

Comment les marchés canadiens de capitaux se comparent-ils aux autres?

Sheryl Kennedy, sous-gouverneure

Le présent article est une version remaniée d'une allocution prononcée en mai 2004 dans le cadre des déjeuners-conférences de l'association Women in Capital Markets. Plusieurs tableaux et graphiques ont été insérés à des fins d'illustration.*

En sa qualité de banque centrale, la Banque du Canada porte un vif intérêt à la promotion d'un système financier sûr, solide et efficient. J'aimerais vous parler aujourd'hui des marchés canadiens de capitaux — un rouage clé du système financier du pays — et évaluer leur efficacité relative dans une optique mondiale.

Depuis plus de cinquante ans, la Banque suit l'évolution des marchés financiers et contribue ponctuellement à leur expansion. Au cours de cette période, ceux-ci ont connu de nombreuses mutations et une croissance appréciable. Je voudrais ici examiner la tenue des marchés canadiens de capitaux au regard de certains des facteurs qui contribuent à l'efficacité des marchés, en comparant dans la mesure du possible les marchés canadiens à ceux d'autres pays¹.

* Pour obtenir de plus amples renseignements sur les déjeuners-conférences de l'association Women in Capital Markets, on peut consulter le site Web de celle-ci à l'adresse <http://www.wcm.ca>.

1. Pour un aperçu des recherches récentes dans ce domaine, voir l'article de Scott Hendry et Michael King intitulé « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada » (dans la présente livraison de la *Revue*).

Efficiences des marchés et répartition du capital et des risques

Les marchés financiers jouent un rôle crucial dans la répartition du capital et des risques. Pour jouer efficacement ce rôle, ils doivent pouvoir s'appuyer sur une infrastructure financière et un cadre juridique sûrs et solides. On ne saurait surestimer l'importance de l'intégrité des marchés car, pour fonctionner de manière efficace, ceux-ci doivent mériter la confiance des opérateurs.

Pour fonctionner de manière efficace, les marchés de capitaux doivent mériter la confiance des opérateurs.

L'efficacité comporte à proprement parler trois aspects distincts bien qu'interdépendants. Le premier concerne l'allocation du capital et la répartition des risques, le second les opérations sur le marché et le troisième la transmission de l'information. Sur le plan économique, l'efficacité de la répartition ou efficacité allocative globale signifie que les capitaux sont canalisés vers les projets les plus rentables et que les risques sont supportés par les agents économiques qui sont le mieux en mesure de les assumer. L'efficacité opérationnelle implique que les transactions peuvent être effectuées à un coût concurrentiel, et l'efficacité informationnelle signifie que les prix tiennent compte de toute l'information disponible. Le degré d'efficacité informationnelle et opérationnelle d'un marché détermine son degré d'efficacité allocative. Une information

trompeuse ou des coûts de transaction trop élevés peuvent en conséquence nuire à l'efficacité allocative et à la croissance économique.

Comme je viens de l'indiquer, l'efficacité allocative implique que les investisseurs financent les projets offrant les meilleures perspectives de rentabilité, c'est-à-dire que les entreprises trouveront les fonds nécessaires aux projets qui ont une valeur actualisée nette positive. Dans la pratique, cela signifie que les marchés de capitaux doivent pouvoir financer, sur le court et le long terme, des projets représentant tout l'éventail des activités économiques et présentant différents niveaux de risque. Toujours dans cette perspective, les entreprises canadiennes ont-elles accès à des marchés de capitaux complets et suffisamment dynamiques pour répondre à leurs besoins? Ces marchés permettent-ils, au surplus, de gérer la gamme entière des risques?

Complétude et accessibilité des marchés

Un marché complet² peut être défini comme un marché qui propose aux opérateurs une foule d'options de financement pour faire face à toutes les éventualités. Dans une économie ouverte et de petite taille comme la nôtre, la notion de complétude revêt une dimension internationale et a trait à la capacité non seulement du marché intérieur mais aussi des marchés internationaux à remplir ce rôle. Dans l'un et l'autre cas, la question fondamentale est de savoir si les sociétés ont accès aux capitaux dont elles ont besoin, sur un marché offrant un éventail étendu d'instruments de couverture et de dispersion des risques.

La taille compte, car un vaste marché comme celui des États-Unis est plus à même de tirer parti des économies de gamme et d'échelle. S'il est vrai que la taille en soi ne confère pas une plus grande efficacité, elle peut y contribuer en augmentant le potentiel de liquidité du marché et la diversité des produits. De toute évidence, les marchés canadiens sont beaucoup plus restreints que ceux des États-Unis, de l'Europe et du Japon, mais ils se comparent favorablement à ceux d'autres économies de taille similaire.

Prenons, par exemple, le marché des titres à revenu fixe. À cet égard, les États-Unis l'emportent largement, que ce soit en taille ou en diversité, sur tous les autres marchés. Le marché américain des titres à revenu

fixe équivaut à 32 fois le marché canadien, 15 fois le marché britannique et 3 fois le marché japonais (Tableau 1).

Les marchés de titres à revenu fixe comprennent à la fois les titres de dette des administrations publiques et ceux des sociétés. S'agissant des obligations de sociétés, les États-Unis dominent toujours largement le marché mondial, dont ils représentent à peu près la moitié. La part de la zone euro avoisine les 30 % et celle du Japon les 6 %. Le Canada et le Royaume-Uni détiennent chacun approximativement 1 % du marché mondial des obligations de sociétés (Graphique 1).

Il convient cependant de souligner que le marché canadien des obligations de sociétés a connu un vif essor au cours de la dernière décennie et qu'il équivaut actuellement à environ 23 % du marché des titres à revenu fixe en dollars canadiens, contre 11 % en 1994. Deux facteurs expliquent cette progression : la réduction de la dette publique durant cette période et le recours accru des entreprises et des investisseurs au marché canadien des titres à revenu fixe.

Pour ce qui est des actions, les bourses canadiennes (Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX réunies) occupent le septième rang mondial sur le plan de la capitalisation, tout juste derrière les principales places européennes (Tableau 2). Toutefois, en ce qui concerne le nombre de sociétés cotées, le Canada arrive bon deuxième après les États-Unis (Tableau 3). Cette différence de classement selon le critère adopté reflète le fait qu'au Canada, les introductions en bourse de petites entreprises sont

Tableau 1
Encours total des obligations (2003)

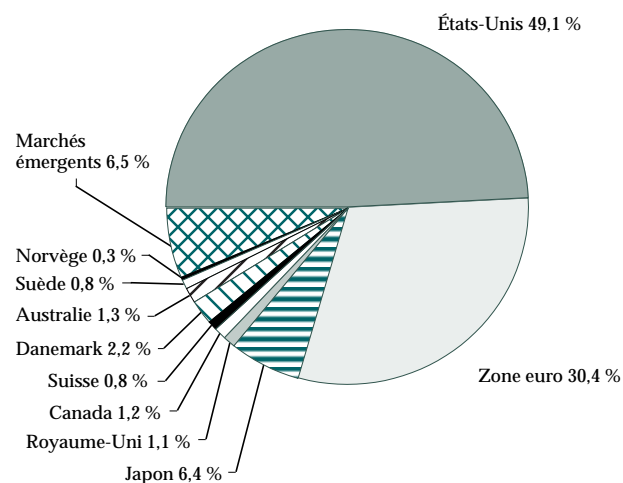
Pays	Encours (en milliards de dollars É.-U.)*	Pourcentage du marché
États-Unis	21 351,4	47,6
Zone euro	10 306,2	23,0
Japon	7 164,2	16,0
Royaume-Uni	1 462,0	3,3
Canada	676,8	1,5
Danemark	390,1	0,9
Suisse	388,7	0,9
Australie	342,3	0,8
Suède	218,3	0,5
Norvège	88,9	0,2
Nouvelle-Zélande	30,5	0,1
Marchés émergents	2 425,2	5,4
TOTAL	44 844,6	100,0

* Les montants indiqués pour chaque pays représentent l'encours total des obligations d'État et de sociétés, des euro-obligations et des obligations étrangères.
Source : Merrill Lynch (2004)

2. En langage économique, un marché complet est un marché où tout l'éventail des états futurs possibles du monde peut être recréé à partir des actifs existants.

Graphique 1

Répartition géographique du marché mondial des obligations de sociétés (2003)



Source : Merrill Lynch (2004)

Tableau 2

Dix principales places boursières, classées par ordre de capitalisation

Place boursière	Capitalisation (en millions de dollars É.-U.)
Bourse de New York	11 328 953
Bourse de Tokyo	2 953 098
NASDAQ	2 844 193
Bourse de Londres	2 460 064
Euronext	2 076 410
Deutsche Börse	1 079 026
Groupe TSX	888 678*
Bourse suisse	727 103
Bourse de Hong Kong	714 597
Borsa Italiana	614 842

* Soit l'équivalent de 1 215 milliards de dollars canadiens
Source : World Federation of Exchanges (2003)

Tableau 3

Nombre de sociétés cotées en bourse, par pays

	Total	Nationales	Étrangères
États-Unis	6 159	5 295	864
Canada	3 616	3 578	38
Japon	3 346	3 314	32
Royaume-Uni	2 692	2 311	381
Australie	1 471	1 405	66
Pays de la zone euro	6 428	5 825	603

Source : World Federation of Exchanges (2003)

plus fréquentes que dans les autres pays. Les sources de financement des sociétés ne se limitent pas non plus aux instruments traditionnels. Au Canada, les entreprises ayant des flux de trésorerie suffisants ont maintenant plus facilement accès au véhicule de financement que sont les fiducies de revenu.

Par ailleurs, les sociétés et les investisseurs canadiens peuvent se servir de produits dérivés pour gérer le risque. Une vaste gamme d'instruments dérivés est offerte sur le marché de gré à gré : options, swaps de taux d'intérêt, contrats à terme, contrats de change, etc. L'offre est toutefois moins variée dans le cas des instruments de transfert du risque de crédit. Quant aux produits dérivés canadiens négociés en bourse, leur liquidité et leur diversité se sont améliorées, mais elles demeurent limitées. Outre le contrat à terme sur acceptations bancaires à court terme, seul le contrat à terme sur obligations du gouvernement canadien à dix ans s'échange activement à la Bourse de Montréal, bien qu'un deuxième — le contrat à terme sur obligations du gouvernement canadien à deux ans (CGZ) — ait récemment été lancé. À titre de comparaison, il existe des contrats à terme pour les quatre principales catégories d'échéances des bons du Trésor américain, trois contrats à terme sur obligations dans la zone euro et un au Royaume-Uni (Bloomberg, 2004). Comme on le voit, le transfert du risque repose davantage au Canada sur les produits de gré à gré (Tableau 4).

Tableau 4

Marché mondial de gré à gré des dérivés de taux d'intérêt

Valeurs marchandes brutes

Encours à la fin de 2003 (en milliards de dollars É.-U.)

Contrats conclus avec :	141 991
des courtiers déclarants	63 579
d'autres institutions financières	57 564
des clients non financiers	20 847
Euros	55 793
Dollars É.-U.	46 178
Yens	19 526
Livres sterling	9 884
Francs suisses	2 444
Couronnes suédoises	1 520
Dollars canadiens	1 302
Autres	5 344
Contrats négociés en bourse	33 917

Source : BRI (2004)

Accès aux marchés mondiaux

Pour les sociétés canadiennes, les options de financement ne se limitent pas au seul marché national. Les chiffres montrent bien que les grandes entreprises du pays ont acquis une taille et une réputation qui leur permettent d'avoir accès aux marchés mondiaux à un coût avantageux. Les sociétés canadiennes placent environ la moitié (en valeur) de leurs émissions obligataires à l'étranger, récemment surtout aux États-Unis. En moyenne, la taille de leurs émissions est deux fois plus grande aux États-Unis qu'au Canada. Les grandes entreprises ayant une cote de crédit élevée disposent d'un éventail d'options de financement à faible coût au Canada, mais lorsqu'il s'agit de mobiliser des capitaux importants, elles décident fréquemment de se tourner aussi vers l'étranger. De plus, comme les États-Unis constituent le plus vaste marché de titres à rendement élevé, les entreprises canadiennes qui font largement appel à cet outil de financement ont tendance à s'adresser à ce marché (Anderson, Parker et Spence, 2003).

Pour les sociétés de taille plus modeste et moins bien notées, la tâche est moins facile. Le marché canadien n'est pas très réceptif à leur endroit, et la taille de l'émission doit être relativement grande pour que l'entreprise puisse recourir au marché américain. Dès lors, comment ces sociétés obtiennent-elles du financement? Il semblerait que ce soit en grande partie

Tableau 5

Dix premiers pays pour les apports de capitaux privés (2002)

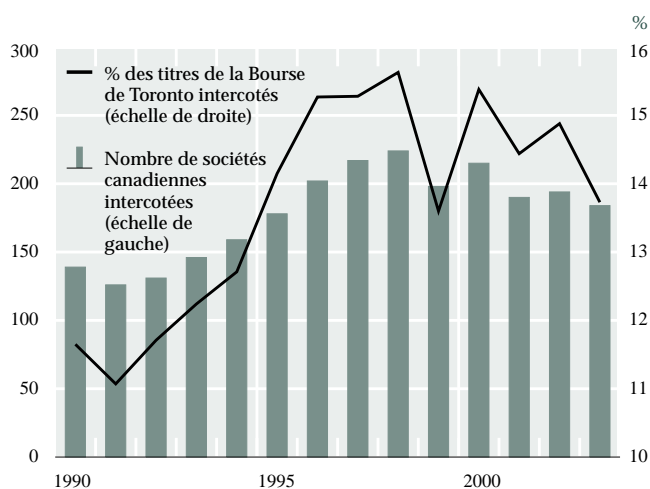
Classement	Investissement (en milliards de dollars É.-U.)	Fonds mobilisés (en milliards de dollars É.-U.)
États-Unis	62,68	54,89
Royaume-Uni	9,58	13,42
France	5,53	4,54
Italie	2,48	1,89
Japon	2,38	0,72
Allemagne	2,37	1,55
Corée du Sud	1,95	0,36
Pays-Bas	1,63	1,13
Canada	1,57	2,07
Suède	1,39	0,61

Nota : Les chiffres ci-dessus représentent les valeurs annuelles pour 2002 et non les montants cumulatifs. Il arrive que l'investissement soit inférieur aux fonds mobilisés s'il n'y a pas suffisamment de projets attrayants durant l'année en question pour justifier l'utilisation de ces fonds. À l'opposé, il peut arriver que certaines entreprises trouvent une abondance de projets attrayants durant une année donnée et investissent davantage que les fonds mobilisés. Cela est possible lorsque les fonds mobilisés les années précédentes n'ont pas encore été investis.

Source : PricewaterhouseCoopers et 3i (2003)

Graphique 2

Sociétés canadiennes inscrites à la cote d'au moins une bourse américaine



Source : Toronto Stock Exchange Review (2003)

sous la forme de prêts bancaires ou d'apports de capitaux privés (Tableau 5).

Les entreprises canadiennes tirent depuis longtemps parti des possibilités offertes par les marchés boursiers étrangers. En 2003, plus de 180 d'entre elles étaient cotées à la fois sur une bourse américaine et une bourse canadienne, ce qui faisait du Canada le pays étranger comptant le plus grand nombre d'inscriptions aux États-Unis (Bourse de Toronto, 2003). Ces dernières années, les sociétés canadiennes intercotées représentaient environ 15 % du total des sociétés inscrites en bourse, contre 10 % dans les années 1980 (Chouinard et D'Souza, 2003-2004) (Graphique 2).

Liquidité et coûts de transaction

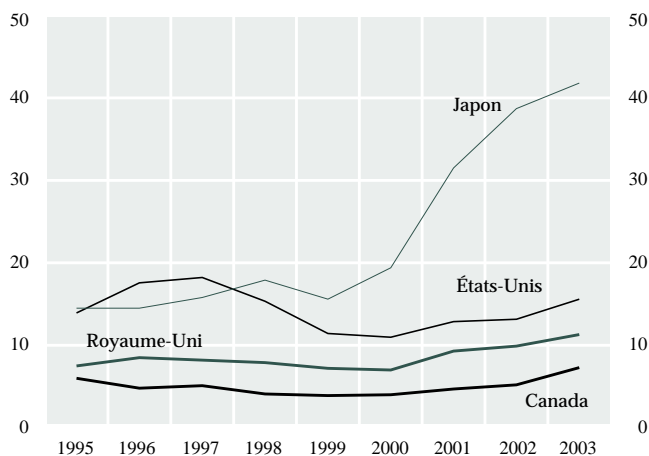
Mais qu'en est-il de l'efficacité des opérations sur les marchés? Les participants sont-ils à même d'effectuer leurs transactions à des coûts concurrentiels? Les principaux facteurs à considérer ici sont la liquidité et les coûts de transaction.

Liquidité

Un marché liquide est un marché sur lequel on peut négocier de grandes quantités de titres en un minimum de transactions et sans incidence marquée sur les prix. À mesure qu'un marché devient plus liquide, les transactions s'y multiplient, ce qui attire un plus grand nombre d'opérateurs; il se crée ainsi un cercle vertueux dans lequel la liquidité et l'efficacité du marché se renforcent au fil du temps.

Graphique 3

Taux de rotation sur le marché des obligations souveraines



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, ministère des Finances du Japon, Bond Market Association, Bourse de Londres, UK Debt Management Office

La liquidité se mesure de diverses façons. D'après une analyse de l'une de ses mesures directes — le taux de rotation sur le marché des obligations souveraines — menée à la Banque du Canada par Anderson et Lavoie (2004), la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien soutient assez bien la comparaison avec celle d'autres marchés nationaux (Graphique 3). Par contre, les obligations de sociétés canadiennes sont moins liquides, bien que leur marché secondaire ait pris de l'expansion depuis la seconde moitié des années 1990 (Banque du Canada, diverses années).

La liquidité des marchés boursiers canadiens est généralement inférieure à celle des grandes places boursières mondiales. Cependant, celle de la Bourse de Toronto manifeste depuis quelque temps une tendance à la hausse : depuis le milieu des années 1990, les volumes négociés ont été multipliés par 3,5 environ et la valeur des transactions a triplé³.

3. Une mesure de la liquidité des marchés d'actions est le taux de rotation (rapport de la valeur des titres négociés à la capitalisation boursière), lequel est évalué à 66 % pour la Bourse de Toronto, 281 % pour le Nasdaq, 148 % pour la Deutsche Börse, environ 100 % pour la Bourse de New York, la Bourse de Londres et l'Euronext et 80 % pour la Bourse australienne. Il y a dix ans, le taux de rotation à la Bourse de Toronto s'établissait à 44 % (World Federation of Exchanges, 2003).

Coûts de transaction

Les coûts de transaction sont un autre indicateur de la liquidité. On s'accorde à dire qu'un degré élevé de liquidité s'accompagne généralement de bas coûts de transaction. Selon les conclusions d'une étude, les écarts entre les cours acheteur et vendeur observés sur les marchés canadiens de titres à revenu fixe figurent parmi les plus étroits du monde, après ceux des marchés américain et britannique (Tableau 6).

S'agissant des actions, les recherches donnent à penser que le coût de l'introduction d'un titre à la Bourse de Toronto est égal ou même inférieur au coût d'un premier appel public à l'épargne aux États-Unis (Hail et Leuz, 2003). La concurrence avec les bourses étrangères et l'intercotation ont probablement permis de rétrécir les écarts acheteur-vendeur et les autres coûts de transaction.

Les nouvelles technologies peuvent contribuer de façon majeure à réduire les coûts de transaction. Par exemple, les systèmes de négociation électronique peuvent favoriser une plus grande efficacité des

Tableau 6

Écart entre les cours acheteur et vendeur pour les émissions phares

	Canada	Italie	Japon	Royaume-Uni	États-Unis
Obligations à coupon fixe					
2 ans	2	3	5	3	1,6
5 ans	5	5	9 ²	4	1,6
10 ans	5	6	7	4	3,1
30 ans	10	4	16 ³	8	3,1
Obligations liées à un indice					
10 ans	25	inex. ¹	inex. ¹	15	6,3
<hr/>					
	Belgique	France	Allemagne	Suède	Suisse
Obligations à coupon fixe					
2 ans	s/o	4	4	4	inex. ¹
5 ans	s/o	5	4	9	inex. ¹
10 ans	5	10	4	15	10
30 ans	s/o	24	10	27 ⁴	25
Obligations liées à un indice					
10 ans	inex. ¹	inex. ¹	inex. ¹	39	inex. ¹

Nota : Les écarts, exprimés en centièmes d'unité monétaire pour une valeur nominale de 100 unités, s'appliquent aux transactions intercourriers.

1. Inexistantes
2. Obligations à 6 ans
3. Obligations à 20 ans
4. Obligations à 22 ans

Source : BRI (1999)

opérations et la mise en commun de l'information, d'où une négociation plus rapide, une concurrence accrue et, par conséquent, des coûts de transaction moindres. Les innovations technologiques peuvent aussi concourir à accroître la transparence et améliorer ainsi l'efficacité opérationnelle. Les systèmes de négociation parallèles se sont répandus plus lentement au Canada qu'aux États-Unis et en Europe; les marchés canadiens de capitaux ont donc encore des progrès à accomplir à ce chapitre.

Le traitement direct des valeurs⁴ peut permettre d'autres gains d'efficacité. S'il est effectué correctement, il peut également aider à atténuer les risques inhérents à la compensation et au règlement des transactions sur les marchés financiers. À mon avis, il est encourageant de voir l'Association canadienne des marchés des capitaux (ACMC) promouvoir activement le traitement direct sur les marchés canadiens. Il est essentiel que ces derniers ne soient pas à la traîne en matière d'efficacité opérationnelle et demeurent concurrentiels par rapport aux autres marchés, dont ceux des États-Unis, qui s'orientent eux aussi dans cette direction⁵.

Transparence et intégrité des marchés

S'il est important d'avoir accès à un large éventail de marchés à faible coût, une troisième dimension reste à considérer, celle de l'efficacité informationnelle. On entend par « efficacité informationnelle » l'accès égal et rapide qu'ont tous les participants à l'information pertinente et la prise en compte intégrale de cette information dans les prix du marché. La transparence et l'intégrité des marchés sont des attributs clés qui favorisent l'efficacité informationnelle.

Transparence

Le concept de transparence a trait à l'information dont disposent les marchés et le public concernant les cours acheteur et vendeur et le volume des transactions. Le degré optimal de transparence est fonction de la structure du marché; cependant, d'une manière générale, tout gain de transparence peut aider à rendre un marché

4. D'après l'Association canadienne des marchés des capitaux (ACMC), le traitement direct signifie que les renseignements relatifs aux opérations sur titres sont communiqués de façon fluide par voie électronique — en temps opportun, avec précision et d'un système à l'autre — à tous les participants au processus de traitement, sans intervention manuelle ni redondance (ACMC, 2004).

5. Pour plus de précisions, consulter le site Web de l'ACMC à l'adresse <http://www.cma-acmc.ca>.

plus efficace. La transparence revêt une grande importance pour les investisseurs particuliers, dont les sources d'information et les moyens sont d'ordinaire plus limités que ceux des gros investisseurs institutionnels (Zorn, 2004).

Au Canada, les marchés d'actions sont assez transparents dans l'ensemble, mais on ne peut en dire autant des marchés de titres à revenu fixe. Cette différence s'explique par le fait que les actions se négocient principalement sur des marchés centralisés, où les termes de l'échange sont largement diffusés, tandis que les titres à revenu fixe s'échangent généralement sur des marchés de contrepartie décentralisés. Dans les marchés de titres à revenu fixe, les courtiers indiquent un prix à chaque contrepartie potentielle. Ils assurent également la tenue du marché en assumant le risque de position. Dans ces conditions, une transparence complète peut les rendre moins aptes à gérer ce risque, avec les effets pervers que cela suppose : réduction de la liquidité et hausse des coûts de transaction. Il reste qu'une amélioration progressive de la transparence des marchés de titres à revenu fixe, en cohérence avec l'évolution observée sur la scène mondiale, pourrait contribuer de façon appréciable à l'accroissement de l'efficacité.

La transparence et l'intégrité des marchés sont des attributs clés qui favorisent l'efficacité informationnelle.

En outre, si l'on veut promouvoir un marché secondaire actif pour les prêts au Canada, on doit aussi augmenter la transparence de l'activité de prêt. La normalisation des documents de prêt et l'élargissement, tant pour les emprunteurs que pour les investisseurs, de l'accès à l'information concernant les modalités et la tarification, seraient des plus utiles à cet égard. De telles mesures pourraient favoriser l'expansion du marché secondaire et, partant, l'amélioration de la liquidité, de l'efficacité et de la gestion du risque.

Intégrité des marchés

L'intégrité est au cœur de l'efficacité des marchés. Un marché dont la réputation est ternie par les fraudes, les délits d'initiés et les manipulations ne peut pas attirer un grand nombre d'investisseurs. Sans une

large participation, la liquidité diminue, les incitations aussi, et il se crée un cercle vicieux dans lequel le marché perd de sa liquidité, donc de son efficacité, au fil du temps.

Il existe de nombreux moyens de promouvoir l'intégrité des marchés. Trois d'entre eux revêtent une pertinence particulière. Ce sont : la divulgation, pour donner à chacun un accès opportun à toute l'information utile; une réglementation et des codes de déontologie efficaces, pour définir clairement les règles du jeu; et l'application rigoureuse des règles en vigueur, pour amener toutes les parties à se conformer à celles-ci et sanctionner les auteurs de malversations.

i) Divulgation

Par suite de la découverte de pratiques douteuses de comptabilité et de gouvernance au sein de certaines entreprises, beaucoup d'efforts sont actuellement déployés pour assurer la divulgation d'une information financière exacte en temps opportun. Il faudrait aussi, dans ce contexte, rendre l'information financière des entreprises plus intelligible et plus transparente quant aux hypothèses et aux risques qui sous-tendent les prévisions de revenus (Kennedy, 2003). De nombreux acteurs s'emploient à améliorer la communication financière. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont édicté des règles qui imposent une obligation d'information continue à toute entreprise cotée en bourse et qui exigent la certification des états financiers par le chef de la direction et le directeur des services financiers⁶ afin qu'aucune information trompeuse ne soit transmise aux investisseurs (ACVM, 2004).

L'Institut canadien des comptables agréés se penche de son côté sur les enjeux soulevés par les scandales financiers. En collaboration avec les ACVM et le Bureau du surintendant des institutions financières, il a créé le Conseil canadien sur la reddition de comptes, chargé de surveiller les activités des vérificateurs de sociétés cotées en bourse. Pour sa part, Industrie Canada vient de publier un document de réflexion qui propose des modifications à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* dans un souci d'amélioration de la transparence et de la reddition de comptes des sociétés (Canada, 2004). Les agences de notation prêtent également une attention accrue à la gouvernance des entreprises et à la qualité des états financiers lorsqu'elles arrêtent les cotes de crédit.

6. La règle de certification n'a pas été adoptée par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

ii) Réglementation et codes de déontologie

La qualité de la réglementation et l'application de codes de déontologie professionnelle peuvent aussi contribuer de façon importante à l'intégrité des marchés. Il faut toutefois prendre soin de ne pas verser dans l'excès au moment d'appuyer cet aspect de l'intégrité. Un équilibre doit être trouvé entre la réglementation et l'efficacité des marchés, car des règles trop nombreuses finiront par entraver le bon fonctionnement de ces derniers et risquent de freiner l'innovation. Le fait d'instituer une règle chaque fois qu'un problème se présente ne résout pas toujours le problème et peut même en créer d'autres. C'est pourquoi les acteurs du marché doivent élaborer leurs propres codes de déontologie et se plier aux normes dont ils ont convenu entre eux. La raison en est simple : les bonnes pratiques font les bonnes affaires. Pour les intermédiaires financiers, l'intégrité est un atout commercial.

L'existence de lignes de conduite professionnelle, de codes de déontologie et de pratiques exemplaires adoptées d'un commun accord permet à chacun de connaître et d'appliquer les mêmes règles. Il s'agit ici de réduire les sources de conflit, d'établir des incitations saines et de définir clairement les pratiques appropriées, afin de réduire au maximum les coûts résultant tant d'une réglementation excessive que des écarts de conduite des entreprises.

Globalement, la réglementation des marchés financiers doit être conçue de manière à accroître l'efficacité et la compétitivité de nos marchés.

Le cadre réglementaire et les codes de déontologie canadiens doivent s'attaquer de front aux risques de conflit d'intérêts, de manipulation des marchés, de délit d'initiés et de fraude. Parallèlement, ceux qui fixent les règles doivent se tenir à l'écoute du marché afin de veiller à ce qu'elles n'engendrent pas de coûts indus. Globalement, la réglementation des marchés financiers doit être conçue de manière à accroître l'efficacité et la compétitivité de nos marchés.

iii) Respect des règles

Aussi judicieux que soient les règlements et les codes de déontologie, ils n'auront aucun effet favorable sur l'efficacité des marchés en l'absence de procédures d'application vigoureuses et efficaces. Comme nous le savons tous, les marchés jugés équitables fonctionnent mieux, attirent davantage de participants et sont plus liquides.

Durant les douze derniers mois, les administrations publiques, les organismes d'application de la loi et les commissions de valeurs mobilières ont tous adopté des mesures destinées à renforcer l'application des règles en vigueur au Canada. Force est en effet de reconnaître que, sur ce plan, le bilan canadien n'est guère convaincant. Nous devons faire nos preuves et redresser la barre. Cela prendra du temps, mais pas trop je l'espère.

N'oublions pas qu'intégrité bien ordonnée commence par soi-même. Il est essentiel que les acteurs du marché veillent de près à ce que chacun respecte l'esprit et la lettre des règles et des codes de déontologie instaurés.

Conclusion

Tout compte fait, les marchés canadiens de capitaux sont efficaces à bien des égards et se comparent avantageusement aux marchés d'autres pays de taille similaire. Cependant, des progrès restent à faire dans certains domaines, face au défi permanent de la concurrence. Pour préserver notre compétitivité face

aux marchés américains de capitaux, très profonds et très liquides, nous devons redoubler d'efforts en vue de forger de nouveaux marchés et de nouveaux instruments et d'élargir l'accès des entreprises au bassin des capitaux. Nous devons également nous appliquer à réduire les coûts de transaction, à accroître la transparence, à hausser l'efficacité du cadre réglementaire et à élaborer des codes de déontologie de classe internationale. Il importe tout particulièrement, dans le contexte actuel, de renforcer la mise en application des règles et des codes en vigueur afin de restaurer la confiance dans l'intégrité de nos marchés. Ainsi, les marchés canadiens de capitaux pourront conserver leur efficacité et continuer de croître et d'évoluer pour servir au mieux les intérêts des emprunteurs et des investisseurs du XXI^e siècle.

Les marchés canadiens de capitaux sont efficaces à bien des égards et se comparent avantageusement aux marchés d'autres pays de taille similaire. Cependant, des progrès restent à faire dans certains domaines, face au défi permanent de la concurrence.

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. 21-29.

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* (décembre), p. 37-44.

Association canadienne des marchés des capitaux (2004). Site Web à l'adresse <http://www.ccma-acmc.ca>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2004). *Nouvelle*, 29 mars. Document accessible à l'adresse <http://www.csa-acvm.ca>.

Banque des Règlements Internationaux. Comité sur le système financier mondial (1999). « Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications », 3 mai.

Banque des Règlements Internationaux. Département monétaire et économique (2004). « OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2003 », 14 mai.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Banque du Canada (années diverses). *Statistiques bancaires et financières*, Tableau F12.
- Bloomberg (2004). Base de données réservée aux abonnés. Pour de plus amples renseignements sur les services de Bloomberg, voir le site Web de la société à l'adresse <http://www.bloomberg.com>.
- Bourse de Toronto (2003). *Toronto Stock Exchange Review*, vol. 69, n° 12.
- Canada. Industrie Canada (2004). « Vers des normes améliorées relatives à la régie des sociétés constituées au fédéral », document de travail (mai).
- Canada. Solliciteur général du Canada (2003). « Les toutes premières équipes intégrées d'application de la loi dans les marchés s'attaquent à la fraude grave », communiqué, 28 novembre.
- 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.
- Hail, L., et C. Leuz (2003). « International Differences in Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? », Law Working Paper No. 15/2003, Institut européen de corporate governance (novembre).
- Hendry, S., et M. King. (2004). « L'efficience des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 5-19.
- Kennedy, S. (2003). « Restoring Investor Confidence After the Bubble Bursts », allocution prononcée à Kitchener-Waterloo, Ontario, 19 février.
- Merrill Lynch (2004). « Size and Structure of the World Bond Market: 2004 » (mai).
- 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.
- PricewaterhouseCoopers et 3i (2003). « Global Private Equity 2003 ». Document accessible à l'adresse http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/gpe_report_2003.pdf.
- World Federation of Exchanges (2003). Données sur les marchés des actions, tirées du site Web de l'organisme, à l'adresse <http://www.world-exchanges.org> (section des statistiques).
- 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* (juin), p. 43-48.

