

« Les taux de commission sur les transactions boursières au Canada : Acte II »

Jacques Saint-Pierre

L'Actualité économique, vol. 59, n° 2, 1983, p. 350-372.

Pour citer ce document, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601220ar>

DOI: 10.7202/601220ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

*Les taux de commission sur
les transactions boursières au Canada: Acte II*

Jacques SAINT-PIERRE*

*Faculté des sciences de l'administration
Université Laval*

Préambule

Le premier acte se déroulait en 1976¹. Il prenait naissance sous l'impulsion de l'abandon, en mai 1975, aux États-Unis, des taux de commission réglementés par la Securities and Exchange Commission (S.E.C.). L'industrie des valeurs mobilières américaines avait tellement peur de se soumettre à la concurrence et aux libres forces du marché dans l'établissement de sa rémunération pour ses services de courtage, qu'elle baptisa ce mois de mai 1975 du signal de détresse « Mayday ». Cette crainte se répandit au Canada; ce qui amena la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (O.S.C.) à tenir une audience publique en 1976, sur ce sujet. Nous en avons effectué l'analyse dans la référence déjà mentionnée. Notre conclusion à l'époque était la suivante: « Nous avons vu, d'une part, qu'une des composantes du coût de transaction, le coût de négociabilité, était déjà plus élevé au Canada qu'aux États-Unis avant mai 1975, date de la mise en vigueur aux États-Unis des taux négociés, et nous savons, d'autre part, selon des études récentes (par exemple, les deux études du groupe de travail de la C.V.M.Q.), que l'autre composante du coût de transaction, les commissions de courtage, est maintenant plus élevée au Canada. Nous savons aussi que la seule façon significative d'établir les taux est de laisser les forces du marché le faire. Si la Commission² n'oblige pas l'industrie de recourir à la pratique des taux négociés, l'efficience

* J'ai bénéficié des précieux commentaires de Jean-Marie-Gagnon. Je reste, toutefois, seul responsable des imperfections de cette étude.

1. Saint-Pierre, Jacques, « Les taux de commission sur les transactions boursières au Canada », *L'Actualité Économique*, janvier-mars 1978 p. 119-127.

2. Nous parlons de la Commission des valeurs mobilières du Québec (C.V.M.Q.).

d'opération continuera de se détériorer par rapport à celle des États-Unis. Cela aura pour effet d'aggraver une inefficience d'allocation qui laisse déjà à désirer au Canada. »³ L'O.S.C. décida par un vote majoritaire de laisser la Bourse de Toronto déterminer les courtages plutôt que la concurrence. Cette décision de l'O.S.C. influença la C.V.M.Q. qui laissa la Bourse de Montréal continuer cette pratique. Par la suite⁴, nous avons confronté les prétentions et les prédictions des bourses canadiennes et américaines avec la réalité au fur et à mesure que l'expérience des taux négociés aux États-Unis s'accumulait. Malheureusement pour l'industrie des valeurs mobilières et heureusement pour la science économique, qu'on accuse souvent à tort d'être incapable de faire des prédictions justes, les anticipations de ceux qui situaient leurs analyses sur les bases solides de la théorie micro-économique et de l'organisation industrielle se sont parfaitement réalisées.

Le deuxième acte commence en août 1981 avec l'avis⁵ d'audience publique de la C.V.M.Q., sur les courtages sur les opérations en Bourse. Dans cet avis, il est fait mention que « la Commission devra décider si la Bourse de Montréal peut continuer à établir les courtages sur les opérations en Bourse ou si ceux-ci doivent être déterminés par la concurrence. Si la bourse de Montréal veut continuer à fixer les courtages, elle devra démontrer que son intervention est nécessaire pour assurer le bon fonctionnement du marché, favoriser une saine concurrence et assurer la protection des épargnants »⁶. L'audience publique eut lieu en novembre 1981. La Bourse de Montréal y soumit alors un mémoire⁷ qui reprenait des arguments passés et en présentait aussi de nouveaux touchant tout particulièrement la notion de bien public de l'information qui est produite par les maisons de courtage. C'est ce mémoire que nous analyserons dans les pages qui vont suivre⁸.

1. La tarification des services de courtage et l'efficience des marchés de capitaux

Le cœur de l'argumentation de la Bourse stipule que « la théorie classique des biens tangibles négociés sur un marché libre ne s'applique pas, ou

3. Saint-Pierre, J., *op. cit.*, pp. 126-127.

4. Saint-Pierre, J., « La réglementation des marchés des valeurs mobilières », *Revue internationale de Gestion*, septembre 1978, pp. 30-36 et Saint-Pierre, J., « La concurrence comme solution de rechange à la réglementation » *Revue internationale de Gestion*, février 1981, pp. 71-77.

5. *Bulletin hebdomadaire*, C.V.M.Q., vol. XII, n° 34 pour la semaine se terminant le 25 avril 1981, pp. 1-3.

6. *Bulletin*, *op. cit.*, p. 3.

7. Soumis à la Commission des valeurs mobilières du Québec lors des audiences portant sur les courtages sur les opérations en bourse (18 novembre 1981).

8. Cet article n'est qu'une synthèse de notre analyse. Le texte complet se trouve dans le document de travail 82-07, Laboratoire de recherche, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.

mal, aux *services* fournis par les maisons de courtage »⁹. Pourquoi? Parce qu'une « telle *analyse classique* oublie bien souvent de prendre en compte la spécificité des *services* et la dimension de *bien public de l'information* créés par les maisons de courtage. Elle ignore le *caractère capitalistique* de l'industrie des valeurs mobilières »¹⁰. Pour la Bourse, « les *services* offerts par les maisons de courtage relèvent de *l'économie des services* plutôt que celle des *biens tangibles*. »¹¹

De plus, toujours selon la Bourse, « aux caractéristiques propres aux *services*, s'ajoute une dimension de *bien public* du fait des *effets externes des informations* produites par les maisons de courtage »¹². Enfin, « la *production des informations et des recherches* est liée à la profitabilité et au maintien d'une certaine diversité au sein de l'industrie des valeurs mobilières. De cette *production* dépend *l'efficacité* des marchés financiers »¹³. À cette analyse théorique s'ajoute une « analyse pratique du système existant à l'heure actuelle, (qui) montre que ce dernier fonctionne correctement et qu'il renforce *l'efficacité* du marché, notamment en orientant la concurrence vers la qualité des services plutôt que sur les prix. »¹⁴

1.1 *La théorie classique des biens tangibles*

Le Mémoire déclare que la « théorie classique » des biens tangibles ne s'applique pas aux services fournis par les maisons de courtage et qu'on ne peut utiliser les modèles traditionnels de la « théorie néo-classique de la firme ». Il semblerait qu'il faille plutôt « faire appel aux modèles de marché où la qualité du produit est par nature incertaine. »

Dans la théorie marginaliste ou néo-classique,¹⁵ la firme n'est qu'un instrument d'analyse et n'en est pas l'objet. Ce concept de firme vise seulement à expliquer les grandes tendances et non les réactions ou le comportement particulier de telle ou telle entreprise. Ce concept marginaliste d'entreprise, comme l'a montré Machlup est parfaitement adapté à une explication d'un système de prix et de ses réactions sur un marché concurrentiel. Tout argument tendant à réfuter l'idée que le schéma

9. Le Mémoire, p. 9.

10. *Ibid.*

11. *Ibid.*, p. 11.

12. *Ibid.*

13. *Ibid.*, p. 12.

14. *Ibid.*, p. 9.

15. Les théories, parfois présentées comme des théories concurrentes, mais qui sont plutôt des schémas servant à étudier l'entreprise lorsque cette dernière est l'objet d'analyse, sont la théorie managériale et la théorie behavioriste de la firme. Sur ce sujet, voir Fritz Machlup; « Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial », *American Economic Review*, mars 1967, pp. 1-33. Aussi, Jacques Lebraty, « Évolution de la théorie de l'entreprise: sa signification, ses implications », *Revue économique*, n° 1, 1974, pp. 1-29.

néo-classique ne correspond pas à la réalité et se révèle donc d'une utilité restreinte est fallacieux. Cela, tout simplement parce qu'il est inutile de nier l'évidence. L'univers néo-classique n'est pas l'univers réel. La justification du modèle néo-classique ne peut se comprendre que si l'on se situe sur un autre terrain, celui consistant à voir dans le modèle une armature logique de concepts servant de base de départ à une exploration de la réalité. Le choix d'une théorie dépend du problème que l'on a à résoudre. La théorie néo-classique ou marginaliste s'applique, comme l'a montré Machlup, lorsqu'on fait face à des problèmes où « (1) *large groups of firms are involved and nothing has to be predicted about particular firms* (2) *the effects of a specified change in conditions upon prices, inputs, and outputs are to be explained or predicted rather than the values of these magnitudes before or after the change, and nothing has to be said about the « total situations » or general developments, and (3) only qualitative answers, that is answers about directions of change, are sought rather than precise numerical results.* »¹⁶ Or c'est justement ce type de réponse que l'on recherche dans l'étude de la déréglementation des taux de commission. C'est aussi à l'aide du schéma néo-classique que les économistes « indépendants » avaient fait leurs prédictions des effets de l'élimination des taux fixes de commission aux États-Unis, en mai 1975. Leurs prédictions se sont avérées justes sur toute la ligne¹⁷.

En bref, il n'apparaît pas y avoir d'arguments sérieux qui justifieraient d'emblée le rejet de la théorie néo-classique.

1.2 *La spécificité des services*

Passons maintenant à l'étude d'un autre élément de l'argumentation de la Bourse qui porte sur la « spécificité des services ». Selon le Mémoire, « [p]our les activités de conseil et de recherche, il convient de faire appel aux modèles de marché où la qualité du produit est par nature incertaine »¹⁸. Pour la Bourse, il faut « réglementer le prix des services ainsi offerts afin d'enrayer le processus de baisse des prix et la baisse de qualité des services »¹⁹.

16. Machlup, *op. cit.*, p. 31.

17. Voir par exemple l'article de R. West et S.M. Tiniç, « Minimum Commission Rates on New York Stock Exchange Transactions », *Bell Journal of Economics and Management Science*, automne 1971, pp. 577-605. Ou bien, leur livre publié en 1971, *The Economics of the Stock Market*, Prager Publishers. Nous attirons l'attention sur les dates de publication.

18. Le Mémoire, p. 13. La Bourse fait référence aux travaux d'Akerlot, G.A., « The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, août 1970, pp. 488-500; de Spence, M., « Job Market Signaling », *Quarterly Journal of Economics*, août 1973, pp. 344-374, et de To Minh Chau, « Une application du principe des citrons au marché des services professionnels », *Actualité Immobilière*, vol. 3, n° 3, octobre 1979, pp. 13-18.

19. Le Mémoire, p. 16.

Le modèle d'Akerlof est très instructif. Toutefois, il ne peut être transposé directement au cas des professionnels et des services qu'ils offrent pour au moins deux raisons. La première est donnée par Akerlof lui-même : « ... *an institution which counteracts the effects of quality uncertainty is the brand-name good. Brand-names not only indicate quality but also give the consumer a means of retaliation if the quality does not meet expectations. For the consumer will then curtail future purchases. Often too, new products are associated with old brand names. This ensures the prospective consumer of the quality of the product* »²⁰.

Les services professionnels et les recherches qui sont offerts dans le domaine financier ne le sont pas à l'état pur sans aucun rattachement à un individu ou à une entreprise. Il y a aussi dans le secteur financier des « marques de fabrique et de commerce ». En un mot une « réputation » à conserver et à valoriser. Cet élément est essentiel. Et lorsqu'on l'incorpore dans l'étude du marché des services et de l'information, les conclusions auxquelles on arrive sont tout à fait à l'opposé de celles du Mémoire. D'ailleurs, on comprend mal la dialectique de la Bourse. D'une part, elle affirme qu'il est impossible pour les consommateurs de « différencier correctement la qualité ex ante des services »²¹ et d'autre part, elle affirme que « le système existant à l'heure actuelle... fonctionne correctement et qu'il renforce l'efficacité du marché, notamment en orientant la concurrence vers la qualité des services plutôt que sur les prix »²². On répète même plus loin qu'il existe, sur le marché canadien, une vive concurrence et que cette « concurrence ne s'exerce pas sur les prix mais sur la qualité et la quantité des services offerts... »²³. La contradiction avec l'argumentation de départ est de taille : comment associer l'information et la qualité des services aux citrons d'Akerlof et du même souffle affirmer qu'il y a actuellement une vive concurrence sur la qualité et la quantité des services !

La seconde raison est implicitement contenue dans la première et a été démontrée par Geoffrey Heal²⁴. L'application du concept selon lequel les mauvais produits chassent les bons produits, implicite chez Akerlof, exige qu'il n'y ait pas de répétition des échanges entre les participants qui permettent de se connaître avec le temps.²⁵ « *We can only be sure, selon Heal, that bad products will drive out good if traders are sufficiently short-*

20. *Ibid.*, pp. 499-500.

21. Le Mémoire, p. 15.

22. *Ibid.*, p. 9.

23. *Ibid.*, p. 19.

24. Heal, G., « Do Bad Products Drive Out Good? », *Quarterly Journal of Economics*, août 1976, pp. 499-502.

25. D'ailleurs, le fait qu'Akerlof, dans sa conclusion, fasse référence au « Dilemme du Prisonnier » bien connu en théorie des jeux, aurait dû suggérer aux auteurs du Mémoire les limites de la portée du concept développé par Akerlof.

sighted »²⁶. Il ajoute : « ... *established business with a reputation to protect (and by implication a longtime horizon) are supposed to realize that their long-term interests lie in maintaining standards* »²⁷. Règle générale, c'est lors des demandes de réglementation que l'on voit apparaître les scénarios où l'on retrouve d'une part la veuve et l'orphelin et d'autre part les escrocs et les charlatans.

Le client est présenté comme un idiot qui n'agit pas dans son propre intérêt, qui se fait toujours avoir par les vendeurs, qui n'apprend jamais de ses erreurs et qui n'obtient jamais de bons conseils. Les entreprises ou les vendeurs, quant à eux, ne se préoccupent pas de leur réputation à long terme soit parce qu'ils sont des « déménageurs à la cloche de bois » qui ne s'attendent pas d'exister pendant longtemps ou, étant donné que les clients n'apprennent jamais de leurs erreurs, qu'ils n'ont pas à se préoccuper de leur réputation²⁸.

Si on ajoute à cela que les prix constituent, dans le cadre de la théorie de la signalisation, un indicateur de qualité dans le secteur financier, en raison du temps de rétroaction qui est très court contrairement à ce qui se passe dans le cas de biens tangibles, il nous faut conclure comme le suggérait la Bourse elle-même, que cette « situation ... militerait pour un système de tarification déterminé par chaque firme... »²⁹, donc pour la concurrence dans l'établissement des tarifs de courtage.

Pour conclure cette section, il nous reste à commenter l'affirmation du Mémoire disant que « la théorie dite de la signalisation du marché (*market signaling*) qui a été développée par Spence est applicable à notre situation »³⁰ et certaines de ses affirmations sur l'efficacité du marché.

Plus haut, nous avons fait référence, brièvement, à la théorie de la signalisation et à son application particulière dans le marché des capitaux où la vérification de la qualité d'un service ou d'une information se fait rapidement rendant ainsi possible toute une hiérarchie prix-qualité comme le démontre tous les jours l'existence d'une myriade de services-conseils qui va du bon marché (journaux financiers, lettres de conseils, etc...) au dispendieux (rapports confidentiels). Nous ne développerons pas davantage ce concept. Nous devons, toutefois, le mentionner. Nous avons aussi fait référence au concept de valeur de la réputation. Ces deux notions, signaux vérifiables rapidement et réputation, sont reliées direc-

26. Heal, G., *op. cit.*, p. 501.

27. *Ibid.*, p. 502.

28. Saint-Pierre, J. « La concurrence comme solution de rechange à la réglementation des marchés de capitaux », *Gestion*, février 1981, p. 72.

29. Le Mémoire, p. 15.

30. Le Mémoire, p. 13.

tement aux commentaires de Spence qui vont suivre³¹. Pour Spence, son étude « *is about markets in which signaling takes place and in which the primary signalers are relatively numerous and in the market sufficiently infrequently that they are not expected to (and therefore do not) invest in acquiring signaling reputations* »³². Autrement dit, son essai ne s'applique pas au sujet qui nous préoccupe. Toutefois, lorsqu'on élargit le concept de « signalisation » pour couvrir les activités de conseil et de recherche du secteur des valeurs mobilières, les conclusions sont contraires aux prétentions de la Bourse. Spence lui-même en a d'ailleurs fait la démonstration dans un autre article récemment. Il a d'abord fait ressortir la notion de permanence dans le marché (cf. les « déménageurs à la cloche de bois » chez Saint-Pierre) : « *I referred earlier to repeat business as a possible explanation of the credibility of declarative signals. When examined carefully, such signals derive their power from being part of implicit contingent contracts* »³³. Le signal sera donc efficace « *provided that buyers and sellers are in contact for a sufficient period and the buyers ultimately observe quality* »³⁴. Spence explicite ensuite le sens à donner à « *implicit contingent contracts* » : « *Verbal declaration are a much derided potential source of information, because, it is argued, words are cheap, and therefore do not provide a means by which high quality sellers can differentiate their products. If sellers, on average, dislike misrepresentation more than they like the short-run benefit of appearing to have a high quality product, then verbal signals may be informative. Their credibility is strengthened when the buyer and seller expect to confront each other more than once, so that the cost of seller misrepresentation may take the more concrete form of lost future business* »³⁵. Enfin, contrairement aux affirmations du mémoire, « *[t]he equilibrium in this type of situation is in terms of resource allocation, indistinguishable from an equilibrium with perfect symmetric information. Thus, with no seller uncertainty (i.e. il connaît la qualité de son produit), contingent contracts are efficient signaling mechanism* »³⁶. Il ne reste donc, à la Bourse, que l'argument selon lequel, « *[c]ompte tenu de la nature des conseils et de la recherche effectuée par les maisons de courtage et des caractéristiques d'un marché efficient, il n'est pas possible d'instituer un tel mécanisme de signalisation* »³⁷. Ce qui la conduit à conclure qu'en « l'absence d'un tel mécanisme de signalisation, la meilleure solution est encore de réglementer le prix des services ainsi offerts

31. L'application de To Minh Chau, auquel le Mémoire fait référence, des idées d'Akerlof et de Spence au marché des services professionnels est conforme à notre interprétation des concepts développés par ces auteurs et en contradiction avec le Mémoire.

32. Spence, *op. cit.*, p. 355.

33. Spence, M., « Informational Aspects of Market Structure », *Quarterly Journal of Economics*, novembre 1976, p. 595.

34. *Ibid.*, p. 595.

35. Spence, *op. cit.*, 1976, p. 593.

36. *Ibid.*, p. 594.

37. Le Mémoire, p. 15.

afin d'enrayer le processus de baisse des prix et la baisse de qualité des services »³⁸. La faiblesse de l'argumentation du Mémoire, sans faire d'argutie ou d'ergoterie, réside dans l'utilisation trop étroite du concept de marché efficient. On en trouve une illustration lorsqu'elle dit : « Notons de plus que dans le cadre d'un marché efficient la production de services de qualité supérieure devient de plus en plus difficile... »³⁹. Or premièrement, le marché canadien des capitaux est loin de posséder *toutes* les caractéristiques d'un marché efficient ; deuxièmement, l'efficience d'un marché n'existe que s'il y a continuellement des investisseurs à l'affût d'informations qui ne seraient pas incluses dans le prix, en vue d'en profiter ; troisièmement, la gamme des conseils et des recherches que rendent les courtiers dépasse de loin celle qui prévalait à l'époque où il n'existait que deux ou trois valeurs, comme les actions ordinaires, les actions privilégiées et les obligations. On n'a qu'à penser au marché des options, aux marchés à terme de métaux précieux, de contrats de devises, de titres financiers à revenu fixe, etc., et des relations qui existent entre tous ces marchés et qui se conjuguent pour améliorer l'efficience du marché des capitaux ; quatrièmement, les individus ont besoin d'une multitude de conseils parce qu'ils n'ont pas tous la même situation fiscale et n'ont pas tous les mêmes préférences à l'égard du risque.

En terminant, nous aimerions faire quelques remarques en rapport avec certaines affirmations du Mémoire sur l'efficience du marché. Nous le disions plus haut, cette notion est un élément crucial dans la construction théorique de l'argumentation de la Bourse. On peut lire dans le Mémoire : « Notons toutefois que certaines recherches empiriques récentes publiées dans le *Journal of Financial Economics*, « Symposium on Some anomalous Evidence regarding Market Efficiency », vol. 6, 1978, tendraient à remettre en cause — en partie — l'efficience semi forte des marchés américains. *Il n'est pas interdit de penser que la décision du S.E.C. d'exiger la négociabilité des taux et la restructuration de l'industrie qui en a résulté n'est pas étrangère à cette situation* »⁴⁰. Bien que cette revue date de 1978, toutes les études qu'on y trouve — il y en a une douzaine — utilisent des données antérieures à 1975, date d'entrée en vigueur des taux négociés aux États-Unis ! La décision du S.E.C. n'y est donc pour rien.

38. *Ibid.*, p. 16.

39. Le Mémoire, p. 15, note (1). Notons que, pris au pied de la lettre, cette affirmation vient contredire l'argument de la Bourse sur la baisse de la qualité des services. En effet, cette dernière situation ne pourrait se présenter puisqu'il ne pourrait pas exister de services de qualité supérieure ou inférieure. En fait, la vente de services n'existerait pas. On retrouve ici la conception étroite de marché efficient où l'individu investit une partie de sa richesse dans le « portefeuille de marché » et l'autre dans un actif sans risque, selon ses préférences.

40. Le Mémoire, p. 22, note 1.

1.3 *La production d'informations par les maisons de courtage et sa dimension de bien public*

Il nous reste à étudier un dernier argument majeur auquel la Bourse a recours dans sa demande d'intervention gouvernementale : la qualité de bien public de la recherche.

Laissons parler le Mémoire : « En fait, le problème qui est ici posé est la nature de l'intérêt du public. Si, pour les marchés de biens tangibles, il n'est pas douteux que la compétition sur les prix est bénéfique aux consommateurs, il n'en va pas de même pour les produits fournis par les maisons de courtage. En effet, ces services ne bénéficient pas exclusivement aux consommateurs, c'est-à-dire les donneurs d'ordres, mais également à la société dans son ensemble puisqu'ils conditionnent la plus ou moins bonne allocation des ressources financières entre les entreprises industrielles et commerciales. *En fait, les services rendus, notamment la production d'information, relèvent davantage de l'économie des biens publics que de celle des biens privés.* Par conséquent, il importe de tenir compte du fait que l'impact des services sur le fonctionnement du marché a essentiellement un *effet externe*. En d'autres termes, les opérations qui s'effectuent entre les maisons de courtage et les donneurs d'ordres n'intéressent pas uniquement ces deux acteurs, mais l'ensemble des milieux d'affaires et la société. La théorie économique des biens publics montre que pour cette catégorie de biens, la concurrence — même parfaite — ne permet pas d'atteindre l'optimum économique et que le niveau de production serait inférieur à ce qui serait requis pour le bien de la société »⁴¹.

Il ne restait à la Bourse qu'à conclure qu'il « est dans l'intérêt public d'instaurer des mécanismes qui assurent une production de recherches plus abondantes et de meilleure qualité que celle qui résulterait naturellement d'un marché où la concurrence porte essentiellement sur le prix. Bien plus, nous croyons qu'un organisme de réglementation qui a pour mission de protéger l'efficacité des marchés (et partant, l'intérêt public) n'a pas d'autre choix que d'instaurer (ou d'assurer le maintien) d'un tel mécanisme »⁴².

Avant d'entreprendre l'analyse des arguments de la Bourse, nous aimerions éclaircir deux points qui servent de toile de fond dans sa démonstration : l'expérience américaine et l'étude de Fama et Laffer.

Disons d'abord qu'il n'existe, actuellement, aucune preuve statistique que la recherche ait augmenté ou diminué en qualité ou en quantité depuis l'introduction des taux négociés en mai 1975 aux États-Unis. Il

41. Le Mémoire, p. 20.

42. Le Mémoire, p. 22.

existe, toutefois, de nombreux témoignages prouvant qu'elle a augmenté en qualité et en quantité. Nous pouvons simplement affirmer comme West et Tiniç que « [w]hile statements such as these hardly provide definitive proof that either the quantity and quality of investment research has increased in a measurable fashion since May 1975, they raise serious questions about the allegation that the imposition of negotiated rates has had a marked negative impact on either research quantity or quality »⁴³. Ayant pris acte de cet état de chose, passons à l'étude de Fama et Laffer⁴⁴ dont la Bourse fait mention dans son Mémoire pour justifier sa conclusion.

Bien que cette étude soit d'un intérêt intellectuel certain, elle n'est pas d'un grand secours pour nous éclairer dans le présent débat. En effet, la conclusion des auteurs — qui veut que la production d'information pour des motifs de transaction uniquement serait socialement sous-optimale et que si cette production nécessitait l'utilisation de ressources réelles, la production d'information ne serait pas optimale au sens de Pareto — découle naturellement des hypothèses de leur modèle. Rappelons brièvement que ce dernier a été développé dans le cadre d'un marché parfait et d'un univers de concurrence parfaite dans le marché des produits des entreprises. Alors l'information portant sur une firme particulière n'affecte pas les possibilités de consommation et d'investissement des individus sauf à travers ses effets sur leur richesse. En effet, étant donné que la valeur espérée du changement dans la valeur au marché de l'entreprise (sur laquelle porte la nouvelle information) associée aux dépenses de production d'information, pour des seuls motifs de transaction⁴⁵, est toujours zéro (toujours dans le cadre des hypothèses du modèle, l'effet attendu d'une telle information est seulement une redistribution de la richesse parmi les investisseurs. Mais ce résultat, comme le mentionnent les auteurs, « *would not be true, though, for a more macro-economic type information (e.g., information about a product or an industry or the economy as a whole) which is likely also to affect consumption-investment opportunities through its implications for changes in relative prices. But the social welfare effects of such changes are probably impossible to analyse without extreme simplifying assumptions about consumer tastes* »⁴⁶.

Si, au lieu de se référer à la production d'information uniquement pour des motifs de transaction, la Bourse avait fait porter sa réflexion sur un concept plus large de l'économie de l'information, comme l'a fait

43. *Op. cit.* (1980), p. 39.

44. Le Mémoire, p. 21. E.F. Fama et A.B. Laffer, « Information and Capital Markets », *Journal of Business*, juillet 1971, pp. 289-298. Notons que la Bourse faisait référence à cette même étude et dans le même sens dans son mémoire d'avril 1975 sur les taux négociés.

45. Contrairement à la production d'informations pour réduire le risque ou pour améliorer les décisions d'opération de l'entreprise.

46. Fama, Laffer, *op. cit.*, p. 292, note 7.

Gonedes⁴⁷, pour étudier la production et la dissémination de l'information et ses implications sur l'allocation optimale des ressources dans l'économie via les décisions de production et d'investissement des entreprises, elle serait arrivée à une tout autre conclusion: on peut obtenir une solution d'équilibre concurrentiel au problème de production et de dissémination de l'information et cette solution est optimale au sens de Pareto. Laissons parler Gonedes: « *Under the market value rule, the firm's objective is to select to investment outlay that maximizes $p_{i1} - I_i$ (où p_{i1} est le prix d'équilibre par action de l'actif i au début de la période 1 et I_i dénote le déboursé d'investissement par action de la firme i à la période 1) with expected value and risk conditional upon the firm's proposed production investment decision (involving the outlay I_i). Since the value of p_{i1} depends upon the assessments of expected value and risk associated with the firm's production-investment decisions and since these assessments are conditional upon any newly produced information, we have that p_{i1} is affected by newly produced information. Thus, since the market value rule requires maximizing $p_{i1} - I_i$, the firm's equilibrium production-investment decisions are affected by any information produced before the process leading to capital market equilibrium begins. And, given the model used herein, this effect on resource allocation is socially desirable* »⁴⁸.

Il nous faut maintenant revenir à la question initiale: la production d'information par les maisons de courtage relève-t-elle de l'économie des biens publics ou plus précisément de l'économie des services collectifs?⁴⁹ Ce que la Bourse met en doute, c'est le fonctionnement de l'économie de marché pour les produits qui sont fournis par les maisons de courtage, plus précisément, la production d'information. C'est pourquoi elle affirme, sans preuve toutefois, « que pour cette catégorie de biens, la concurrence — même parfaite — ne permet pas d'atteindre l'optimum économique et que le niveau de production serait inférieur à ce qui serait

47. N.J. Gonedes, « Information-Production and Capital Market Equilibrium », *Journal of Finance*, juin 1975, pp. 844-845.

48. Gonedes, *op. cit.*, p. 859. Les commentaires qui suivent sont aussi très pertinents pour notre propos: « *Moreover, it is well to recall that our conclusions regarding production-investment decisions does not assume that economic agents have homogeneous preferences or identical initial wealth endowments, or that they agree on assessed distribution functions. Also, the desirable effect on resource allocation (via firms' resources in the production of information because the result of the information production-dissemination process) is a core imputation* » (i.e., une solution qui est compatible avec la rationalité individuelle, un optimum de Pareto et la rationalité de groupe).

49. En effet, il faut distinguer entre le support du service collectif ou public qui est le bien collectif ou public et le service proprement dit. Pour cette partie de notre analyse, nous nous sommes largement et librement inspirés des ouvrages suivants: Guy Terny, *Économie des services collectifs et de la dépense publique*, Dunod, Paris, 1971; C. Abraham et A. Thomas, *Microéconomie: Décisions optimales dans l'entreprise et dans la nation*, Dunod, Paris, 1966; Claude Jessua, *Coûts sociaux et coûts privés*, P.U.F., Paris, 1968; R. Dorfman, P.A. Samuelson, R.M. Solow, *Programmation linéaire et gestion économique*, Dunod, Paris, 1962; E. Malinvaud, *Leçons de théorie microéconomique*, Dunod, Paris, 1969.

requis pour le bien de la société»⁵⁰. En fait, toujours selon la Bourse, « cette production ne sera pas consistante avec l'optimum de Pareto »⁵¹.

C'est ici que les demandeurs d'intervention gouvernementale font valoir que la norme ou la solution de référence qui est l'optimalité (au sens de Pareto⁵²) de l'équilibre d'une économie parfaitement concurrentielle ne peut être atteinte. Cette correspondance entre « optimum » au sens de Pareto et « équilibre de concurrence » constitue une solution de références en ce sens que dans tous les domaines d'activité où les hypothèses permettant d'assurer qu'un équilibre de concurrence existe et que celui-ci est un état efficace au sens de Pareto, l'État n'a pas à intervenir dans le processus d'affectation des ressources.

Mais, qu'est-ce qu'un service collectif pur? C'est un service dont tous les individus jouissent en commun (par exemple, l'efficacité du marché des capitaux) et dont la consommation de l'un ne diminue pas celle des autres.

On dira aussi qu'il y a non-rivalité des consommations. On remarquera que déjà cette caractéristique s'applique difficilement au cas des marchés de capitaux, même efficaces. En effet, le fait qu'il existe des demandes de spéculation et de transaction avec les demandes d'information correspondantes est suffisant pour qu'on rejette l'hypothèse de non-rivalité des consommations.

On dira aussi que le service en question est d'une nature telle que son producteur ne peut procéder à l'exclusion d'aucun des consommateurs potentiels du service. On peut alors parler d'une indivisibilité de la consommation. Lorsqu'un service collectif ne peut être assorti d'un mécanisme d'exclusion, nous dirons qu'il donne naissance à des effets externes, en ce sens qu'une fois produite, une unité de service mise à la disposition d'un individu est automatiquement mise à celle de tous les autres. Par conséquent, nous nous trouvons en présence d'interactions directes (les mêmes quantités de services collectifs apparaissent dans les fonctions de satisfaction de tous les individus du groupe) qui entraînent la non-indépendance des dites fonctions. La

50. Le Mémoire, p. 20. Les auteurs ajoutent en note que « cette situation est caractéristique de l'économie des biens publics (*public goods*). En effet, on montre que dans le cas où les biens publics sont fournis par un mécanisme de marché libre, chacun d'entre nous aurait intérêt à devenir un *free rider*, c'est-à-dire quelqu'un qui reçoit le bénéfice d'un bien sans contribuer aux coûts de sa production ». *Ibid.*, note 1.

51. *Ibid.*, p. 21-22.

52. Rappelons brièvement qu'un état optimal au sens de Pareto est un état tel qu'il est impossible d'accroître la satisfaction d'un individu, sans, du même coup, diminuer celle d'au moins un autre. Que le passage d'un état économique à un autre est souhaitable si :

— la satisfaction de tous les individus s'en trouve améliorée, ou si
— certains consommateurs voient leur situation s'améliorer sans que celle d'aucun autre ne soit détériorée.

création d'effets externes de ce type, qui constitue la manifestation extrême des économies et déséconomies externes telles qu'elles sont généralement entendues, a des répercussions importantes en ce qui concerne la possibilité pour un système décentralisé de décision (du type économie de marché concurrentielle) de conduire à une *production optimale* de tels biens ou services. Toutefois l'échec de l'économie de marché ne signifie pas automatiquement qu'un autre mode d'affectation des ressources se révélera plus efficace. Tout ce qu'on peut dire, c'est qu'en présence de coûts très fortement décroissants (la démonstration statistique n'en a jamais été faite pour aucun des services de firmes de courtage, ni au Canada, ni aux États-Unis), on ne peut espérer que des décisions décentralisées de marché conduisent à une approximation, même grossière, de ce qu'on appelle une affectation efficiente des ressources. Toutefois, compte tenu des coûts associés aux autres modes possibles de prise de décision, une affectation inefficace des ressources pourra, en certaines circonstances, se révéler économiquement préférable à toute autre solution alternative.

Nous avons dit précédemment que lorsqu'un service collectif ne peut être assorti d'un mécanisme d'exclusion, il donnait naissance à des effets externes. Il convient donc de mentionner les éléments qui composent toute définition correcte des effets externes. Premièrement, il faut qu'il y ait interdépendance entre les fonctions de production ou entre les fonctions de satisfaction. Habituellement, les demandeurs d'interventionnisme gouvernemental se satisfont de ce premier élément pour justifier leurs demandes. Or il est bien évident que la seule interdépendance entre des activités est insuffisante pour expliciter la notion d'effet externe. Comme l'a déjà souligné un éminent économiste, il n'y a pratiquement que les activités de bricolage dont on peut dire qu'elles ne sont pas affectées par les effets d'interdépendance. Deuxièmement, l'interdépendance entre les fonctions ne doit pas être accompagnée d'un paiement de compensation de la part de la personne qui bénéficie des avantages résultant de l'interdépendance. En bref, l'impossibilité d'appropriation de certains facteurs fait que certaines variables économiques, qui ont des « prix fictifs » positifs, (par ex. les avantages d'un marché des capitaux efficient) ne sont pas prises en compte dans un calcul réalisé par des unités de décisions décentralisées, agissant dans un univers de concurrence parfaite. Une observation, même superficielle, du comportement des agents économiques dans le marché des capitaux, les investisseurs institutionnels, par exemple, est contraire à ces prédictions.

À ce stade de notre analyse, on est forcé d'observer qu'il n'existe peu ou pas d'éléments qui caractérisent les services collectifs purs qui peuvent être transposés à l'univers des services de recherche et de production d'information des firmes de courtage.

Toutefois, entre les services collectifs purs (ou indivisibles) et les services privés purs s'intercalent de nombreux services mixtes : les services collectifs indivisibles à effets de débordement (*spillover*) limités ou partiels et les services collectifs divisibles. Le service collectif à effets de débordement possède les mêmes caractéristiques qu'un service collectif pur, avec en plus, une caractéristique qui lui est propre. C'est la suivante : les quantités de services collectifs consommées par un groupe d'individus ne sont que des substituts imparfaits, ou partiels à celles consommées par un autre groupe. Pour cette dernière caractéristique on pourrait penser au cas des investisseurs qui ont découvert un titre sous-évalué dont le rendement anormal sera supérieur aux autres investisseurs qui les imiteront et dont le rendement anormal sera moindre pour enfin en arriver aux investisseurs qui achèteront le titre à son prix d'équilibre et qui n'obtiendront qu'un rendement normal⁵³. Toutefois, cet exemple vient contredire les caractéristiques d'un service collectif pur. Encore une fois, on ne peut associer la production d'information par les firmes de courtage à un service collectif.

Il ne nous reste qu'à examiner les services collectifs divisibles. La jouissance et la consommation d'un service collectif divisible nécessitent une intervention active, une demande, de la part des bénéficiaires. Les quantités de service ne font pas l'objet d'une consommation égale entre les utilisateurs effectifs du bien collectif. On est en présence d'un service collectif divisible lorsqu'une fois produite, une unité de service reste potentiellement mise à la disposition de plus d'un individu (l'existence même de spéculateurs contredit cet énoncé dans le cas des marchés de capitaux) et que la quantité de services consommés par un individu ne réduit pas celle restant à la disposition des autres (voir notre exemple des rendements anormaux décroissants). Si le marché des capitaux était perpétuellement en équilibre et parfaitement efficient, on pourrait peut-être parler d'un service collectif divisible. Il faudrait absolument qu'il n'y ait aucune demande de spéculation. Ce n'est pas le cas. Quoi qu'il en soit, on remarquera que le service collectif divisible ressemble de moins en moins à un service collectif et de plus en plus à un service marchand. C'est à cette frontière entre le service collectif divisible et le service marchand que bien souvent la doctrine et le dogmatisme s'affrontent avec l'analyse scientifique⁵⁴.

53. On remarquera que nous donnons une interprétation différente de ce service collectif à celle qui est habituellement attribuée. De l'effet externe spatial nous sommes passés à un effet externe temporel.

54. C'est peut être ici, dans cette zone mal définie entre le service marchand qu'il faudrait chercher les raisons profondes des exigences de divulgation des organismes de réglementation. Pour un début de réflexion sur le sujet, on pourra consulter un récent article de George Foster : « Externalities and Financial Reporting », *Journal of Finance*, mai 1980, pp. 521-533. Nous ne partageons pas, toutefois, toutes les idées qui sont émises dans

Que peut-on conclure? Simplement ce qui suit: Toute recherche d'une affectation optimale des ressources entre économie publique et économie privée ne peut être conçue, d'un point de vue conceptuel tout au moins, qu'à l'aide d'un modèle d'optimisation générale, explicitant les interdépendances entre les deux et permettant de comparer les mérites relatifs des emplois marginaux de ressources dans l'une et l'autre des deux sphères d'activité. Ce qui n'a pas été fait et qui doit être fait.

Pourquoi? Parce que les diverses caractéristiques des notions de services collectifs, notamment, les diverses modalités d'effets externes de consommation qui leur sont associées, ne constituent pas des critères objectifs suffisamment robustes permettant de déterminer quelles activités devraient d'un point de vue économique relever du pouvoir de décision de l'État. C'est en abusant de la notion d'effets externes, alors que bien souvent nous ne sommes qu'en présence de simples interdépendances qui peuvent très bien être endogénéisées par le marché, qu'on en vient à considérer, a priori, le processus de décision politique plus efficace ou moins inefficace que tous les autres arrangements institutionnels des décisions. Comme l'écrivait Mishan: «*The original clarity of the externality concept has become blurred in consequence of the term being used over the years as a convenient peg on which to hang a variety of economic phenomena which might be used to justify intervention in the private enterprise sector of the economy*»⁵⁵. Froidement, que pouvons-nous conclure de l'observation du comportement des agents économiques et de leurs interdépendances face à l'efficacité du marché des capitaux? La même chose qu'Adam Smith lorsqu'il affirmait sa confiance dans le fait que c'est en agissant suivant les motivations les plus égoïstes (par ex., les spéculateurs), que les individus agissent finalement, par le jeu du marché, au mieux de l'intérêt de la collectivité dont ils font partie (par ex., l'efficacité du marché des capitaux qui est ainsi obtenue).

2. Concentration, marché parfait et économies d'échelle

Sous ce titre, nous allons passer succinctement en revue quelques observations ou affirmations du Mémoire qui n'ont pas à être discutées en profondeur en raison du fait que ces sujets ont déjà été abordés par la Bourse dans son mémoire d'avril 1975 et ont fait l'objet d'analyses par divers auteurs⁵⁶.

cet article, pour les mêmes raisons qui ont été mentionnées par Stanley Baiman dans la discussion qui suit cet article (pp. 534-535) et qui rejoignent celles que nous avons mentionnées tout au long de notre analyse.

55. Mishan, E.J., «*The Postwar Literature on Externalities: An Interpretative Essay*», *Journal of Economic Literature*, mars 1971, p. 6.

56. Voir tout particulièrement les études suivantes et leurs nombreuses références: *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, volume 3, «*Canadian Capital Markets*» et «*Canadian Financial Institutions*», par J.P. Williamson, Consommation et Corporation, Ca-

2.1 *De la concentration des institutions*

Selon la Bourse, il y a un « haut degré de concentration des donneurs d'ordre qui prévaut au sein du marché secondaire au Canada »⁵⁷. Toujours selon la Bourse, il n'est pas douteux que la capacité de ces institutions à fixer leur taux de courtage sur leurs transactions, surtout durant une période où l'activité boursière est fébrile, ne peut être mise en cause »⁵⁸. Ce qui l'amène à conclure que « dans un environnement où les taux ne seraient pas déterminés par les bourses, les grandes institutions financières seraient en mesure d'obtenir des maisons de courtage prises isolément des réductions de taux de courtage significatives. Entre autres, ceci se traduirait par un avantage évident sur l'investisseur individuel et amènerait à un *traitement discriminatoire* entre les différents clients des maisons de courtage puisque des prix différents seront appliqués à des services identiques »⁵⁹. Pour la Bourse, le fait que quinze *institutions* financières, au cours des cinq dernières années aient réalisé entre 17% et 28% du total des transactions exécutées sur les titres par les institutions, et plus de 10% de l'ensemble des transactions sur trois des cinq années, signifie *un haut degré de concentration*.

Si l'on compare avec les États-Unis en tenant compte de la taille du Canada et de sa structure industrielle, ces chiffres nous semblent plutôt encourageants. Quoi qu'il en soit, ce genre de mesure de concentration ne peut suffire à expliquer le pouvoir de marché comme l'ont montré récemment Lidenberg et Ross⁶⁰. Quant au « traitement discriminatoire », disons simplement ceci : les consommateurs, aux États-Unis, ont bénéficié d'une baisse substantielle⁶¹ des taux de commission depuis le premier mai 1975. Les réductions ont varié en fonction de l'importance des transactions, du niveau des services désirés et selon que l'investisseur était un individu ou une institution. De plus, les investisseurs ont bénéficié d'une gamme plus importante de services. Même si les investisseurs individuels

nada 1979; J. Saint-Pierre, « Les taux de commission sur les transactions boursières au Canada », *L'Actualité Économique*, janvier-mars 1978, pp. 119-127; J. Saint-Pierre, « La concurrence comme solution de rechange à la réglementation des marchés de capitaux », *Gestion*, février 1981, pp. 71-77; Hans R. Stoll, *Regulation of Securities Markets: An Examination of the Effects of Increased Competition*, Monograph Series in Finance and Economics, New York University, 1979.

57. Le Mémoire, p. 18.

58. *Ibid.*

59. *Ibid.*

60. Eric B. Lindenberg, S.R. Ross, « Tobin's q ratio and Industrial Organization », *Journal of Business*, janvier 1981, pp. 1-32.

61. Nous faisons remarquer que l'affirmation de la Bourse selon laquelle « l'ampleur de cette baisse... fut nettement plus importante et plus rapide que celle qui était prévue par les analystes qui favorisaient les taux négociés... » est erronée. Elle avait bien été prévue. Sur ce sujet, voir notre remarque au paragraphe 2.1. Le Mémoire, p. 16.

qui font de petites transactions, n'ont pas vu, en moyenne, leurs commissions diminuer, ils ont obtenu la possibilité de choisir un niveau moindre de services et de ce fait de payer une commission réduite. Enfin, la baisse des commissions pour les institutions et la non-augmentation de celles des individus montrent bien qu'il y avait *discrimination* contre les institutions et non pas contre les individus avant 1975. La concurrence active que se livrent maintenant les courtiers pour les comptes individuels est la meilleure garantie contre la discrimination que pourraient subir les individus.

À la concentration des institutions financières canadiennes (banques, compagnies de fiducie et d'assurances), la Bourse ajoute celle de l'industrie des valeurs mobilières. Selon elle, «... les chiffres sont éloquentes. À la Bourse de Montréal, dix membres représentent 18,1% du nombre total de firmes faisant le commerce des valeurs mobilières avec le public, alors que ce même pourcentage n'est que de 2,6% à New York»⁶². Le contraire serait bien surprenant: lorsque l'on compare 10 membres d'une bourse d'une province au Canada et 10 membres d'une bourse nationale aux États-Unis à leur ensemble respectif, il est tout à fait normal de trouver les pourcentages que présente le Mémoire. Encore une fois, ce genre de comparaison n'indique rien quant au pouvoir de marché que détient telle firme ou tel groupement de firmes. Le fondement économique essentiel des études de concentration est leur caractère d'indicateurs pour l'étude du pouvoir économique existant dans un secteur industriel. Malheureusement, il n'y a guère d'études théoriques confirmant que le degré de concentration est une bonne mesure du degré du monopole⁶³. D'où «la nécessité de ne pas considérer un seul des traits structurels, à savoir le degré de concentration, pour apprécier le pouvoir économique, mais de le confronter aux autres structures, essentiellement la différenciation des produits et les barrières à l'entrée. C'est seulement le bilan structurel qui dessinera une vision valable du phénomène»⁶⁴. Il nous apparaît donc évident que la Bourse exagère lorsqu'elle affirme que «l'industrie canadienne des valeurs mobilières est déjà suffisamment concentrée... et qu'il n'est pas opportun de mettre en place un système de tarification qui ne ferait qu'augmenter cette concentration»⁶⁵.

62. Le Mémoire, p. 33.

63. Sur ce sujet, voir A. Jacquemin, *Économie industrielle européenne*, Dunod, 1975, le premier chapitre. Aussi, F.M. Sherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, deuxième édition, Rand McNally 1980, le troisième chapitre.

64. A. Jacquemin, *L'entreprise et son pouvoir de marché*, Librairie universitaire, Louvain, 1967, p. 133. Une de ces barrières à l'entrée pourrait être de fortes économies d'échelle. Or nous verrons que ce n'est pas le cas dans l'industrie des valeurs mobilières.

65. Le Mémoire, p. 35.

2.2 *Du marché parfait*

La Bourse émet l'avis que « la situation qui prévaut au Canada est suffisamment éloignée des conditions exigées pour l'existence d'un *marché parfait* pour soulever des inquiétudes sérieuses quant aux bénéfices nets qui pourraient résulter de l'abolition du règlement de la Bourse de Montréal sur les taux de courtage et ce, même en faisant abstraction des caractéristiques des services et de la qualité de bien public de l'information »⁶⁶. On croit donc que le gouvernement pourrait, mieux que les forces du marché, déterminer les taux de commission.

Notre commentaire peut se résumer à cette réflexion de Léon Courville : « l'intervention du gouvernement est souvent le résultat d'une présomption que l'idéal théorique peut être atteint. Or, le gouvernement est lui aussi une machine dotée de problèmes. Par conséquent, ce n'est pas parce qu'il y a un échec du marché (*Market failure*) que nécessairement l'intervention du gouvernement conduira à un résultat supérieur. En fait, lorsqu'il y a des problèmes, il faut comparer le gouvernement imparfait et le marché imparfait, non pas comparer le marché imparfait avec le gouvernement parfait »⁶⁷.

2.3 *Des économies d'échelles*

La « concurrence destructrice » qu'entraîneraient des taux de commission négociés, a longtemps été le cheval de bataille de l'industrie des valeurs mobilières. On faisait valoir aux États-Unis, comme on continue de le faire au Canada, que de fortes économies d'échelle permettraient des tactiques prédatrices d'établissement de prix. Ce qui conduirait à une « contraction du nombre de firmes en compétition »⁶⁸ et à un affaiblissement de la « stabilité financière des maisons de courtage »⁶⁹. Même s'il a été démontré rigoureusement aussi bien aux États-Unis qu'au Canada que les coûts fixes ne sont pas importants, contrairement aux prétentions de l'industrie des valeurs mobilières, la Bourse n'hésite pas à utiliser encore une fois cet argument : « Lorsqu'on traite du problème de la tarification, il est généralement considéré comme un prérequis de connaître la structure de coûts de l'industrie qu'on étudie. Contrairement à ce que certains pourraient croire, l'industrie des valeurs mobilières est une industrie qui se caractérise par des *coûts fixes très élevés*. Ceci est une caractéristique qui distingue cette industrie de la plupart des autres industries de services qui

66. *Ibid.*, p. 19.

67. « Ignorance et prétention de l'interventionnisme », *Libre Magazine*, juin 1980, p. 20.

68. Le Mémoire, p. 25.

69. *Ibid.*

ont généralement des coûts fixes peu élevés et qui ne nécessitent pas d'investissements importants»⁷⁰.

La Bourse supporte son affirmation par les résultats d'une étude de Lechner et Londoner⁷¹. Ces auteurs ont réparti le total des dépenses des membres du NYSE en frais fixes, semi proportionnels et variables. Les proportions, dont le détail est donné à l'annexe 1, sont respectivement de 12,2%, 51,6% et 36,2%.

Ces résultats ne résistent toutefois pas à une analyse même élémentaire. En effet, pour chacun des postes de dépenses qui apparaissent à l'annexe 1 nous donnons au tableau 1 les changements annuels en pourcentage depuis 1965 jusqu'à 1976⁷².

Si on observe les changements annuels en pourcentage des différents postes de dépenses, ils ne devraient pas varier pour les frais fixes, la variation devrait être faible pour les frais semi proportionnels et forte pour les frais variables. Quels sont les faits? Si on examine le tableau 1, colonne par colonne, en suivant les changements des revenus de commission et du revenu total qui apparaissent aux deux dernières lignes du tableau, nous constatons que toutes les dépenses, à l'exception du premier poste « loyer et équipement », réagissent rapidement à tout changement dans le revenu total. Or, même pour ce poste, une partie peut être considérée comme variable⁷³. Les faits sont donc en contradiction et de beaucoup avec les affirmations de la Bourse et les prétentions de l'étude de Lechner et Londoner.

La Bourse va même jusqu'à prétendre que les conséquences (par ex., contraction du nombre de firmes en compétition) qu'entraînent habituellement des frais élevés⁷⁴ se sont produites aux États-Unis lorsque les taux de courtage négociés ont été mis en vigueur en 1975⁷⁵. Que s'est-il réellement passé? D'une part on a vu naître les « discount brokers » qui étaient souvent de petites firmes qui essayaient d'accroître leur part de marché. Les études statistiques ont montré que pour des transactions ayant les mêmes caractéristiques, les commissions des grosses firmes ne

70. *Ibid.*, p. 24.

71. A.B. Lechner et D.J. Londoner, « Brokerage Profits Under the Pressure of Negotiated Commissions », *Financial Analysts Journal*, janvier-février 1976, pp. 12-17, 31.

72. Les sources de données sont les mêmes que celles de Lechner et Londoner, il n'y a donc aucune différence à ce niveau. De plus, c'est la population qui est étudiée et non un échantillon.

73. Voir le poste « Service Bureau Charges » que nous avons été obligés d'agrèger avec les deux premiers postes.

74. Cette condition et les autres qui sont nécessaires pour qu'une industrie puisse soutenir que ces prix ne peuvent être déterminés par la concurrence sont étudiées dans Saint-Pierre, *op. cit.*, 1978.

75. Le Mémoire, p. 25.

TABLEAU I
CHANGEMENTS ANNUELS EN POURCENTAGE DES POSTES DE DÉPENSES DES FIRMES MEMBRES DU NYSE
QUI FONT AFFAIRES AVEC LE PUBLIC 1965-1976.

Postes*	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
(1)	14,8	23,6	37,0	23,2	4,1	17,1	11,2	5,8	2,4	3,2	2,9
(2)	18,4	2,9	29,9	14,0	-8,3	-1,6	30,9	23,6	-9,7	-15,0	39,9
(3)	23,4	33,3	40,2	6,0	-16,2	19,8	5,7	-16,4	1,3	11,3	18,7
(4)	17,5	22,1	30,3	14,5	-12,4	14,8	11,3	-5,4	1,5	2,6	21,4
(5)	18,6	52,4	59,3	-8,8	-7,3	50,7	1,8	-25,6	-1,4	n.d.	5,1
(6)	135,7	36,4	106,7	16,1	-25,0	-17,3	-31,3	8,7	-4,0	n.d.	n.d.
(7)	25,2	40,2	32,9	-15,4	-22,5	47,7	7,2	-21,2	-4,7	45,0	20,4
(8)	21,9	37,4	26,1	-15,4	-17,2	35,5	3,9	-13,4	-12,6	38,6	17,7
(9)	33,6	44,0	40,2	-49,2	-19,0	28,8	1,2	-5,8	-6,2	12,3	-15,6
(10)	22,4	29,3	33,0	10,6	-23,1	20,0	19,4	-12,8	-8,0	-9,1	29,2
(11)	23,1	30,7	37,2	-2,6	-14,8	23,6	8,7	-10,0	-3,2	16,0	18,0
Revenus de commission :											
Revenu total	25,0	42,7	28,8	-21,0	-18,8	41,9	1,7	-19,6	-12,6	34,1	7,5
	22,9	40,0	35,3	-16,1	-12,4	38,7	2,5	-20,9	-1,2	29,0	19,0

* Voir l'Annexe I pour le nom du poste correspondant. Nous avons été obligés de faire quelques regroupements. Toutefois, aucun de ces regroupements n'a pour effet d'affaiblir la démonstration de Lechner et Londoner; ce serait plutôt l'inverse.

NOTES ET COMMENTAIRES

sont pas moindres que celles des autres firmes. Le nombre d'actions par ordre et le prix d'une action ont continuellement un effet significatif sur les taux de commission, contrairement à la taille de la firme qui n'est jamais statistiquement significative. D'autre part, les analyses ont montré⁷⁶ que les taux concurrentiels n'ont pas influé sur la baisse du nombre de firmes. En effet, le taux annuel de déclin dans le nombre de firmes était supérieur avant 1975 à ce qu'il était après l'introduction des taux négociés. Il faut attribuer à d'autres facteurs les raisons de ce déclin, comme par exemple, les changements technologiques. « *Clearly, then, comme l'ont montré West et Tiniç [1980, p. 35], the brokerage industry has not been one in which economies of scale have dictated that under competitive pricing, the largest four or five firms, or a particular group of firms, would grow inexorably at the expense of the rest.* » Ils vont même plus loin: « *In view of the fact that the adjustment to competitive rates was somewhat gradual, the nearly perfect correspondence between commission rates and the costs of servicing industry, is truly remarkable. From this experience, it seems reasonable to conclude that the rigors of competition forced brokerage firms to reflect the economies in executing large orders in the rates charge* »⁷⁷.

3. Conclusion

La thèse de la Bourse de Montréal, pour ne pas se soumettre à la pratique des taux négociés comme c'est le cas aux États-Unis depuis 1975, se fondait principalement nous l'avons vu, sur trois opinions :

1. Les services offerts par les maisons de courtage relèvent de l'économie des services plutôt que de celle des biens tangibles et il convient, pour les activités de conseil et de recherche, de faire appel aux modèles de marché où la qualité du produit est par nature incertaine.

2. Aux caractéristiques propres aux services, s'ajoute une dimension de bien public du fait des effets externes des informations produites par les maisons de courtage.

3. L'abrogation du règlement de la Bourse concernant le tarif de courtage aura pour résultat d'augmenter sensiblement le niveau de concentration dans l'industrie canadienne des valeurs mobilières et de réduire le nombre d'opinions indépendantes.

76. Voir Stoll, *op. cit.*, 1979.

77. West et Tiniç, *op. cit.*, 1980, p. 38. C'est la même conclusion que celle à laquelle A.R. Ofer et A. Melnick étaient arrivés dans leur étude économétrique : « ... *price deregulation in the brokerage industry has led to lower prices and to a pricing structure that more properly reflects the costs of executing different types of transactions than did the fixed commission system.* » *Bell Journal of Economics*, automne 1978, p. 641.

Il n'entre pas dans nos intentions de reprendre notre critique de chacune des idées qui ont été émises par la Bourse. Notre désaccord est profond, la critique, en conséquence, ne peut être superficielle. Le désaccord ne porte pas sur les objectifs sociaux : nous partageons l'opinion de la Bourse qui veut que l'élément fondamental à protéger dans le fonctionnement du marché, c'est son efficacité. Les sources de notre opposition se situent au niveau des faits et de la logique du raisonnement.

ANNEXE 1

Tableau auquel le Mémoire fait référence pour affirmer que l'industrie des valeurs mobilières est une industrie qui se caractérise par des « coûts fixes très élevés ».

TABLE IV:
EXPENSES OF NYSE MEMBER
ORGANIZATIONS DEALING WITH THE PUBLIC
As Percentage of Total Expenses, First Half 1974
Excludes Principals Salaries

	<i>Percentages</i>
Fixed Expenses	12.2
Occupancy and Other	
Equipment Costs	8.8
1 EDP Equipment Costs Other Than Service Bureau	1.3
Interest on Accounts Subject to Subordinate Agreements	1.9
2 Other Interest Net of Interest Income	0.2
Semi-Fixed Expenses	51.6
3 Clerical and Administrative Employee Expenses	28.9
4 Communication Costs	11.2
Other Expense Unrelated to Securities Business	9.9
5 Non-recurring Expenses	0.3
6 Losses in Error Accounting and Bad Debts	1.3
Variable Expenses	36.2
7 Registered Representative's Compensation	21.3
8 Floor Brokerage, Clearance and Commission Fees	5.6
9 Commissions Paid to Other Brokers	4.3
10 Promotional Costs	3.9
Service Bureau Charges	1.1
11 Total Expenses	100.0

SOURCE: A.B. Lechner et D.J. Londoner, « Brokerage Profits Under the Pressure of Negotiated Commissions », *Financial Analysts Journal*, janvier-février 1976, tableau IV, p. 16.