

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

Jacques Saint-Pierre

L'Actualité économique, vol. 54, n° 1, 1978, p. 119-127.

Pour citer ce document, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/800763ar>

DOI: 10.7202/800763ar

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

I. Introduction

Un des devoirs d'une commission des valeurs mobilières en ce qui concerne le marché secondaire des capitaux est de s'assurer que soient respectées les conditions d'efficience du marché. Ces conditions sont les suivantes : concurrence active entre les acheteurs et les vendeurs, disponibilité de l'information, habileté à interpréter l'information, minimisation des coûts de transaction, liquidité et profondeur du marché.

Habituellement, nous définissons deux types d'efficience. L'un d'eux réfère à l'efficience d'allocation où nous nous intéressons à la relation risque-rendement. Si les valeurs mobilières reflètent pleinement toute l'information disponible, nous observerons des rendements proportionnels aux risques. Les exigences de divulgation financière qui apparaissent dans le Règlement d'application de la Loi des valeurs mobilières ont pour objectif de contribuer à une amélioration de cette information. Quant à l'autre type d'efficience, que l'on appelle l'efficience d'opération, et à laquelle nous nous intéressons actuellement, elle réfère dans le cadre du marché secondaire à la minimisation des frais de transaction qui se composent de la commission du courtier (taux de commission) et de l'écart entre le prix offert et le prix demandé (coût de la négociabilité immédiate). En raison de la relation qui existe entre les deux composantes des coûts de transaction, on ne peut étudier les taux de commission sans aussi étudier le coût de la négociabilité immédiate.

Le plan de ce travail est le suivant : premièrement, nous nous intéresserons au cadre théorique que nous croyons pertinent pour l'étude des taux de commission, deuxièmement, nous considérerons certains résultats empiriques ainsi que l'impact de l'efficience d'opération sur l'efficience d'allocation, troisièmement, nous analyserons le spectre de la concurrence destructive que soulève l'industrie des valeurs mobilières et certains problèmes que pose la réglementation des taux de courtage. Enfin, nous conclurons avec une recommandation.

II. *Le cadre théorique*

Les coûts de transaction lors de l'achat ou de la vente de valeurs mobilières transigées en bourse sont une combinaison du coût des services de négociabilité immédiate et de la commission au courtier. L'écart entre le prix demandé et le prix offert fournit un estimateur du coût de l'élément rapidité pour un négociant qui transige sur une information et qui désire que sa transaction soit exécutée sans délai. Cet écart constitue ainsi une bonne mesure de négociabilité des titres inscrits à la bourse. Toutefois, le négociant qui transige pour des raisons de liquidité peut payer un coût moindre s'il accepte des substituts (des titres similaires) ou s'il accepte d'attendre. La discussion qui suit ne s'adresse qu'au coût de la négociabilité immédiate.

On considère, habituellement, que les facteurs déterminants du coût de la négociabilité ou de l'écart entre le prix demandé et le prix offert sont le volume des transactions, le prix de l'action, la continuité de transaction, la volatilité du prix du titre, le nombre d'actions en circulation, l'importance moyenne d'une transaction et le nombre de contrepartistes ou négociants qui font un marché pour le titre.

Toutefois, un de ces facteurs, le volume des transactions, est lui-même influencé par l'autre composante du coût de transaction, la commission au courtier. Il devient donc nécessaire de considérer l'impact des taux de commission sur le coût de négociabilité en raison de son influence sur le volume des transactions.

III. *Les résultats empiriques*

Les résultats que nous présentons réfèrent à la négociabilité des actions ordinaires au Canada. Une étude récente par deux autorités en la matière¹ a montré que l'écart entre le prix demandé et le prix offert sur la Bourse de Toronto augmente avec le prix du titre et sa volatilité et qu'il diminue avec le volume des transactions. La continuité de transaction et le nombre de marchés sur lesquels sont transigés les titres ne semblent pas exercer une influence systématique sur l'écart. Le même modèle, lorsqu'il est appliqué sur des données recueillies à la Bourse de New York et au marché au comptoir américain (OTC), montre que la volatilité² ne joue pas une influence statistiquement significative sur ces deux marchés américains. L'étude montre aussi que l'écart moyen sur la Bourse de Toronto est supérieur à l'écart moyen sur la Bourse de

1. Tinic, S.M., West, R.R., « Marketability of Common Stocks in Canada and the U.S.A.: A Comparison of Agent versus Dealer Dominated Markets », *Journal of Finance*, juin 1974.

2. La volatilité globale des prix à la Bourse de Montréal a été étudiée et les résultats apparaissent dans le chapitre six de l'étude qui s'intitule *Les taux de courtage dans l'industrie des valeurs mobilières*, CVMQ, 1976.

New York, même en tenant compte de l'effet provoqué par les différences de prix par action, les différences de volume des transactions et les différences de volatilité des prix. En d'autres mots, le coût de la négociabilité immédiate est plus élevé à Toronto qu'à New York pour un titre ayant le même prix, le même niveau de transaction et la même volatilité. « Contrairement aux « spécialistes » de la Bourse de New York ou aux négociants du marché au comptoir américain, les délégués en bourse (*registered traders*) à Toronto n'apparaissent pas avoir une influence importante sur la profondeur du marché et le coût de la négociabilité »³. Les auteurs ajoutent : « malgré les différences dans l'organisation économique de la fonction de contrepartiste à la Bourse de New York et au marché au comptoir, les résultats de nos analyses statistiques indiquent que ces deux marchés fournissent la négociabilité à un moindre coût, en moyenne, que la Bourse de Toronto. Il semblerait que la Bourse de Toronto n'a ni une concurrence adéquate ni une réglementation adéquate »⁴.

Brièvement, la première composante des coûts de transaction qui est le coût des services de négociabilité, s'améliore avec un volume accru de transactions mais se détériore avec une plus grande volatilité des prix. Quant à la seconde composante, les commissions de courtage, nous verrons qu'elles ont une influence sur le volume des transactions. On ne peut donc étudier les deux composantes séparément.

Ainsi, une étude récente⁵ montre que la réponse du volume des transactions aux changements dans les coûts de transaction est mesurable. L'élasticité de la demande globale pour les services de courtage est estimée à approximativement -0.25 pour les actions transigées à la Bourse de New York. Cette estimation globale implique qu'une diminution de 10 pour cent dans le coût total de transaction conduirait à une augmentation de $2\frac{1}{2}$ pour cent dans le volume des transactions. Si la commission du courtier représente 60 pour cent du coût total des transactions, alors, on pourrait s'attendre à ce qu'une baisse de 10 pour cent dans les frais de commission uniquement entraîne une hausse du volume des transactions d'environ $1\frac{1}{2}$ pour cent. Les évaluations pour les actions individuelles vont de -0.15 à -0.60 . Bien que nous ne puissions pas appliquer

3. Tiniç et West, *op. cit.*

4. Tiniç et West, *op. cit.* (Les implications de cette étude sont en opposition avec celles que l'on peut lire dans le rapport de Loewen, Ondaatje et autres, intitulé « Some Implications of the Possible Adoption of Negotiated Rates in Canada » (5 avril 1976). En effet, le rapport mentionne qu'il « apparaît que le système des délégués en bourse (*registered trading system*) à Toronto travaille en fait mieux que le système de « spécialiste » à New York, et qu'il contribue réellement à l'efficacité du marché » (p. 14).

5. Epps, T.W., « The Demand for Brokers' Services: The Relation Between Security Trading Volume and Transaction Cost », *The Bell Journal of Economics*, printemps 1976, pp. 163-194.

directement ces résultats aux bourses de Toronto ou de Montréal, ils indiquent toutefois que le volume de transactions attendu, sur une période donnée, est une fonction décroissante du coût de transaction. De plus, étant donné que la part relative des commissions de courtage dans le coût total des transactions est plus petite au Canada qu'aux Etats-Unis, on peut s'attendre à ce qu'une baisse similaire dans les commissions de courtage, pour la même élasticité de la demande pour les services de courtage dans les deux pays, apportera une augmentation moindre dans le volume des transactions au Canada⁶.

Cela signifie qu'en raison des écarts plus élevés au Canada qu'aux Etats-Unis entre les prix demandés et les prix offerts (i.e., le coût des services de négociabilité), il faudrait une élasticité de la demande bien supérieure au Canada pour compenser cet effet négatif. En outre, plus la liquidité est élevée, plus l'élasticité de la demande pour les services de courtage est élevée. Or, la liquidité globale de la Bourse de Montréal est inférieure à celle de la Bourse de New York⁷. Ainsi, nous sommes dans un cercle vicieux : étant donné que la négociabilité est de mauvaise qualité, on peut s'attendre à ce que l'élasticité de la demande soit faible, et en raison de cela on doit s'attendre à ce que le volume des transactions réagisse faiblement à une baisse des commissions de courtage. Plus on laissera la négociabilité se détériorer, plus on croira que la demande pour les services de courtage est inélastique par rapport aux taux de commission et on observera le résultat contradictoire d'une augmentation des commissions de courtage avec l'approbation des commissions de valeurs mobilières en période de déclin du volume des transactions.

IV. *L'impact de l'efficience d'opération sur l'efficience d'allocation*

La vitesse d'ajustement des prix des titres à une nouvelle information peut être affectée par un coût élevé de transaction. En d'autres mots, une efficience d'opération insatisfaisante peut nuire à l'efficience d'allocation.

Supposons deux compagnies identiques, l'une étant cotée à la Bourse de New York et l'autre, à la Bourse de Toronto. Nous voulons savoir à combien doit s'élever l'écart sur chacune de ces bourses entre la « vraie » valeur du titre selon les investisseurs et la valeur au marché pour qu'il soit intéressant pour ces investisseurs d'intervenir sur ces mar-

6. Par exemple, l'écart entre le prix demandé et le prix offert pour une action de \$30 en utilisant le modèle développé par West et Tiniç (note 1) est de \$1.23 à la Bourse de Toronto par rapport à \$0.43 sur la Bourse de New York. Si les frais de courtage sont à peu près les mêmes, la part relative des commissions dans le coût total de transaction sera beaucoup moindre à la Bourse de Toronto.

7. Cf. la note 2.

chés pour corriger cet écart. Considérons aussi que la « vraie » valeur par action est de \$30. Les données portent sur 1,000 actions et pour 1976.

	<i>Bourse de Toronto</i>	<i>Bourse de N.Y.</i>
1/2 du coût de la négociabilité (*)	\$ 615	\$215
Commission de courtage	444	222
	\$1,059	\$437
Coût de la transaction par rapport à la valeur de la transaction	3.53%	1.46%
Donc, les limites que les prix devraient franchir pour qu'il soit rentable d'intervenir sont :		
Bourse de Toronto :	\$28.94 et \$31.06, une différence de \$2.12	
Bourse de New York :	\$29.56 et \$30.44, une différence de \$0.88	

* Voir la note (6) pour l'estimation du coût de la négociabilité.

Ces données impliquent que si les investisseurs considèrent que la « vraie » valeur est de \$30, ils n'ont aucun intérêt à intervenir dans le marché pour corriger le prix si la valeur au marché est à l'intérieur des limites ci-dessus. Les différences sont très importantes. Et nous savons que plus faible est l'efficacité d'opération, plus faible est l'efficacité d'allocation. Il ne peut en être autrement. Comment les prix peuvent-ils refléter pleinement l'information disponible⁸, s'il est trop coûteux, en frais de transaction, pour l'investisseur d'intervenir sur le marché pour corriger les discordances⁹? De plus, connaissant l'impact de l'efficacité d'allocation du marché des valeurs sur l'allocation efficiente des ressources dans l'économie via le coût du capital, la minimisation des coûts de transaction, mérite toute notre attention.

8. Notre raisonnement exclut les transactions où l'investisseur n'a pas le choix, comme par exemple les fonds mutuels : s'ils doivent investir, ils choisiront les titres les plus sous-évalués et, s'ils doivent vendre, ils choisiront les titres les plus surévalués de leur portefeuille. De cette façon les prix pourraient s'ajuster même si les coûts de transaction sont très importants. L'institutionnalisation du marché n'apparaît pas sous cet angle comme étant nuisible à l'efficacité du marché. Comme le mentionnait Kalman J. Cohen : « Alors, le type d'institutionnalisation qui prend place actuellement sur les marchés d'actions américains représente probablement un développement désirable du moins en ce qui se rapporte à la liquidité et à l'incorporation efficiente de nouvelles informations dans les prix au marché », p. 194 dans *Wall Street in Transition*, The Charles C. Moskowitz Lectures, New York University Press, 1974.

9. L'influence qu'ont les coûts de transaction sur le comportement du prix des titres et la façon dont les coûts de négociabilité peut produire certains types d'éléments non aléatoires font l'objet d'une étude bien documentée dans R. West et S. Tiniç, *The Economics of the Stock Market*, Prager Publishers, 1971, chap. 7.

V. *Le spectre de la concurrence destructrice*

L'industrie des valeurs mobilières a souvent exprimé l'opinion « que l'abolition des taux fixes ... conduirait à ... une concurrence destructrice »¹⁰, expliquant que « ce terme est utilisé pour décrire une série de baisses majeures de revenus au cours desquelles les grosses firmes diversifiées et relativement puissantes essaieront de réduire les taux à des niveaux qui élimineront du marché les concurrents plus faibles et plus petits. Ceci constituant une pratique prédatrice d'établissement de prix. »¹¹ Il est déplorable que l'industrie n'ait pas appuyé ses affirmations par des études bien documentées. C'est une chose de déclarer que des taux de commission déterminés par la concurrence conduiront à une concurrence destructrice, c'en est une autre de présenter des arguments valables en faveur de la fixation des prix. En effet, la seule approche significative dans le débat sur les taux de commission aurait été pour l'industrie des valeurs mobilières de montrer que les conditions économiques de l'industrie sont telles que la stabilisation des prix est nécessaire pour permettre à l'industrie d'être viable. En fait, pour qu'une industrie puisse soutenir que ces prix ne peuvent être déterminés par la concurrence, il faut qu'un ensemble de conditions soient réunies : des économies d'échelle, une demande fluctuante qui devient moins élastique dans le creux d'un cycle et que le coût marginal à court terme soit parfaitement inélastique dans la région où l'on s'attend que la demande fluctuera¹².

Aucune analyse de ces conditions n'a été faite par l'industrie¹³. Elle est beaucoup trop habituée à présenter des arguments simplistes, dans une argumentation plutôt légale qu'économique, pour soumettre une analyse sérieuse de sa situation. La seule étude que nous ayons est celle

10. Soumission de la Bourse de Toronto, 18 juin 1976, p. 31. Auditions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sur la question des taux de courtage.

11. *Ibid.* Il est bien connu que pour être rentables les tactiques prédatrices d'établissement de prix doivent être accompagnées de barrières qui empêchent l'entrée de nouveaux rivaux. Les économies d'échelle pourraient être une de ces barrières.

12. A ce sujet, il est important de mentionner que « sur la base de la théorie et des faits, il apparaît approprié d'adopter une attitude sceptique face aux prétentions que la concurrence tend à devenir destructrice. Il peut y avoir des exceptions — i.e., quand la demande est très cyclique et qu'elle devient plus inélastique en récession ; quand les fonctions d'offre à court terme sont hautement inélastiques et quand pour certaines raisons les producteurs sont trop faibles ou trop à courte vue pour prévenir les tempêtes sans de sérieuses dégradations de la qualité ou de l'efficacité. Mais ces cas apparaissent être précisément cela — des exceptions à la règle générale ». F.M. Scherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally et Co., 1971, p. 206.

13. Aux E.-U., le débat sur les taux de commission a donné lieu à une analyse beaucoup plus documentée et en profondeur par l'industrie. Voir par exemple les références dans l'article de West et Tiniç dans *Bell Journal of Economics and Management Science*, automne 1971.

de Calvin Potter¹⁴. Bien qu'il soit possible d'argumenter que plus de données seraient nécessaires afin de présenter des faits plus convaincants et des tests statistiques plus valables, comme c'est toujours le cas dans ce genre d'analyse, cette étude présente des résultats qui sont en accord avec ce qu'une bonne connaissance de l'économie de ce type d'industrie suggère à l'observateur impartial. En fait, l'étude de Potter a constaté que les rendements à l'échelle sont constants¹⁵, et que l'on ne peut soutenir que la demande ne fluctue pas ou que la demande devenait moins inélastique dans le creux d'un cycle. En ce qui se rapporte au partage du coût total en frais fixes et en frais variables, l'étude montre que la marge de contribution qui avait été utilisée par la Bourse de Toronto dans sa soumission de 1975 pour l'analyse du point-mort, avait été grandement surévaluée.

En fait, les commentaires de West et Tiniç en ce qui regarde l'industrie des valeurs mobilières aux Etats-Unis pourraient être réitérés pour le Canada : « S'il n'y a pas d'économies d'échelle comme l'industrie le prétend, la Bourse n'a rien d'autre comme argument sinon celui que les firmes qui composent l'industrie auront de la difficulté à réagir aux fluctuations de la demande. Et, bien que ce soit évidemment réel, cela n'est ni unique à l'industrie du courtage ni une base suffisante pour fixer les prix par des arrangements collusoires »¹⁶.

VI. Certains problèmes inhérents à la réglementation

Les conséquences économiques de la réglementation ont été bien documentées au cours des dernières années et notre objectif n'est pas de contribuer au débat sur les politiques de réglementation¹⁷. Qu'il nous suffise de mentionner que, comme procédure pour contrôler le comportement du marché et plus particulièrement pour établir les prix, le processus de la réglementation au cours duquel des décisions de politique sont prises par des organismes de type judiciaire sur la base des infor-

14. Potter Calvin, « Fixed Minimum Commission Rates Versus Competitive Rates for the Toronto Stock Exchange », Aix-en-Provence, France, mai 1976. Il est intéressant de mentionner que l'étude porte sur des données qui avaient été soumises par la Bourse de Toronto aux auditions de l'O.S.C. en novembre 1975.

15. S'il y a des économies d'échelle, elles existent dans les segments de l'industrie qui se sont formés suite à une concurrence au niveau des produits.

16. West et Tiniç, *op. cit.*, p. 587.

17. Une étude récente de ce sujet est présentée par Roger G. Noll, « Breaking Out of the Regulatory Dilemma: Alternative to the Sterile Choice », California Institute of Technology, *Social Science Working Paper*, No. 108, janvier 1976. Aussi la soumission (datée du 19 juillet 1976 et présentée le 23 juillet 1976) du Directeur des enquêtes et recherches, Loi relative aux enquêtes sur les coalitions à l'O.S.C. est intéressante sur ce sujet. Il est aussi intéressant de mentionner que cette soumission rapporte qu'en août 1973 l'O.S.C. déclarait qu'elle était réticente à devenir un organisme d'établissement de taux. Cette déclaration était endossée, le même mois, par la Bourse de Toronto (pp. 11-12 de la soumission du directeur).

mations qui leur sont soumises¹⁸ lors d'auditions formelles avec les adversaires en présence, produit ce que Noll¹⁹ appelle le dilemme du biais ou du délai. Cet auteur a montré que le conservatisme, l'inflexibilité et la très forte initiative de trop faire de réglementation sont d'autres faiblesses de ce processus administratif. L'*Economic Report of the President* (des Etats-Unis) de 1970 nous donne un point de vue gouvernemental de la réglementation : « L'expérience américaine de la réglementation, en dépit de résultats notables, a eu ses aspects désappointants. La réglementation a trop souvent favorisé le statu quo. L'entrée est souvent bloquée, les prix sont maintenus artificiellement, et l'industrie devient inflexible et insensible aux nouvelles techniques et aux possibilités de progrès.

Il n'y a aucune protection contre ces dangers, mais s'en remettre davantage aux stimulants économiques et aux mécanismes du marché dans les industries réglementées serait faire un pas en avant. Les résultats dans les domaines des transports et des communications, ainsi que d'autres exemples... nous indiquent que c'est la voie à suivre. Les industries ont été plus progressives lorsque les agences gouvernementales se sont efforcées de limiter la réglementation au minimum et d'encourager la concurrence. Quand la réglementation a étouffé la concurrence, le rendement s'est détérioré ». ²⁰ Il s'ensuit « que la réglementation est plutôt un instrument émoussé de la politique économique qui devrait être adopté seulement si les alternatives sont tout à fait indésirables ». ²¹ Heureusement, les faits au Canada indiquent clairement que la direction à suivre est de laisser les forces du marché établir les taux de commission.

VII. Conclusion

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 Etats-Unis avant mai 1975, date de la mise en vigueur aux Etats-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 com-

18. Le processus même de la réglementation soulève le problème de la représentation. Nous sommes d'opinion que l'approche par auditions pour des problèmes d'organisation industrielle comme celui qui nous occupe, ne peut être concluante. Le fait que les décisions dépendent du contenu des représentations qui sont faites devant la Commission tend à favoriser ceux qui sont représentés. Et pour qu'un groupe soit représenté, il faut qu'il perçoive l'intérêt qu'il a dans le débat. Ainsi, ceux qui obtiennent leurs revenus ou leurs bénéfices marginaux de l'industrie des valeurs mobilières seront vraisemblablement plus conscients des enjeux que ceux qui profiteraient d'un changement.

19. Noll, *op. cit.*, p. 23.

20. Cité dans Hurd Baruch, *Wall Street : Security Risk*, Longman, 1971, p. 297.

21. Noll, *op. cit.*, p. 11.

missions 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 Commission n'oblige pas l'industrie de recourir à la pratique des taux négociés, l'efficacité d'opération continuera de se détériorer par rapport à celle des Etats-Unis. Cela aura pour effet d'aggraver une efficacité d'allocation qui laisse déjà à désirer au Canada. Enfin, la conclusion de la soumission de Dominion Securities Corporation Harris and Partners Limited mérite d'être mentionnée : « Les taux négociés auraient pour résultat un marché pour les actions plus efficient et des implications constructives pour tous les investisseurs. L'individu en particulier devrait être mieux servi, avec un traitement plus équitable vis-à-vis des institutions, lorsque vient le temps de recevoir de nouvelles informations ou des résultats de recherche. Pour autant que les marchés de capitaux au Canada soient renforcés, la disponibilité de fonds propres pour toutes les firmes, grandes ou petites, devrait être intensifiée. A la fin, tout revient à une seule question : Qu'est-ce qu'une structure de taux de commission appropriée ? » Dans l'environnement actuel où les tarifs sont fixes, l'industrie n'a pas été capable de développer une structure de taux qui soit logique ou rationnelle. Selon nous, une des raisons est que l'industrie ne s'est pas intéressée à déterminer la valeur réelle des services qu'elle offre à ses différents clients et leurs besoins particuliers. Dans un univers où les tarifs seront déterminés par la concurrence, un investisseur paiera seulement pour ce dont il a besoin et ce qu'il désire ; rien de moins, rien de plus. C'est seulement de cette façon que l'industrie des valeurs mobilières peut développer une structure de taux de commission logique et équitable ». ²²

Jacques SAINT-PIERRE,
Université Laval.

22. Soumission présentée à l'Ontario Securities Commission et datée du 18 juin 1976, p. 6.