafleur (2003) ont examiné cette question dans une évaluation du degré de « dollarisation » effective du Canada. Ils décrivent une enquête spéciale sur les pratiques des entreprises canadiennes en matière de paiement et de présentation de l'information financière, qui a été menée par les bureaux régionaux de la Banque afin de déterminer si le dollar américain avait commencé à supplanter le dollar canadien en tant qu'unité de compte privilégiée. La Banque avait demandé à un éventail représentatif d'entreprises quelle(s) monnaie(s) elles utilisaient pour indiquer leurs prix de vente à leurs clients canadiens et à leurs clients étrangers, pour établir leurs états financiers et pour fixer les salaires. Les données indiquent que, malgré la prédominance du billet vert dans le commerce mondial et son rôle d'étalon de valeur international, son utilisation au Canada est très limitée. La vaste majorité des entreprises canadiennes établissent leurs prix et leurs états financiers en dollars canadiens, et très peu de Canadiens perçoivent leur salaire dans une monnaie étrangère. Le rapport conclut que le dollar canadien demeure nettement privilégié pour l'établissement de la plupart des prix et des états financiers au Canada et que la « dollarisation » reste un phénomène marginal.

5. Ces données, extraites du tableau E.1.1 de l'enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux sur l'activité des marchés des changes, sont corrigées afin de supprimer les doubles comptages (BRI, 1999 et 2002). En 2001, les monnaies les plus échangées sur le marché au comptant (et leur part de l'activité quotidienne moyenne) étaient, par ordre décroissant, le dollar É.-U. (42,2 %), l'euro (21,5 %), le yen (13,0 %), la livre sterling (5,4 %), le franc suisse (3,5 %) et le dollar canadien (2,0 %).

Le dollar canadien vient au sixième rang pour le volume mondial des transactions, même s'il ne représentait en 2001 qu'environ 2 % de l'activité quotidienne de l'ensemble des marchés des changes (contre 1,2 % en 1998).

En 2003, le dollar canadien s'est apprécié de 16 %, en termes réels, par rapport à la devise américaine. Cette forte hausse a-t-elle eu une incidence sur les bénéfices des entreprises, la qualité de leur crédit et, en définitive, le système financier dans son ensemble? En janvier 2004, la Banque a envoyé aux grandes institutions financières actives sur le marché du dollar canadien un questionnaire portant sur les activités de couverture du risque de change de leur clientèle d'entreprise. Les résultats de l'enquête sont résumés dans la livraison de juin 2004 de la *Revue du système financier* (Encadré 3, p. 21). Les banques estiment qu'en moyenne, leurs clients se fixent une cible de référence d'environ 50 % pour le ratio de couverture, bien que celle-ci puisse varier grandement d'une entreprise à l'autre. Les ratios de couverture sont le plus souvent supérieurs ou inférieurs à la cible, reflétant en partie le point de vue des entreprises au sujet des fluctuations futures du taux de change. La plupart des couvertures « naturelles », comme le recours à des unités de production situées à l'étranger ou au financement extraterritorial, s'inscrivent dans la durée et ne peuvent être modulées en fonction des mouvements à court terme de la devise. Les institutions financières ont indiqué que du fait de l'instauration, en juillet 2003, de nouvelles normes comptables canadiennes pour le traitement des produits dérivés, leurs clients pourraient avoir davantage de difficulté à appliquer la comptabilité de couverture (à savoir la comptabilité analytique ou la comptabilité d'exercice) aux opérations qu'ils mènent pour se protéger contre le risque de change. Les réponses donnent à penser que l'obligation de comptabiliser les instruments dérivés à leur valeur marchande pourrait dissuader certaines sociétés de couvrir leurs risques de change puisque cette pratique augmente la volatilité de leurs bénéfices.

Les marchés de produits dérivés et la titrisation

Les produits dérivés et la titrisation d'actifs, dont la valeur repose respectivement sur l'évolution du prix d'un actif sous-jacent ou d'un bloc d'actifs, ont constitué d'importants axes de croissance pour les marchés de capitaux internationaux. D'après les estimations de la Banque des Règlements Internationaux (BRI, 2002), le montant notionnel des contrats de change de gré à gré a crû de 56 % entre mars 1995 et juin 2001 pour atteindre 20,4 billions de dollars É.-U. Durant la même période, le montant notionnel des contrats de taux d'intérêt dans une seule monnaie négociés de gré à gré a augmenté de 184 %; il s'établissait à 75,8 billions de dollars É.-U. à la fin de juin 2001. La progression la plus rapide a été enregistrée dans le segment des contrats sur actions de gré à gré, dont le montant notionnel s'est accru de plus de 250 % et a atteint, en juin 2001, 2,0 billions de dollars É.-U. La BRI ne fournit pas de répartition par pays des montants notionnels, mais elle donne une ventilation du volume quotidien moyen des transactions. En 2001, la part du Canada dans le volume des transactions conclues de gré à gré était de 2,8 % pour les contrats de change (contre 2,0 % en 1998) et de 1,5 % pour les contrats de taux d'intérêt dans la même monnaie (comparativement à 1,9 % en 1998) (BRI, 2002)⁶. On ne dispose pas de chiffres comparables pour les contrats sur actions.

Kiff (2003) brosse un tableau de certains de ces marchés dans un article traitant de l'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit. Les instruments de transfert du risque de crédit permettent aux contreparties de transférer l'exposition au risque de défaillance sans céder pour autant la propriété de l'actif sous-jacent. Par exemple, les titres adossés à des actifs servent à titriser les flux de trésorerie générés par des actifs tels que les créances hypothécaires à l'habitation, le papier commercial, les créances sur cartes de crédit, les prêts automobiles et le crédit-bail matériel. Ils forment l'essentiel de l'activité de transfert du risque de crédit au Canada. Pour les autres types d'instruments de transfert, le marché intérieur est plutôt restreint. Par exemple, Freedman et Engert (2003) signalent que 11 % des créances hypothécaires au Canada sont titrisées, contre environ 50 % aux

6. À titre de comparaison, la part des États-Unis dans le volume des transactions conclues de gré à gré s'établissait en 2001 à 14,3 % pour les contrats de change et à 17,1 % pour les contrats de taux d'intérêt dans la même monnaie, et celle du Royaume-Uni était de 32,9 % et 35,2 % respectivement (BRI, 2002).

États-Unis. Toovey et Kiff (2003) décrivent dans le détail le segment de marché le plus actif en matière de transfert du risque de crédit, à savoir le papier commercial adossé à des actifs, dont l'encours totalisait 64 milliards de dollars à la fin de 2002. Ce segment est en nette expansion depuis le milieu des années 1990 et représente environ 40 % du marché du papier à court terme de sociétés. Cette forme de titrisation est attrayante, car elle offre aux sociétés une autre source de financement dont le coût peut être inférieur à celui des sources traditionnelles comme le papier commercial et les acceptations bancaires. Les auteurs concluent que les instruments de transfert du risque de crédit améliorent incontestablement l'efficacité des marchés et la dispersion du risque, mais que, ce faisant, ils créent d'autres difficultés et d'autres risques potentiels.

Par exemple, la BRI a signalé que la divulgation insuffisante de renseignements à l'échelon des entités et des transactions constituait une préoccupation pouvant nécessiter une intervention de la part des autorités compétentes. Il est difficile de connaître les modalités précises des transactions, comme la composition du bloc d'actifs ou les mécanismes de rehaussement du crédit et de la liquidité. La BRI a exprimé des inquiétudes quant à la dépendance envers les agences de notation, à la concentration de l'activité entre les mains de quelques intermédiaires financiers, au potentiel d'aggravation de la volatilité des actifs sous-jacents, aux problèmes de divergence d'intérêts entre les emprunteurs et les prêteurs et aux risques juridiques liés au montage de ces instruments. Kiff (2003) fait observer que les instruments de transfert du risque de crédit présentent des lacunes sur le plan de la divulgation de renseignements et de la transparence. Toovey et Kiff (2003) relèvent que l'information relative aux transactions sur le papier commercial adossé à des actifs laisse encore beaucoup à désirer, en particulier les renseignements concernant le degré de risque effectivement transféré par l'initiateur et l'entité sur laquelle le risque est reporté. Cette dimension devra être suivie et analysée tant au Canada qu'à l'étranger. La recherche devrait notamment viser à déterminer où le risque se concentre et comment la stabilité du système financier s'en trouve affectée.

La réglementation des valeurs mobilières

En augmentant la transparence et en réduisant l'incertitude, une réglementation bien conçue peut contribuer à l'efficacité des marchés de valeurs mobilières. Le renforcement de l'efficacité information-

nelle devrait avoir pour effet d'abaisser le coût du capital, de stimuler l'investissement, d'accroître la liquidité et de réduire le risque de contrepartie. On s'interroge depuis bien des années sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières au Canada. C'est dans ce contexte que le gouvernement fédéral a commandé une étude, qui est parue en 2003 sous le nom de rapport du Comité de personnes averties (Canada, 2003a et b). Ce rapport recommande la création d'un organisme de réglementation pancanadien dont la supervision serait assurée par les administrations fédérale et provinciales. D'autres recommandations ont été formulées par différentes autorités provinciales, et le débat sur le cadre réglementaire optimal des marchés canadiens de valeurs se poursuit. De nombreux acteurs des marchés estiment qu'il faudrait améliorer le régime canadien de réglementation des valeurs mobilières pour alléger le fardeau réglementaire et renforcer le dispositif d'application (Canada, 2003a).

Le lien entre la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe suscite depuis longtemps l'intérêt de la Banque. En février 2004, celle-ci a été l'hôte d'un atelier regroupant des opérateurs et des représentants d'organismes de réglementation du Canada, des États-Unis et d'Europe afin de débattre de cette question dans une optique internationale. Les principaux thèmes de l'atelier sont résumés dans un article de Zorn (2004). Dans le contexte des marchés financiers, la notion de transparence a trait à la quantité d'information disponible à propos des cours acheteur et vendeur et des volumes de transactions, ainsi qu'à la rapidité avec laquelle cette information est diffusée. La transparence contribue à l'efficacité informationnelle du marché, quoiqu'une transparence complète puisse rendre les teneurs de marché moins enclins à prendre des risques, comme l'a souligné Vu (2003). L'opinion générale qui s'est dégagée de l'atelier est que le degré de transparence optimal d'un marché dépend de ses caractéristiques institutionnelles. Les participants ont estimé que, dans l'ensemble, les marchés canadiens de titres à revenu fixe fonctionnent bien, mais que l'on gagnerait à en accroître la transparence. Une hausse de la transparence profiterait surtout aux petits investisseurs institutionnels et aux investisseurs particuliers. Les modifications de la réglementation doivent être soigneusement planifiées, implantées par étapes et minutieusement évaluées avant le passage à la phase suivante. Cette approche graduelle permettra de rapprocher chaque marché de son degré approprié de transparence sans nuire

inconsidérément à sa liquidité et sans l'exposer à l'effet pervers d'une perte — plutôt que d'un gain — d'efficience.

Enseignements tirés des travaux de la Banque

Que nous ont appris nos recherches sur l'efficience des marchés canadiens de capitaux? Nos conclusions sont regroupées ci-après en trois volets, qui correspondent aux trois dimensions (allocative, opérationnelle et informationnelle) de l'efficience définies plus haut.

L'efficience allocative

D'après les recherches menées à la Banque jusqu'ici, les marchés de capitaux du Canada sont relativement efficaces pour un pays de cette taille, mais ils sont moins diversifiés que le marché américain, qui est plus vaste. Il semble que les secteurs public et privé canadiens arrivent à lever suffisamment de fonds sur les marchés nationaux, encore que cette conclusion découle de recherches qui concernent principalement les activités des grandes entreprises canadiennes sur les marchés de capitaux publics⁷. Dans les cas où la taille limitée du marché national peut constituer un frein, les sociétés canadiennes ont appris à pallier le problème potentiel d'efficience allocative en s'adressant aux marchés de capitaux internationaux. Les sociétés canadiennes se procurent environ la moitié de leur financement sur les marchés des États-Unis, soit parce qu'il est facile d'y placer de grosses émissions, soit parce qu'elles souhaitent abaisser le coût de leurs fonds propres ou encore se couvrir contre les variations de la valeur de leurs revenus ou actifs libellés en dollars américains. Lorsqu'elles ont besoin de capitaux importants, certaines sociétés canadiennes ayant une cote de crédit inférieure se tournent vers le marché américain des titres à rendement élevé, plus développé que son pendant canadien; ce fut le cas, par exemple, des entreprises de télécommunications à la fin des années 1990. De même, les sociétés canadiennes qui inscrivent leurs actions à une bourse américaine peuvent réduire leurs coûts de financement et bonifier leur évaluation tout en augmentant leur visibilité et le volume de transactions sur leur titre. L'offre de titres canadiens sur le marché américain émane essentiellement des grandes entreprises, dont les besoins de capitaux importants ne peuvent toujours être comblés

7. Le rapport MacKay a mis en lumière l'insuffisance des données relatives au financement des petites et moyennes entreprises (Canada, 1998). Pour remédier à cette insuffisance, Statistique Canada a créé un nouvel outil de sondage, l'Enquête sur le financement des petites et moyennes entreprises, qui a été utilisé pour la première fois en 2000.

à un prix raisonnable sur le marché plus étroit du Canada. Il semble bien, dès lors, que l'efficience allocative soit une réalité pour les grandes entreprises.

D'après les recherches menées à la Banque jusqu'ici, les marchés de capitaux du Canada sont relativement efficaces pour un pays de cette taille, mais ils sont moins diversifiés que le marché américain, qui est plus vaste.

Les entreprises de taille plus modeste ou moins bien notées peuvent avoir de la difficulté à vendre leurs obligations sur les marchés canadien et américain, mais elles ont la possibilité de recourir aux prêts d'institutions financières canadiennes, au capital de risque ou à des placements privés pour financer leurs investissements. Seule une analyse de ces autres sources de financement et de leur coût relatif permettra de savoir si les entreprises en question bénéficient d'une allocation efficace des capitaux. Dans cette optique, les travaux futurs devraient chercher à établir si la situation de cette portion du marché s'explique par une insuffisance de l'offre ou par un manque d'intérêt de la part des investisseurs.

L'apparition de nouvelles catégories d'actifs comme les fiducies de revenu sur les marchés canadiens de capitaux a permis aux entreprises nationales de mobiliser des fonds pour alléger leur dette ou saisir des occasions d'affaires. Cette activité nouvelle contribue aussi bien à l'efficience allocative qu'à l'efficience opérationnelle des marchés canadiens, en abaissant le coût du capital et en élargissant l'éventail des projets susceptibles de bénéficier d'un financement. L'adossement de papier commercial à des actifs est un autre moyen pour l'entreprise de se procurer de l'argent frais sans pour autant céder les actifs qu'elle possède. Le gros de l'activité de transfert du risque est concentré dans le segment du papier commercial adossé à des actifs, ce qui va à l'encontre de l'idée voulant que la titrisation d'actifs et l'emploi d'autres produits dérivés de crédit demeurent limités sur le marché canadien.

Dans l'ensemble, le tableau qui émerge est celui d'un marché qui s'est adapté et qui a su élaborer des mécanismes ou des instruments pour maximiser son

efficience allocative. Il reste que les sources de financement extérieures jouent aussi un rôle important si l'on en juge par le large recours des entreprises canadiennes aux marchés américains de capitaux. Dans leurs travaux à venir, les chercheurs de la Banque étudieront l'évolution du marché canadien des produits dérivés, afin notamment de déterminer son degré de complétude par rapport à ceux d'autres pays.

L'efficience opérationnelle

Peu des travaux dont il a été question traitent directement de l'efficience opérationnelle. L'une des exceptions est l'étude du marché des obligations du gouvernement canadien, qui conclut que les écarts acheteur-vendeur et les autres indicateurs de la liquidité sont raisonnables pour un marché de la taille du Canada, tout en reconnaissant que les niveaux de liquidité sont plus faibles ici qu'aux États-Unis. Sur le marché intercourriers par exemple, les opérateurs ont recours au protocole d'expansion des ordres pour réduire les coûts liés à l'incidence des transactions sur les prix. Le marché des obligations du gouvernement canadien possède un bon niveau de liquidité, mais il existe encore des facteurs — tels que l'étroitesse relative des marchés des produits dérivés et des titres adossés à des actifs et la lenteur avec laquelle se répandent les plateformes de négociation électronique — qui pourraient limiter l'efficience opérationnelle du marché obligataire national.

D'autres études permettent de tirer des conclusions indirectes au sujet de l'efficience opérationnelle. En raison de la concurrence accrue que se livrent les bourses pour la cotation des titres canadiens et la négociation des actions de sociétés canadiennes intercotées, les écarts acheteur-vendeur se sont rétrécis et la liquidité de ces titres a augmenté, mais certains travaux indiquent que ces avantages échappent aux sociétés qui ne sont pas intercotées (Eun et Sabherwal, 2003; Foerster et Karolyi, 1998). Aucune étude n'a été menée sur les coûts de transaction dans les marchés des obligations de sociétés et des produits dérivés, vu le manque de statistiques fiables sur l'activité de ces titres. Lorsqu'on les interroge sur les raisons qui les poussent à émettre des titres d'emprunt libellés en dollars américains, les émetteurs canadiens mentionnent le niveau moins élevé des coûts de transaction, conséquence de la taille plus importante des émissions et du plus grand nombre de gestionnaires d'actifs aux États-Unis. Comme en témoigne le vif essor des fiducies de revenu, les marchés canadiens de capitaux ont trouvé là un instrument qui permet de verser aux investisseurs une plus forte proportion des flux de

trésorerie, comparativement à des actifs détenus dans une entreprise classique, en limitant au maximum l'impôt sur le revenu des sociétés⁸. Considérées dans leur ensemble, ces études tendent à démontrer que les marchés les plus efficaces sur le plan opérationnel sont ceux des obligations du gouvernement canadien et des actions de sociétés intercotées. Des recherches complémentaires sont nécessaires pour évaluer l'efficience opérationnelle des autres segments des marchés canadiens.

Parmi les composantes du paysage financier qui contribuent à l'efficience opérationnelle figure le cadre réglementaire. La Banque souhaite ardemment comprendre comment la réglementation influence les coûts de transaction et le coût du capital sur les marchés canadiens et, partant, le degré d'efficience opérationnelle de ces marchés. Elle continuera de suivre l'évolution de la réglementation financière pour mieux appréhender le rôle du cadre réglementaire dans l'efficience des marchés.

L'efficience informationnelle

Plusieurs études incitent à penser que l'adoption de dates d'annonce préétablies a accru l'efficience informationnelle dans la portion à court terme de la courbe de rendement des titres du gouvernement canadien, du fait que les marchés financiers ont maintenant une meilleure compréhension du mode de formulation et de mise en œuvre de la politique monétaire. L'opinion générale qui s'est dégagée du récent atelier de la Banque sur la réglementation et la transparence est que l'amélioration de la transparence et de l'information serait bénéfique pour le marché obligataire canadien. Toutefois, d'après les recherches effectuées jusqu'à présent, l'efficience informationnelle pourrait également laisser à désirer sur les marchés des obligations de sociétés, des fiducies de revenu et des instruments de transfert du risque de crédit. S'agissant de ces derniers, les travaux de la Banque et de la BRI évoquent une insuffisance d'information concernant le degré de risque effectivement transféré par l'initiateur et l'entité sur laquelle le risque est reporté. Les agences de notation Standard & Poor's, Moody's International et DBRS Inc. s'efforcent de répondre à certaines de ces préoccupations par le suivi qu'elles assurent. Il serait utile d'établir comment l'imposition de règles de divulgation plus rigoureuses pourrait influencer sur l'évaluation de ces actifs et sur les exigences de rendement qui s'y rattachent.

8. Pour plus de précisions sur l'inégalité de traitement fiscal entre les différentes catégories de droits économiques, voir Hayward (2002).

D'après les recherches effectuées jusqu'à présent, l'efficience informationnelle pourrait également laisser à désirer sur les marchés des obligations de sociétés, des fiducies de revenu et des instruments de transfert du risque de crédit.

Si l'on en croit les études menées à la Banque et ailleurs, l'asymétrie d'information demeure une réalité sur les marchés d'actions au Canada. Les travaux de la Banque sur l'évaluation des sociétés canadiennes donnent à penser que la surveillance plus étroite sur les marchés boursiers américains a un effet favorable sur l'évaluation des sociétés intercotées. L'intercotation peut bonifier l'évaluation d'une société, mais elle n'élimine pas le facteur pays, qui explique la sous-évaluation de certaines entreprises canadiennes par rapport aux entreprises comparables américaines. Entre autres explications possibles, la concentration de la propriété qui caractérise bon nombre de sociétés canadiennes fait peut-être craindre aux investisseurs américains un éventuel désavantage informationnel pour les actionnaires minoritaires. Cette hypothèse mérite d'être approfondie. Selon des études réalisées à l'extérieur de la Banque, le cours des actions des cibles d'OPA augmente au Canada avant même la première annonce de l'offre publique d'achat (Jabbour, Jalilvand et Switzer, 2000), et de nombreuses sociétés canadiennes ne respectent pas les prescriptions réglementaires lorsqu'elles rachètent leurs actions (McNally et Smith, 2003). En outre, le rapport du Groupe de travail sur les délits d'initiés au Canada (2003) fait état de fuites d'information qui dénotent un important degré d'inefficience informationnelle⁹.

9. En septembre 2002, les commissions de valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta se sont jointes à l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, à la Bourse de Montréal et à SRM (Services de réglementation du marché inc., l'entreprise d'autoréglementation des marchés canadiens d'actions) pour constituer un groupe de travail sur les délits d'initiés. Le groupe de travail avait pour mission d'évaluer les pratiques optimales permettant de contrer les délits d'initiés sur les marchés canadiens de capitaux. Son rapport peut être consulté à l'adresse www.csa-acvm.ca/pdfs/ITTF_report.pdf.

Conclusion

Dans l'ensemble, les recherches effectuées jusqu'ici à la Banque donnent à penser que les marchés canadiens de capitaux fonctionnent bien et sont efficaces pour leur taille. Les marchés canadiens évoluent pour répondre aux besoins des épargnants et des investisseurs, et leur rythme global d'expansion a suivi celui de l'économie. Ils ont également conservé leur part du marché des entreprises canadiennes face à la concurrence mondiale. De nouvelles catégories d'actifs, dont les fiducies de revenu et le papier commercial adossé à des actifs, ont fait leur apparition pour combler les attentes des sociétés et des investisseurs. D'autres travaux sont nécessaires pour déterminer comment les marchés canadiens de capitaux satisfont aux besoins des sociétés de taille modeste ou moins bien notées. Il faudrait aussi évaluer le niveau de transparence et la qualité de la divulgation des informations relatives aux différentes catégories d'actifs, ainsi que la manière dont ces deux variables influent sur le prix des actifs. Les autorités doivent continuer d'étudier les effets de l'innovation financière, notamment en matière de titrisation, de marchés dérivés et de négociation électronique. En outre, il convient de poursuivre les recherches afin de repérer les domaines où le Canada dispose d'un avantage concurrentiel dans le contexte de la mondialisation des marchés de capitaux, et ceux où il a un retard à rattraper. Certains segments des marchés canadiens et américains de capitaux ont évolué différemment des deux côtés de la frontière, et il importera de comprendre les facteurs à l'origine de ces différences pour cerner les forces et les faiblesses des marchés canadiens. L'une des tâches importantes à cet égard sera de définir un étalon approprié pour mesurer l'efficience de ces derniers. La Banque continuera d'explorer ces questions dans le cadre de ses activités de recherche.

Ouvrages et articles cités

- Anderson, S., et S. Lavoie (2004). « L'évolution de la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-33.
- Anderson, S., R. Parker et A. Spence (2003). « Faits stylisés et enjeux relatifs à l'expansion du marché canadien des titres de dette des sociétés », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (décembre), p. 37-44.
- Attig, N., Y. Gadhoun et L. Lang (2002). « Ultimate Ownership of the U.S. and Canada », Université Laval, photocopie.
- Banque des Règlements Internationaux (BRI) (1999). *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 1998* (mars).
- (2002). *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (mai).
- Canada. Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien (1998). *Changement, défis et possibilités — Rapport du Groupe de travail (Rapport MacKay)*, Ottawa, ministère des Finances.
- Canada. Comité de personnes averties établi pour évaluer la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada (2003a). *C'est le temps d'agir*, Ottawa, ministère des Finances.
- (2003b). *C'est le temps d'agir — Monographies*, ministère des Finances, Ottawa.
- Chouinard, É., et C. D'Souza (2003-2004). « Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 27-35.
- Copeland, T., et F. Weston (1991). *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading (Massachusetts), Addison-Wesley.
- D'Souza, C., C. Gaa et J. Yang (2003). « An Empirical Analysis of Liquidity and Order Flow in the Brokered Interdealer Market for Government of Canada Bonds », document de travail n° 2003-28, Banque du Canada. Une synthèse des résultats présentés est parue dans la livraison de juin 2004 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, p. 83-85.
- D'Souza, C., et C. Gaa (2004). « The Effect of Economic News on Bond Market Liquidity », document de travail n° 2004-16, Banque du Canada. Une synthèse des résultats présentés est parue dans la livraison de juin 2004 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, p. 83-85.
- Dolar, V., et C. Meh (2002). « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey », document de travail n° 2002-24, Banque du Canada. Une synthèse de ce document est parue dans la livraison de décembre 2002 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, p. 63-65.
- Eun, C., et S. Sabherwal (2003). « Cross-Border Listings and Price Discovery: Evidence from U.S.-Listed Canadian Stocks », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 2, p. 549-575.
- Foerster, S., et G. Karolyi (1998). « Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada-U.S. Interlistings », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, n° 3-4, p. 393-412.
- Freedman, C., et W. Engert (2003). « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-18.
- Groupe de travail sur les délits d'initiés (2003). « Délits d'initiés au Canada : Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion », Toronto (novembre).
- Hayward, P. (2002). « Income Trusts: A 'Tax-Efficient' Product or the Product of Tax Inefficiency? », *Revue fiscale canadienne*, vol. 50, n° 5, p. 1529-1569.
- Jabbour, A., A. Jalilvand et J. Switzer (2000). « Pre-Bid Price Run-Ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions », *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, n° 1, p. 21-43.
- Johnson, G. (2003). « La mesure des attentes de taux d'intérêt au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 19-29. Pour en savoir davantage, voir aussi, du même auteur, « Measuring Interest Rate Expectations in Canada », document de travail n° 2003-26, Banque du Canada.
- Kiff, J. (2003). « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin), p. 35-43.
- King, M. (2003). « Income Trusts — Understanding the Issues », document de travail n° 2003-25, Banque du Canada. Une synthèse de ce document est parue dans la livraison de décembre 2003 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, p. 81-83.

Ouvrages et articles cités (suite)

- King, M., et D. Segal (2003a). « Valuation of Canadian- vs. U.S.-Listed Equity: Is There a Discount? », document de travail n° 2003-06, Banque du Canada. Une synthèse de ce document est parue dans la livraison de décembre 2003 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada, p. 85-87.
- (2003b). « Corporate Governance, International Cross Listing and Home Bias », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n° 4, p. 8-19.
- Merrill Lynch (2004). « Size and Structure of the World Bond Market: 2004 ».
- McNally, W., et B. Smith (2003). « Do Insiders Play by the Rules? », *Analyse de Politiques*, vol. 29, n° 2, p. 125-144.
- Morck, R., D. Stangeland et B. Yeung (2000). « Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease ». In : *Concentrated Corporate Ownership*, publié sous la direction de R. Morck, Chicago, University of Chicago Press, p. 319-369.
- Murray, J., et J. Powell (2002). « Le Canada est-il “dollarisé” ? », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- Murray, J., J. Powell et L.-R. Lafleur (2003). « Le point sur la “dollarisation” du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-36.
- Parent, N. (2002-2003). « Transparence et réaction des taux d'intérêt à la publication périodique des données macroéconomiques », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-37.
- Parent, N., P. Munro et R. Parker (2003). « Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- Toovey, P., et J. Kiff (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin), p. 45-51.
- Vu, T.-M. (2003). « Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (décembre), p. 61-65.
- Zorn, L. (2004). « Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin), p. 43-48.

