JEAN-MARIE GAGNON

RÉFLEXIONS EN MATIÈRE DE FINANCES PERSONNELLES ET PUBLIQUES

Préface de **NABIL KHOURY**

PUL

Réflexions en matière de finances personnelles et publiques

Réflexions en matière de finances personnelles et publiques

Jean-Marie Gagnon

Presses de
l'Université Laval

Financé par le gouvernement du Canada
Funded by the Government of Canada

Canada

Nous remercions le Conseil des arts du Canada de son soutien.
We acknowledge the support of the Canada Council for the Arts.

Conseil des arts du Canada
Canada Council for the Arts

Les Presses de l'Université Laval reçoivent chaque année de la Société de développement des entreprises culturelles du Québec une aide financière pour l'ensemble de leur programme de publication.

SODEC Québec

Mise en pages : Diane Trottier
Maquette de couverture : Laurie Patry

Dépôt légal 1er trimestre 2020
ISBN : 978-2-7637-4761-3
ISBN PDF : 9782763747620

Les Presses de l'Université Laval
www.pulaval.com

Toute reproduction ou diffusion en tout ou en partie de ce livre par quelque moyen que ce soit est interdite sans l'autorisation écrite des Presses de l'Université Laval.

Table des matières

Préface . . . . . **IX**

LA BOURSE

1 – Les bulles spéculatives : rappel historique **3**

La notion de bulle 4

Les bulbes de tulipes 5

La Compagnie d'Occident 6

Le « South Sea Bubble » 7

Le krach de 1929 7

La chute de 1987 8

Autres cas 9

Taxonomie 9

Effets des bulles 10

Conclusion 12

2 – *Financial Market History* de David Chambers et Elroy Dimson : compte rendu **17**

Réglementation des marchés financiers 18

Gestion de portefeuille 22

Histoire financière 23

Conclusion 24

3 – Bulles, crises, krachs, récessions : sources d'inquiétude ? 29

L'étude de W. Goetzmann 29

Quel est le comportement des actions canadiennes ? . 30

La contamination du secteur réel 30

La chute de 1987… et les suivantes 31

Les obligations, un rempart ? 32

Quelles leçons peut-on en tirer ? 33

Un bémol sur la réglementation ? 33

Glossaire 34

4 – Note sur les effets de la variation des taux de change $US/ $CA sur le taux de rendement : une étude de cas 37

Un exemple 37

Quelques études 40

LES INÉGALITÉS

5 – Capital in the Twenty-First Century de Thomas Piketty : compte rendu 45

Le problème. 46

Les facteurs explicatifs et les solutions 47

Les données et la mesure 54

Erreurs ? 56

Conclusion. 56

6 – La concentration du pouvoir et de la propriété : un risque méconnu ? 63

Concentration du pouvoir et de la propriété 65

Concentration du pouvoir et de la propriété à travers le monde 67

Un risque supplémentaire ? 68

Observations empiriques 71

Conclusion. 73

7 – L'impôt sur le revenu 79

Impôt des sociétés 79

Impôt des particuliers 81

L'impôt négatif 82

Transfert entre générations 83

POLITIQUE ÉCONOMIQUE

8 – La vente de Rona. 89

La compagnie et la transaction 90

Investisseurs privés 91

Gouvernement du Québec 91

L'État 93

L'utilisation du produit de la vente 94

Conclusion. 94

9 – Fusion des compagnies Air Canada et Transat A.T.. 97

Actionnaires de Transat A.T. 97

Actionnaires d'Air Canada. 98

Le Gouvernement 98

Préface

Les turbulences économiques des dernières années, par leur ampleur et leur nature, semblent indiquer qu'un nouvel ordre économique est en cours de prendre forme. Dans ce nouvel ordre, toute la configuration des relations entre les acteurs économiques est en voie d'être modifiée. Certains économistes situent l'amorce de ce changement en 2008-2009, lorsque la bulle immobilière a éclaté aux États-Unis et que les banques centrales des pays industrialisés ont adopté des politiques audacieuses, telles que l'achat massif d'obligations (*Quantitative Easing*) afin d'éviter une dépression économique. Mais une analyse plus poussée révèle que des changements profonds des structures économiques avaient déjà commencé plusieurs années auparavant et que leurs répercussions sur le système économique se poursuivent encore.

C'est dans le contexte de cette évolution économique qui se concrétise que Jean-Marie Gagnon nous invite à repenser certains concepts fondamentaux qu'on interprète souvent mal. Il soumet à la réflexion des enjeux économiques qui ne cessent d'être débattus par les économistes ainsi que par le grand public. Avec sa plume érudite, il cherche à démythifier ces enjeux en suivant les argumentations et les motivations qui les entourent. Il propose trois déclinaisons de sa présentation : les crises boursières, les inégalités de richesse et la méthode d'évaluation des acquisitions et des fusions.

La première partie du livre se concentre sur les bulles et les krachs. L'auteur commence par présenter, dans un ordre chronologique les bulles qui ont marqué l'histoire économique depuis le XVIIe siècle jusqu'à aujourd'hui avant de montrer leurs répercussions sur le système financier. Il s'attarde plus particulièrement sur le krach de 2008 et argumente, en se basant sur l'étude de Goetzmann, que la probabilité qu'un boom se transforme en bulle est plutôt faible et que la grande majorité des booms n'ont pas été suivis d'un krach qui aurait annulé leurs gains. Par ailleurs, l'auteur se penche sur la réglementation du marché des capitaux et souligne ses problèmes, surtout en rapport avec les premiers appels publics à l'épargne. Ses conseils mesurés rassurent enfin le lecteur que les grandes chutes boursières ne sont pas désastreuses, car elles se « renversent généralement dans un intervalle relativement court ».

La deuxième partie est centrée sur une critique de la thèse de Piketty ainsi que sur les avantages et les inconvénients de la présence d'un actionnaire de contrôle dans l'entreprise, suivie d'un court commentaire sur l'impôt sur le revenu des sociétés et des particuliers. Selon Piketty, l'inégalité des revenus suit une tendance accélérée, surtout dans les pays anglo-saxons, ce qui pourrait alimenter éventuellement une révolte populaire. Au-delà de l'analyse théorique de cette étude dont Jean-Marie Gagnon dévoile les nombreuses faiblesses, il appert que Piketty se base sur des données empiriques dont plusieurs chercheurs ont dénoncé la fiabilité. Mais l'aspect le plus controversé de sa thèse est sa proposition d'un impôt sur la richesse dont le niveau, tel qu'il a été suggéré dans son nouvel ouvrage, pourrait atteindre 90 % pour les hypermilliardaires.

Comme l'explique Jean-Marie Gagnon, ce genre d'impôt est contreproductif à plusieurs égards et pourrait, à son avis, être remplacé avantageusement par un impôt sur les successions. Curieusement, certains candidats démocrates à la présidence des États-Unis ont récemment prôné un impôt sur la richesse pour des raisons politiques, plutôt qu'économiques, ce qui signifie que la controverse sur ce sujet est loin d'être terminée. Concernant les actionnaires de contrôle, Jean-Marie Gagnon s'attarde surtout aux avantages et désavantages, pour les actionnaires minoritaires, de la concentration de la propriété et du pouvoir de l'entreprise dans les mains d'un actionnaire majoritaire. Son analyse à cet égard est très enrichissante et peut éclairer le choix des titres pour les investisseurs, surtout en considérant son commentaire sur l'impôt.

La troisième et dernière partie porte sur deux transactions d'envergure qui ont fait couler beaucoup d'encre, à savoir l'acquisition de Rona par Lowe's Canada et la fusion de Transat A.T. avec Air Canada. Après une lecture critique des commentaires publiés à l'époque sur ces deux transactions, Jean-Marie Gagnon déplore l'absence d'une approche scientifique dans ces débats. Avec une clarté méthodologique qui lui est propre, il met alors en contexte les éléments d'analyse qui n'ont pas été pris en compte et qui devraient aider à éclaircir de grands enjeux futurs similaires.

Au fil de cet ouvrage de facture classique, Jean-Marie Gagnon puise ses sources dans la riche tradition économique et financière, s'immerge dans le flot de la controverse, croise les différentes argumentations et appuie ses conclusions sur des recherches importantes. Tout cela rend son œuvre admirable sur le plan tant méthodologique

qu'informatif. Elle invite à une lecture attentive où l'on enrichit les propos de l'auteur par une réflexion personnelle.

Nabil Khoury, Ph. D.
Professeur émérite, Université Laval
Membre de la Société royale du Canada

La bourse

1
Les bulles spéculatives : rappel historique

> Un aventurier audacieux peut quelquefois gagner une fortune considérable en deux ou trois spéculations réussies, mais il est également susceptible d'en perdre une au cours de deux ou trois qui ne le sont pas.
>
> A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Indianapolis : Liberty Classics,* p. 130-131.

Pour l'analyste, une notion n'est pas vraie ou fausse, mais utile ou non. Sa valeur est d'autant plus grande qu'elle lui permet de mieux comprendre le comportement d'un système. Nous allons d'abord nous poser la question suivante : que pouvons-nous tirer de l'expression « bulle spéculative » ? A-t-elle un usage autre que journalistique ? Il vous appartiendra de vous forger une opinion sur le sujet. Nous rappellerons ensuite quelques évènements anciens et leurs effets sur l'économie. Les plus récents feront l'objet de textes distincts.

La notion de bulle

Kindleberger (1987) propose, dans un dictionnaire, l'énoncé suivant (la traduction est de nous).

> Une bulle peut se définir approximativement comme une hausse forte et continue du cours d'un bien ou d'un ensemble de biens ; l'augmentation initiale génère des anticipations d'accroissements additionnels qui attirent de nouveaux acheteurs, en général des spéculateurs que n'intéresse pas le rendement ou l'usage du bien. La hausse est habituellement suivie d'un renversement des attentes et d'une baisse accentuée des cours qui donnent naissance à une crise financière.

L'auteur note qu'au moment où il écrivait ces lignes on ne retrouvait pas, dans les travaux théoriques, de définition généralement acceptée du terme bulle ni même de consensus sur la possibilité de leur existence.

À tout le moins pouvons-nous convenir que la hausse en question ne doit pas s'expliquer par l'évolution des facteurs habituels qui déterminent le prix d'un bien, comme la consommation ou la rentabilité. Un accroissement des cours que ne justifie pas une espérance mathématique de valeur économique ajoutée dans le secteur réel doit inéluctablement s'évanouir. Par ailleurs, on a souvent qualifié de bulle des fluctuations qui n'ont pas été suivies de crises financières. Qu'en est-il de certains évènements rapportés par les historiens ?

Les bulbes de tulipes

Tous les auteurs qui s'intéressent aux bulles spéculatives rappellent d'abord le cas des tulipes de Hollande[1]. En 1636 et 1637, elles furent l'objet d'un engouement qui projeta leur prix à des hauteurs vertigineuses. La fièvre initiale, en Hollande, partie des Provinces-Unies qui deviendraient éventuellement les Pays-Bas, fut attisée par le refus d'un botaniste de se départir des plantes de son jardin. La chute finale fut déclenchée par une décision du gouvernement selon laquelle ces fleurs constituaient un bien non pas d'investissement, mais plutôt de consommation, ce qui leur enlevait toute valeur de nantissement.

Le paragraphe précédent reprend la version que l'on retrouve dans les bouquins et manuels. Toutefois, elle est fortement contestée par un chercheur[2], qui l'attribue à la superficialité des auteurs. Pour sa part, il est retourné aux sources : les prix des bulbes à cette époque. Il déclare ne pas trouver de preuves de fluctuations de cours très différentes de celles qui suivent l'introduction de nouvelles variétés. Surtout, il n'est pas évident que l'épisode des tulipes ait infligé une grave récession aux Provinces-Unies. Les auteurs successifs se seraient contentés d'une répétition d'un jugement initial hâtif. Ainsi, un exemple classique serait apocryphe.

On peut penser aujourd'hui que l'amour des Néerlandais pour cette plante leur a été grandement bénéfique. Elle a embelli leur paysage, attiré les touristes et contribué aux exportations. Mais il arrive fréquemment qu'une

1. Booth (2001a), Galbraith (1990).
2. Garber (2001).

réalisation, un produit ou une invention, source d'enrichissement collectif à long terme, ne soit pas rentable pour la plupart des entrepreneurs et investisseurs initiaux.

La Compagnie d'Occident

John Law, un banquier écossais, futur grand argentier sur lequel on comptait pour rétablir les finances de la monarchie française, mises à mal par les guerres incessantes de Louis XIV, fonda d'abord la Banque Générale. Nationalisée en 1718, elle devint la Banque Royale. Simultanément, en 1717, il créa la Compagnie d'Occident (qui, en 1719, devint la Compagnie perpétuelle des Indes) à laquelle on attribua, pour une durée de 25 ans, le monopole du commerce du castor canadien et de l'exploitation de la « Louisiane » (en réalité, un territoire très étendu, dont le Mississippi et le Missouri, d'où le nom de Compagnie du Mississippi). À la suite de sa fusion avec la Banque Royale, et d'autres entreprises commerciales, en 1720, elle acquit également le droit d'émettre du papier-monnaie dont la couverture-or dépendait du régent[3].

Le cours des actions de la société s'éleva rapidement. Law fit appel aux contrats à terme : il s'engagea à racheter 200 actions, dans 6 mois, à leur valeur nominale. En juillet et décembre 1719, il promit des dividendes de 12 % et 40 %. Ainsi, les actions de 500 livres s'échangèrent bientôt à 10 000. Mais aucune richesse ne fut créée puisque le produit de l'émission servit à racheter les dettes du gouvernement français[4]. De plus, les mines d'or de la Louisiane, que devait

3. Voir aussi Wikipedia français, entrée John Law de Laurriston.
4. Galbraith (1990).

exploiter l'entreprise, n'existaient pas. Les rumeurs de découvertes fabuleuses se dissipèrent, de hauts personnages réclamèrent la conversion en or et l'organisation sombra. Bien que les autorités françaises aient fait brûler publiquement la documentation relative à l'entreprise, cette dernière survécut jusqu'en 1770. Comme nous le verrons, l'aventure allait modifier durablement le système financier français.

Le « South Sea Bubble »

Entre 1710 et 1720, l'Angleterre vécut un épisode similaire à celui de la France, connu sous le nom de South Sea Bubble. De nouveau, une société du secteur privé, la South Sea Company, fut chargée de refinancer l'État, par échange de ses propres actions contre les obligations émises[5] pour financer la guerre de la Succession d'Espagne. Les opérations commerciales avec les colonies, qui devaient enrichir l'organisation, ne furent pas réalisées parce qu'elles dépendaient du bon vouloir de puissances étrangères. Le cours des actions s'effondra, mais la compagnie survécut jusqu'en 1855.

Le krach de 1929

La plus célèbre des bulles spéculatives est sans doute celle qui s'est dégonflée pendant quatre ans à compter de 1929. La chute fut prononcée et d'envergure mondiale. Du 23 au 29 octobre 1929, les titres de la Bourse de New York

5. En anglais, on appelle *engraftment* ce type de transaction.

perdirent 25 % de leur valeur[6]. L'indice des prix de la Bourse de Toronto n'allait pas revoir avant 1952 son sommet de 1929 et l'économie des années 1930 connut la crise financière et la dépression. Ainsi, l'épisode de 1929 semble bien posséder toutes les caractéristiques d'une bulle spéculative. Toutefois, certains[7] notent que ni les rapports cours/bénéfices ni les rendements en dividendes ne suggèrent que les actions étaient grossièrement surévaluées. Tous les secteurs furent frappés, y compris, de nouveau, ceux qui devaient, par la suite, devenir très importants : la production cinématographique, les sociétés financières, l'automobile et l'aviation.

L'évènement est marqué d'un trait unique : certains chercheurs ont proposé une hypothèse relative à son origine. La restriction du crédit imposée par la Federal Reserve Bank des États-Unis en aurait été le déclencheur[8]. En dépit de tous les travaux qui en ont traité, les causes du krach demeurent toujours mystérieuses.

La chute de 1987

Le 19 octobre 1987 fut témoin de la contraction boursière la plus importante de la période 1885-1991. La première et la neuvième baisse de la liste furent observées les 19 et 26 de ce mois (-20,4 % et -8,3 %, respectivement[9]). Toutefois, cet affaissement n'entraîna, pour le secteur réel, aucune des conséquences désastreuses des années 1930.

6. Cecchetti (1987).
7. *Ibid.*, p. 573, et Bierman (1991).
8. Bierman (1991) reprend cette proposition, attribuée à Milton Friedman et Anna Schwartz. Voir Cecchetti (1992, p. 573-577).
9. Schwart (1992).

Autres cas

On a qualifié de bulles de nombreuses fluctuations des cours qui ne résultaient pas nécessairement de la spéculation. Dans certains cas, des gouvernements avaient mis en circulation une quantité de billets telle que leur valeur s'évanouissait. Les « continentals », émis par les futurs États-Unis, pour financer la guerre de l'Indépendance, entrent dans cette catégorie. D'autres montages financiers furent le fait d'escrocs, comme le célèbre Charles Ponzi, décédé en 1949. Il exploita l'équivalent de chaînes de lettres et vendit très cher des terrains inutilisables en Floride. Plus près de nous, la compagnie Bre-X se prétendait titulaire des droits d'exploitation du « plus important filon aurifère au monde ». Malheureusement, les carottes avaient été « enrichies », dit-on, avant leur envoi au laboratoire !

Taxonomie

Le terme « bulle spéculative » est l'objet, semble-t-il, d'un usage abusif. Il y a lieu de proposer une certaine taxonomie des évènements. Font partie d'une première catégorie les simples escroqueries, manipulations comptables et autres types de tromperies, comme l'ascension et la faillite des sociétés Bre-X et Enron et les terrains de la Floride. Viennent ensuite celles qui résultent d'un endettement excessif, lequel peut être le fait de sociétés du secteur privé ou de gouvernements : la South Sea Company, la société Campeau ou Long Term Capital Management. Les sociétés les plus durement frappées en 1929 étaient lourdement endettées. Il est rare que l'endettement excessif et l'embellissement de l'information comptable n'accompagnent pas

le développement du phénomène. Finalement, nous pourrions distinguer les bulles spéculatives proprement dites, comme la tentative des frères Hunt de contrôler le marché de l'argent dans les années 1980, et la récente chute des cours des sociétés de technologie de l'information. Ces catégories peuvent se recouper. C'est pourquoi nous préférons, en général, le terme krach.

Effets des bulles

Les bulles ont eu des effets durables sur l'évolution des pays industrialisés.

Fondamentalement, il existe deux modes d'organisation du système financier. Nous appellerons le premier « marché public ». Dans les pays qui l'ont adopté, comme le Canada, les entreprises publiques ou privées assurent leur financement à long terme par la vente de leurs titres à des investisseurs, institutions ou particuliers, qui les combinent de façon à situer leurs portefeuilles dans le secteur choisi de l'espace risque-rendement. D'où le nom de premier appel public à l'épargne (PAPE) donné aux émissions d'entreprises qui décident de faire leur entrée à la bourse. Le second est un marché d'intermédiaires. Ces derniers, principalement des banques, financent les entreprises grâce à l'émission de leurs propres titres : actions, obligations, billets et, privément, dépôts et certificats de dépôt. L'institution financière procède donc à la transformation du rendement et du risque, de telle sorte qu'il n'y a pas de lien direct entre les titres qu'elle émet et ceux qui forment son actif, à moins qu'un élément d'actif particulier ne soit grevé d'un lien qui garantit le paiement d'une dette. Dans l'ensemble, les institutions procurent à leurs clients un

financement à long terme au moyen d'émissions de titres à court terme, ce qui entraîne un risque supplémentaire attribuable au roulement de ces derniers.

En France, la déconfiture de la Société d'Occident engendra une grande méfiance à l'égard du marché public, dont le développement fut retardé jusqu'à 1830. Les Français choisirent plutôt le système d'intermédiaires. Leur exemple fut suivi par de nombreux pays d'Europe, dont l'Allemagne. Ainsi, en 1913, le ratio de la capitalisation boursière au produit intérieur brut était moins élevé en France qu'au Royaume-Uni, mais toutefois supérieur à ceux du Canada et des États-Unis. Au cours du XXe siècle, il a connu une augmentation importante, comme dans tous les pays industrialisés, mais il était le moins élevé des trois (Rajan et Zingales, 2003).

L'Angleterre avait été frappée moins durement que la France par la débandade des années 1710-1720. Elle conserva le système de marché public. Toutefois, ce dernier fut réglementé. Ainsi, le « Bubble Act », qui assujettissait à la volonté du Parlement la création de grandes compagnies à responsabilité limitée, adopté en 1720, ne fut rescindé qu'en 1824[10].

Les États-Unis et le Canada devaient éventuellement suivre l'exemple de la Grande-Bretagne, de telle sorte que le système de marché public est parfois qualifié de modèle anglo-saxon. On peut donc faire remonter aux bulles du début du XVIIIe siècle les divergences entre les modes d'organisation du système financier. De fait, aujourd'hui, dans la plupart des pays, la bourse n'est pas une institution

10. Baskin et Miranti (1997, p. 184).

importante[11]. La capitalisation boursière représente, en moyenne, à peu près le produit intérieur brut d'une année (Rajan et Zingales, 2003).

Le krach de 1929 eut également d'importantes répercussions. Il entraîna, aux États-Unis, la création de la Securities and Exchange Commission (SEC) à qui fut confiée l'administration de six lois promulguées entre 1933 et 1940. Elles créaient des organismes de surveillance des personnes et de l'information et fixaient les responsabilités des administrateurs, conseillers, comptables et autres gestionnaires. De son côté, l'État de New York établit un droit de poursuite contre les auteurs d'états financiers trompeurs. L'intervention de l'État dans le fonctionnement du système financier devint plus importante aux États-Unis qu'en Angleterre. Aujourd'hui, tous les pays industrialisés possèdent un ou plusieurs organismes de surveillance du commerce des valeurs mobilières.

En général, le dégonflement des bulles spéculatives a été suivi d'un resserrement et d'un accroissement sensibles de l'intervention étatique, qui a modifié l'allocation des ressources. Comme la réglementation d'aujourd'hui ne peut s'attaquer qu'aux problèmes d'hier, il est fort probable qu'elle sera révisée après chaque bulle, comme elle l'a été au début des années 2000.

Conclusion

Que conclure de tout cela ? Premièrement, les grandes fluctuations boursières se renversent généralement dans

11. Allen et Gale (1999, p. 3). L'existence de cet ouvrage et de ses hypothèses nous a été signalée par Benoît Papillon.

un intervalle relativement court, comme nous le verrons dans un autre texte, et n'entraînent pas nécessairement un désastre économique ou financier. Elles méritent donc rarement le qualificatif de bulle spéculative. Ce résultat n'est pas inattendu. La richesse n'est pas le fruit d'une génération spontanée[12], mais plutôt d'un lent processus d'accumulation consécutif au développement des connaissances et aux efforts d'imagination des créateurs. Par ailleurs, elles forcent les pouvoirs publics à consacrer des ressources plus importantes à la réglementation des marchés financiers.

Bibliographie

Ackert, L.F., et B.F. Smith (1993), « Share Price Volatility, Ordinary Dividends, and Other Cash Flows », *The Journal of Finance* (septembre), vol. 48, n° 4, p. 1147-1160.

Allen, F., et D. Gale (1999), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass. : MIT Press.

Baskin, J.B., et P.J. Miranti Jr. (1997), *A History of Corporate Finance*, Cambridge : Cambridge University Press.

Bierman, Harold (1991), *The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned*, New York : Greenwood Press.

Booth, L. (2001a), « The History of Bubbles », dans *New Investment Opportunities*, The Bonham Center for Finance, Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto.

Booth, L. (2001b), « Equity Market Risk Premiums in the U.S. and Canada », *Canadian Investment Review* (automne), vol. 14, n° 3, p. 34-43.

Bordo, M.C. (1987), « Law, John », dans J. Eatwell et collab, vol. 3, p. 143.

12. Voir Saint-Pierre (2002), pour une analyse fondamentale de la source des profits.

Campbell, J.Y., et R.S. Shiller (1998), « Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook », *The Journal of Portfolio Management* (hiver), p. 11-26.

Carswell, J. (2001), *The South Sea Bubble*. Sporkford : Sutton Publishing Company.

Cecchetti, S.G. (1992), « Stock Market Crash of 1929 », dans P. Newman et collab. (ed.).

Desrosiers, S., J.F. L'Her et M.Y. Tnani (2002), « Rendement et risque, les leçons des 50 dernières années », *Avantages* (avril), p. 21-24.

Eatwell, J., M. Milgate et P. Newman (ed.) (1987), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London : The Macmillan Press Limited.

Galbraith, K. (1990), *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris : Éditions du Seuil.

Garber, P.M. (1992), « Crashes », dans P. Newman et collab. (ed.).

Garber, P.M. (2001), *Famous First Bubbles*, Cambridge : The MIT Press.

Globe and Mail (1992), « Investment Bubbles and Busts » (13 juin), Toronto.

Goetzmann, W.N., et R.G. Ibbotson (2006), *The Equity Risk Premium*, Oxford University Press.

Gregory, C.A. (1992), « Mississippi Company », dans P. Newman et collab. (ed.).

Hannah, B. (2002), « Approaches to Current Stock Market Valuation », *Bank of Canada Review* (été), p. 27-36.

Ibbotson, R.G., et R.A. Sinquefield (1989), *Stocks, Bonds, Bills and Inflation : Historical Returns (1926-1987)*, Charlottesville, Virg. : The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.

Kindleberger, C.P. (1987), « Bubbles », dans J. Eatwell et collab. (ed.).

Lowenstein, R. (2004), *The Origins of the Crash*, New York : The Penguin Press.

Neal, L. (1992), « South Sea Bubble », dans P. Newman et collab. (ed.).

Newman, P., M. Milgate et J. Eatwell (ed.) (1992), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London : The Macmillan Press Limited.

Rajan, R., et L. Zingales (2003), « The great reversals : the politics of financial development in the twentieth century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, p. 5-50.

Saint-Pierre, J. (2002), « Les analystes auraient dû savoir ». Entrevue de Marie-Agnès Thellier, *Affaires Plus*, octobre, p. 32-36.

Santoni, G.J. (1987), « The Great Bull Markets 1924-29 and 1982-87 : Speculative Bubbles or Economic Fundamentals », *The Federal Reserve Board of St. Louis,* vol. 69, nº 9 (novembre), p. 16-29.

Schwart, G.W., (1992) « Stock Market Crash of October 1987 », dans P. Newman et collab. (ed.).

Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, N.J. : Princeton University Press.

Shiller, R.J. (2002), « Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion », *Financial Analysts Journal*, vol. 58, nº 3 (mai-juin), p. 18-26.

Wigmore, B.A. (1985), *The Crash and Its Aftermath*, Wesport, Conn. : Greenwood Press.

Wikipédia français (consulté le 22 octobre 2019), John Law de Lauriston.

Yardeni, E. (2002), « Stock Market Valuation Models », Topical Study #56, *Prudential Financial Research*, August 8. Site : ed_yardeni@prusec.com

2

Financial Market History de David Chambers et Elroy Dimson : compte rendu*

Ce livre[1] est d'un intérêt plus général que ne le laissent entendre son titre et le caractère spécialisé de sa maison d'édition, dont les ouvrages s'adressent aux analystes financiers. Mais, comme le secteur financier interagit avec le réel[2], cette monographie devrait intéresser tous les économistes, ainsi que les praticiens et chercheurs en finance.

L'œuvre résulte de la collaboration de 22 coauteurs, universitaires de premier plan dont les courtes biographies sont présentées en introduction.

---

* L'auteur remercie Marie-Claude Beaulieu, Nabil Khoury et Bruce Shearer pour leurs commentaires et suggestions, qui ont contribué à l'amélioration de ce texte, qui a été publié par *L'actualité économique*, vol. 95, nº 1 (mars 2019). L'addenda a été ajouté subséquemment et le texte révisé.

1. David Chambers and Elroy Dimson, ed. *Financial Market History* (2016), The CFA Institute Research Foundation, December, 293 p.
2. Dans son introduction, Brown rappelle que la relation est significative, Stephen J. Brown, *Introduction*, XIV-XVII. Voir aussi nº 15, Barry Eichengreen, *Financial History in the Wake of the Global Financial Crisis*, p. 266-279.

Nonobstant son titre, l'ouvrage ne présente pas une histoire de la finance, mais plutôt une série de 15 essais sur le développement de certains champs d'activité de cette discipline. Ils seront utiles, au premier chef, à ceux qui participent à la réglementation des marchés financiers, en second lieu aux gestionnaires de portefeuille, y compris les responsables des politiques monétaire et fiscale, et, finalement, à ceux qu'intéresse l'histoire économique.

Réglementation des marchés financiers

Charles Goodhart[3] rapproche les notions de microprudence et macroprudence[4]. Dans le premier cas, le régulateur s'intéresse aux entreprises considérées isolément. Dans le second, il surveille un secteur d'activité pris dans son ensemble. À la limite, il ne considère pas les interactions entre les organisations. Selon l'auteur, les surveillants du système bancaire ont tendance à pratiquer la microprudence. Plus leurs normes et directives sont précises, plus les résultats et les bilans des entreprises qui relèvent de leur autorité tendront à se ressembler. La corrélation entre ces variables augmentera et, par conséquent, le risque systémique également. C'est là un effet paradoxal opposé à celui que dicterait la macroprudence. Cette observation s'applique également à la norme qui consiste à dresser les états financiers à partir des valeurs marchandes des éléments d'actif[5], par opposition aux valeurs comptables, parce qu'elle fait croître la sensibilité des résultats des entreprises, donc de leur secteur, aux variations cycliques.

3. N° 11, Charles Goodhart, *Financial Crises*, p. 187-204.
4. *Ibid.*, p. 191.
5. *Ibid.*, p. 195.

Goodhart considère qu'au cours des crises financières les banques ont été traitées à peu près comme des services publics nationalisés[6]. Est-ce à dire que le taux de rendement de leur actif devrait éventuellement être contrôlé comme l'est déjà celui des services réglementés ?

Dans la plupart des secteurs d'activité, l'annonce de la faillite d'un concurrent constitue une « bonne » nouvelle pour les survivants. Mais il n'en va pas ainsi dans le domaine bancaire : elle pourrait déclencher le retrait de la clientèle qui redoute un effet de contagion. Aussi intéressantes soient-elles, ces considérations ne prennent pas en compte l'assurance-dépôts et la surveillance gouvernementale, qui rendent fort peu probable une panique bancaire dans les pays qui les ont instituées, ce que ne mentionne pas Goodhart.

Burhop et Chambers[7] s'intéressent à l'histoire des premiers appels publics à l'épargne (PAPE). Leur essai, un des plus importants du volume, traite du phénomène de leur sous-évaluation. Ce terme désigne le trajet du prix de l'action ordinaire d'un PAPE. Lors de la première journée en bourse, le cours est généralement haussier, à partir du prix d'émission jusqu'à celui de la fermeture. Pendant les trois à cinq années suivantes, il descend à un niveau tel que son rendement est inférieur à celui des actions plus anciennes. Toutefois, cette description de la dernière partie du parcours est contestée, puisqu'elle dépend de l'ensemble auquel elles sont comparées.

6. *Ibid.*, p. 189.
7. N° 8, Carsten Burhop et David Chambers, *Initial Public Offerings : A Historical Overview,* p. 132-146.

Une hypothèse plausible avancée par les auteurs suggère que la sous-évaluation initiale des actions des PAPE constitue une rente[8] que se partagent les institutions qui financent l'opération et leurs clients institutionnels. Selon Rutterford et Hannah[9], le contrôle croissant des banques commerciales sur les PAPE et une réglementation plus serrée ont entraîné non pas une diminution, mais une croissance de la sous-évaluation[10]. À tout le moins, ce phénomène a-t-il échappé à la réglementation. Échappera-t-il aussi à l'évolution de la technologie, qui pourrait permettre à l'émetteur de traiter directement avec l'investisseur et de contourner l'inefficacité de la réglementation[11] ? Ces questions ne sont pas soulevées.

Goetzmann[12], pour sa part, étudie les données sur les emballements boursiers suivis ou non de krachs. Il observe[13] qu'une hausse de 100 % des cours dans une année est plus fréquemment suivie d'une nouvelle hausse d'égale ampleur que d'une baisse de 50 % et conclut que la perte d'investissements productifs peut constituer le coût d'option de l'éclatement d'une bulle par le régulateur[14] ou encore de l'ajustement de son portefeuille par l'investisseur.

---

8. *Ibid.*, p. 139. Le terme rente désigne ici un prix plus élevé que le « prix naturel » qui résulterait de la rencontre de l'offre et de la demande dans un marché parfaitement concurrenciel. Ici, la quantité offerte est fixe et ne répond donc pas à un changement de prix.
9. N° 14, Janette Rutterford et Leslie Hannah, *The Rise of Institutional Investors*, p. 242-263.
10. *Ibid.*, p. 258.
11. Toutefois, il est noté par Burhop et Chambers (p. 142 et 143) qu'un taux plus élevé de la survie des sociétés qui ont eu recours à des PAPE semble associé à une réglementation plus stricte.
12. N° 9, William N. Goetzmann, *Bubble Investing : Learning from History*, p. 149-167.
13. *Ibid.*, p. 164.
14. *Ibid.*, p. 165.

Nous regrettons que l'essai ne comprenne pas un appariement des bulles boursières et des politiques fiscales et monétaires concomitantes et de leur effet sur le secteur réel, ce qui permettrait une interprétation juste des données.

Rutterford et Hannah[15] attribuent la croissance des investisseurs institutionnels, notamment, à deux facteurs : l'arrivée, parmi les actionnaires, d'épargnants dont le niveau de richesse ne se situe pas aux échelons les plus élevés de l'échelle[16] et l'intervention des gouvernements[17]. Au nombre des conséquences de cette évolution, on compte l'accroissement de l'espace occupé par les actions dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, ainsi qu'une forte impulsion à la pratique de mesurer la performance des gestionnaires de portefeuille des caisses de retraite[18].

Question : est-ce que la croissance des régimes de retraite à cotisations déterminées[19], dont les membres délèguent souvent les choix d'investissement aux gestionnaires, mais doivent néanmoins assumer le risque, aura un effet similaire à celui de l'arrivée dans le marché des investisseurs moins fortunés ?

Rutterford et Hannah écrivent que l'on devait attendre des investisseurs institutionnels de nombreuses améliorations dans la gouvernance des entreprises, y compris la réduction des coûts d'agence, l'allocation du capital et la performance des investisseurs. Ils hésitent à conclure

15. N° 14, Janette Rutterford et Leslie Hannah, *The Rise of Institutional Investors*, p. 242-263.
16. *Ibid.*, p. 244.
17. *Ibid.*, p. 245.
18. Attribuée à l'adoption aux États-Unis, en 1974, de l'ERISA (Employee Retirement Income Security Act (ERISA). *Ibid.*, p. 254.
19. Par opposition aux régimes à prestations déterminées.

que ces résultats ont été obtenus. Ces hypothèses sont plausibles, mais devraient être testées de façon explicite[20]. Notons que les actionnaires activistes se sont donné le rôle de corriger cette situation au moyen de l'exercice du droit de vote, de la présentation de propositions à l'assemblée des actionnaires ou de la vente des titres.

Réflexion : plusieurs observations des essais de l'ouvrage rappellent l'effet de capture des régulateurs par les réglementés, proposé par G. Stigler[21] : les comportements observés sont compatibles avec sa théorie.

Gestion de portefeuille

Dimson[22] et ses collaborateurs présentent en plusieurs tableaux les taux de rendement, les primes de risque, l'inflation et les taux de change, de 1900 à 2015, dans 23 pays, par catégorie de titres. Ces données auraient été beaucoup plus utiles aux historiens et aux gestionnaires si elles avaient été accompagnées d'une analyse de la matrice des coefficients de corrélation. Cette dernière permettrait d'analyser l'évolution des marchés et, notamment, l'efficacité de la diversification internationale, qui nous semble-t-il est en décroissance, du moins entre certains pays industrialisés. L'essai comprend aussi des données sur la pérennité des industries, qui seront utiles aux économistes en organisation industrielle. Une deuxième réserve s'impose : le lecteur devrait accompagner

20. N° 14, Janette Rutterford and Leslie Hannah, *The Rise of Institutional Investors*, p. 257-260.
21. George J. Stigler (1971), « The Theory of Economic Regulation », *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n° 1 (printemps), p. 3-21.
22. N° 1, Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, *Long-Term Asset Returns*, p. 2-26. Les figures 1.5 et 1.6, surchargées, sont d'une lecture difficile.

sa lecture de celle de l'article de Jorion et Goetzmann[23], qui incite à ne pas tenir pour universel le niveau des primes de risque observées aux États-Unis. Les responsables de la politique monétaire liront avec profit les articles d'Accominotti[24], qui signale la haute volatilité du rendement réalisé sur le marché des changes, et de Spaenger[25], qui suggère que la diversification constituerait l'effet le plus important des biens durables sur l'épargne des ménages[26].

Histoire financière

Deux essais seront sans doute utiles aux historiens de la finance, soit ceux d'Annaert et ses collaborateurs[27] et d'Eichengreen[28]. On constate que la technologie facilite l'accès aux données, dont la quantité est en croissance continuelle. Il en résulte toutefois un danger important, celui de la concentration des chercheurs sur les données facilement accessibles[29]. Eichengreen signale la tentation de rassembler d'abord les sources de données et d'adapter ensuite les questions de recherche au matériel disponible[30]. Ce problème est important et concerne tous les chercheurs.

23. Philippe Jorion et William N. Goetzmann (1999), « Global Stock Markets in the Twentieth Century », *The Journal of Finance*, vol. LIV, n° 3 (juin), p. 953-980.
24. N° 4, Olivier Accominotti, *Foreign Exchange Markets and Currency Speculation : Historical Perspectives*, p. 66-85.
25. N° 5, Christophe Spaenger, *The Long-Term Returns to Durable Assets*, p. 86-95.
26. *Ibid.*, p. 95.
27. N° 3, Jan Annaert, Frans Buelens et Angelo Riva, *Financial History Databases : Old Data, Old Issues*, New Insights ?, p. 44-65.
28. N° 15, Barry Eichengreen, *Financial History in the Wake of the Global Financial Crisis*, p. 265.
29. Annaert, Buelens et Riva, p. 46.
30. Eichengreen, p. 275.

Le rôle problématique des agences présumément indépendantes[31] est également noté.

Conclusion

L'histoire des PAPE illustre bien le caractère difficile de la tâche des régulateurs.

De plus, puisque le mouvement risque de s'étendre, la remise en cause récente, aux États-Unis, du régime de réglementation du marché des capitaux devrait susciter l'intérêt pour ce livre d'un grand nombre de praticiens et d'observateurs. Le nombre élevé de contributeurs aux intérêts différents force le lecteur à lire les essais comme des pièces d'anthologie dont il devra lui-même formuler la synthèse, tirer les leçons et formuler ses propres hypothèses.

Addendum : les booms et les krachs

Comme nous l'avons signalé, l'historien William N. Goetzmann accorde aux bulles spéculatives[32] une attention particulière.

On peut définir un boom comme une hausse de 100 % des cours boursiers, répartie sur une période de trois ans. (De nombreuses autres définitions sont possibles.)

---

31. *Ibid.*, p. 273.Voir aussi Ahmed Naciri (2017), *Sovereign Credit Rating, Questionable Methodologies,* Routledge, London, New York, 167 p. ; *idem* (2015), *Credit Rating Governance : Global Credit Gatekeepers*, Routledge, London, New York, 251 p. Ces ouvrages traitent du problème d'asymétrie de l'information engendrée par les agences de notation.
32. William N. Goetzmann, *Bubble Investing : Learning from History*, *op. cit.*, p. 149-168.

Goetzmann a relevé les données de 21 pays, pour la période 1900-2014 et 20 autres pour des périodes plus courtes[33]. Il a compté 460 booms qui répondent à la définition précédente, soit 14 % approximativement des périodes triennales chevauchantes étudiées[34]. Il note que 4,57 % de ces périodes ont été suivies, pendant l'année suivante, de baisses égales à 50 % ou plus, mais 3,7 % l'ont été d'une hausse de 100 %. Ce pourcentage pertinent s'élève à 10,42 % si l'on examine plutôt les cinq années suivantes, mais, cette fois, la proportion de hausses subséquentes égales à 100 % est de 21,73 %. Ces proportions sont plus élevées après un boom que dans une année quelconque. Mais elles demeurent relativement faibles. Goetzmann conclut que la probabilité que le marché reprenne ses gains après une hausse de 100 % est d'environ 10 %[35]. Il va de soi qu'elle serait plus élevée si nous considérions, plutôt que les krachs, des baisses moins accentuées.

Le krach de 2008

À la clôture des opérations de l'année civile 2008, la baisse du niveau de l'indice composé, rendement total, de la Bourse de Toronto était égale à -33 % Il ne retrouva ce niveau qu'en 2010. Ainsi se trouva confortée l'opinion que les baisses des marchés financiers sont généralement plus rapides que les hausses.

33. *Ibid.*, p. 155-158. Les données sont résumées dans le tableau de la page 2.
34. Le nombre de déclins égaux à 50 % est 203, soit 6,2 % des observations.
35. Goetzmann, p. 149.

Cette baisse s'accompagnait d'une diminution de l'indice du produit intérieur brut (PIB) réel par habitant, qui ne dépassa qu'en 2012 sa valeur de 2007, soit 535,7. Se confirmait ainsi également l'observation générale selon laquelle il y a corrélation entre les baisses de rendement des titres boursiers et celles de la croissance du PIB.

Le point de départ du krach se situe aux États-Unis. Il aurait été causé par les pertes attribuables aux prêts hypothécaires hautement risqués. La « titrisation » de ce type d'hypothèques a été la source de pertes subséquentes. Par cette manœuvre, l'institution verse dans un portefeuille un certain nombre d'hypothèques qu'elle a elle-même achetées d'emprunteurs. Elles sont classées par niveau de risque (tranches). Par la suite, ce portefeuille est lui-même financé par l'émission de titres à revenu fixe, qui lui sont « adossés ». Le niveau de risque de chacun de ces titres est déterminé par la tranche du portefeuille à laquelle il est rattaché. Cette évolution du marché des hypothèques entraîne plusieurs conséquences.

Premièrement, il est plausible que le prêteur initial qui achète les hypothèques du portefeuille sera enclin à vérifier de façon moins rigoureuse la qualité du prêt s'il entend le revendre immédiatement au portefeuille « titrisé », puisque son risque est transféré à un nouveau prêteur. Ce risque moral, selon les termes employés dans le monde de l'assurance, peut être atténué si le prêteur s'engage à conserver dans son actif une partie significative du prêt. Deuxièmement, les agences de notation de crédit sont appelées à donner une note de solvabilité au portefeuille. Elles se placent en situation de conflit d'intérêts lorsqu'elles participent d'abord à la constitution du portefeuille en qualité de consultants et lui attribuent ensuite une note de

crédit. Elles évaluent alors elles-mêmes leur propre travail, pour lequel elles sont, de plus, rémunérées par leur client. Troisièmement, des swaps sur défaillance étaient greffés à ces portefeuilles. Ces titres constituent des polices d'assurance dont le titulaire ne reçoit compensation qu'en cas de défaut de paiement. Il recherchera donc les hypothèques dont le niveau de risque est élevé et contribuera à l'accroissement de la demande pour ce produit. Quatrièmement, les échéances des hypothèques du portefeuille étaient plus éloignées que celles des titres qui le finançaient. Par conséquent, ces derniers devaient être « roulés », c'est-à-dire renouvelés, à brève échéance. Apparaissait donc, en cas de refus, un nouveau risque de défaillance.

Le cumul de ces risques et les défauts qui s'ensuivirent eurent un effet domino sur les institutions financières des États-Unis. Comme le marché des capitaux ne connaît plus de frontières, tous les pays industrialisés furent plus ou moins affectés par la crise.

Bibliographie

Elton, E., M.J. Gruber, S.J Brown and W.N Goetzmann (2014), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, N.J.

Goodhart, C.A.E (2008), « The background to the 2007 financial crisis », *International Economics and Economic Policy*, 46(4), p. 331-346.

Statistique Canada, *Estimation du revenu réel à long terme*. Tableau 36-10-0212-01, Ottawa.

TSX E-Review (2018), Bourse de Toronto, vol. 84, novembre, p. 326.

3
Bulles, crises, krachs, récessions : sources d'inquiétude ?*

Au cours des dernières années, les bourses du monde, y compris celle de Toronto, ont connu des variations importantes. Par exemple, l'indice « composite » de cette dernière accuse deux baisses annuelles de plus de 30 % (en 1931 et 2008). Par contre, en 1999, les investisseurs ont bénéficié d'une hausse de 32 %. Que penser de ces fluctuations inhabituelles ? Comment devrait-on réagir lorsqu'elles se manifestent ? Nous proposons de résumer les leçons que l'on peut tirer de l'histoire de la finance.

L'étude de W. Goetzmann

Comme nous l'avons déjà vu[1], William N. Goetzmann est l'auteur d'une recherche sur les bulles spéculatives[2]. Il conclut que la probabilité que le marché confisque ses gains après une hausse de 100 % est d'environ 10 %. De plus, un krach n'est pas nécessairement suivi d'une seconde perte.

---

* Je remercie Jacques Saint-Pierre pour ses commentaires. Les erreurs sont miennes.

1. William N. Goetzmann, *Bubble Investing : Learning from History*, voir p. 20.
2. *Ibid.*, p. 149-168. Voir glossaire en annexe.

Quel est le comportement des actions canadiennes ?

Les données du tableau 1 suggèrent que le comportement de la bourse canadienne est similaire à ceux des autres pays. Les taux de rendement très élevés, positifs ou négatifs, ne sont pas nécessairement suivis de variations de même signe[3] ou de signe contraire. L'investisseur peut en tirer la leçon qu'il ne doit pas prendre des décisions précipitées à la suite d'un boom ou d'un krach. Il devrait en premier lieu s'interroger sur le risque de contamination des secteurs réel et financier, qui devrait le préoccuper puisque le second n'est que l'image du premier, plus ou moins fidèle à court terme. Si le secteur réel n'est pas en difficulté, les cours devraient éventuellement effectuer le classique retour vers leur moyenne. S'il l'est, la récupération pourrait tarder.

Toutefois, l'histoire rapporte quelques exemples, peu nombreux, mais inquiétants, de contamination des deux secteurs.

La contamination du secteur réel

La plus célèbre des bulles spéculatives est sans doute celle qui s'est dégonflée pendant quatre ans, à compter de 1929[4]. Cet épisode se situe dans une période fertile en bouleversements : 14 des 25 chutes journalières les plus importantes aux États-Unis, entre 1885 et 1991, ont été

3. De 1924 à 2017, près de 27 % des taux annuels observés à la Bourse de Toronto ont été négatifs et 5 % inférieurs à -20 %. La proportion de taux négatifs baisse vers 8 %, environ, lorsque l'horizon de placement s'allonge, soit quatre ou cinq ans.
4. Voir p. 7-8 (premier essai).

observées de 1929 à 1938. La valeur cumulée du patrimoine possédé sous forme d'actions ordinaires a fondu de près de 40 % entre 1929 et 1932. Ainsi, les variations des cours de cette période semblent bien posséder toutes les caractéristiques d'une bulle spéculative.

En conséquence, les années 1930 ont vu naître la réglementation que nous connaissons aujourd'hui : assurance-dépôts, contrôle serré des banques et coopératives, lois sur le commerce des valeurs mobilières gérées par des autorités et commissions. Malheureusement, comme les pompiers, qui n'accourent forcément qu'une fois l'incendie déclaré, le régulateur ne peut s'attaquer qu'aux problèmes d'hier, à l'intérieur du cadre fixé par l'État. Il peut tout au plus en limiter les effets – ce qui est déjà une contribution importante –, mais ne remplace pas la vigilance de l'épargnant.

La chute de 1987… et les suivantes

Le 19 octobre 1987 fut témoin de la contraction boursière la plus importante de la période 1885-1991. La première et la neuvième baisse de la liste furent observées les 19 et 26 de ce mois (-20,4 % et -8,3 %, respectivement)[5]. Toutefois, cet affaissement n'entraîna, pour le secteur réel, aucune des conséquences désastreuses des années 1930.

Les exemples de chutes notables des cours sont relativement nombreux. Ainsi, la baisse de 1990 fut relativement importante, soit -14,8 %, mais en décembre 1993 l'indice avait dépassé le niveau atteint en 1989. De même, la

5. G.W. Schwart, « Stock Market Crash of October 1987 », dans P. Newman et collab., (ed.) (1992).

variation de 2008 était significative, soit -33 %. Cependant, en 2010, l'indice avait dépassé son niveau de 2007. Dans ces deux cas, le produit intérieur brut et l'indice de la bourse se sont accompagnés dans leur descente et remontée.

Kindleberger et Aliber[6] concluent, en 2011, que les échecs financiers ont été plus importants et répandus au cours des trente dernières années[7].

Les obligations, un rempart ?

Aux États-Unis, pendant la crise, les créances des sociétés ont conservé leur valeur, malgré une détérioration massive des cotes de crédit. Plus précisément, de 1929 à 1933, les cours des actions ordinaires ont perdu 11,2 % alors que les obligations à long terme des sociétés ont rendu 6,0 %[8]. De 1928 à 1932, celles du gouvernement canadien ont procuré un taux de rendement positif, alors que celui des actions était négatif.

Toutefois, les titres à revenu fixe fourniront, à long terme, un taux de rendement inférieur à celui des actions. On peut assimiler leur coût d'option, c'est-à-dire la différence entre leur rendement et celui des actions, à une prime d'assurance contre la volatilité de ces dernières. Au Canada, la prime médiane des actions, par rapport aux créances à long terme du Canada, a été de l'ordre de 6,7 %, de 1923 à 2017 et de 8,1 % depuis 2005. Mais il ne s'agit pas ici d'une garantie absolue. Cette prime, au Canada, a été négative pour 37 % des années 1923-2017 et trois années sur treize

6. C. P. Kindleberger et R.Z. Aliber (2011), p. 14 et 30.
7. *Ibid.*, p. 7.
8. R. G. Ibbotson et R.A. Sinquefield (1989).

depuis 2005. Par ailleurs, l'épargnant peut réduire le coût de son assurance par l'acquisition d'obligations plus risquées, dont le taux de rendement est plus élevé, mais qui pourraient introduire des fissures dans le mur de protection. Ces dernières seront d'autant plus profondes que la durée des titres sera plus longue.

Quelles leçons peut-on en tirer ?

Les données suggèrent d'abord qu'en cas de crise ou de boom il faut éviter les décisions précipitées. L'investisseur devrait, en premier lieu, procéder à l'examen de la situation financière des sociétés qui composent son portefeuille et, en second lieu, s'assurer qu'il possède une proportion suffisante de titres à revenu fixe. À cet égard, peut-être ne faut-il pas accorder un poids très important aux cotes de crédit décernées par les agences d'évaluation, dont l'indépendance par rapport à leurs clients, qui les rémunèrent, n'est pas toujours suffisante[9]. Enfin, en troisième lieu, le niveau de son encaisse doit lui permettre d'attendre le retour vers la moyenne.

Un bémol sur la réglementation ?

La réglementation du marché des capitaux devrait le rassurer. Toutefois, cet énoncé appelle quelques réserves. À cet égard, on peut rappeler la distinction entre la microprudence et la macroprudence évoquée par Goodhart[10] : il

9. Voir travaux de A. Naciri cités à la note 31, p. 24.
10. Voir Goodhart (2016), dans Chambers et Dimson, note 16, p. 22.

est possible et même probable qu'un effet secondaire de la réglementation des marchés et l'autoréglementation des normes comptables soit d'augmenter le risque systémique ou macroéconomique.

TABLEAU 1

Taux de rendement « extrêmes », Bourse de Toronto Indice « composite », 1923-2017

		RENDEMENTS SUBSÉQUENTS			
NOMBRE D'OBSERVATIONS	TOTAL	PREMIÈRE ANNÉE		DEUXIÈME ANNÉE	
		POSITIFS	NÉGATIFS	POSITIFS	NÉGATIFS
Rendements annuels					
Total	94				
Rendements ≥ +15 %	38	27	11	23*	14*
Rendements ≤ -15 %	7	5	2	6	1
Rendements triennaux					
Total	92				
Rendements ≥ +60 %	19	11	8	11	8
Rendements ≤ -10 %	9	7	2	8	1

*Une donnée manquante pour cause de fin de période.

Sources : TSX *E-Review* et Institut canadien des actuaires.

Glossaire

Bulle : hausse des cours accentuée et continue, généralement suivie d'un déclin. Dans la présente note, nous avons utilisé le terme dans ce sens. Selon C. Kindleberger et

R. Aliber[11], le terme bulle désigne des augmentations de prix, surtout des actions et de l'immobilier, plus importantes que ne le justifierait l'évolution du secteur réel. Elles sont accompagnées d'une croissance de la dette de 20 % à 30 % par année et peuvent survenir sur les marchés des biens et des titres à revenu fixe. Termes anglais : bubble, mania.

Boom : période de hausse prolongée et moins brusque qu'une bulle, et qui, dans les secteurs financier ou réel, n'est pas nécessairement suivie d'une baisse. Goetezmann[12] désigne par ce terme une hausse égale à 100 % des cours boursiers, répartie sur une période de trois ans.

Dépression : baisse prolongée de l'activité économique (c'est-à-dire du secteur réel). Exemple : la période de quatre à huit années qui a suivi le krach de 1929, que l'on nomme, en anglais, The Great Depression ou The Great Contraction.

Krach : baisse rapide des cours boursiers qui représentent une proportion significative de la richesse. Barro et Ursua[13] désignent par ce terme un déclin cumulatif égal à -25 % ou plus. Termes anglais : crash, mania, panic.

Krach de la devise : perte annuelle de la valeur d'une devise en excédent de 15 %[14].

Récession : diminution du rythme de la croissance économique. Terme anglais : recession.

11. C. P. Kindleberger et R.Z. Aliber (2011), *op. cit.*, p. 14 et 30.
12. W. N. Goetzmann (2016), *op. cit.*, p. 159.
13. R. J. Barro et J.F. Ursua (2009), p. 28.
14. C.C. Reinhart et K. S. Rogoff (2009).

Bibliographie

Barro, R.J. et J.F. Ursua (2009), *Stock Market Crashes and Depressions*, document de travail (septembre).

Bierman, Harold (1991), *The Great Myths of 1929 and the Lessons to be Learned,* New York : Greenwood Press.

Goetzmann, William N. (2016), *Bubble Investing Learning from History*, dans David Chambers et Elroy Dimson, *Financial Market History*, CFA Research Foundation et University of Cambridge Judge Business School.

Ibbotson, R.G., et R.A. Sinquefield (1989), *Stocks, Bonds, Bills and Inflation : Historical Returns (1926-1987)*, Charlottesville, Virg. : The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.

Institut canadien des actuaires (2008), *Rapport sur les statistiques canadiennes, 1924-2007*, document 208040, Ottawa, 20 juin.

Kindleberger, C.P. et R. Z. Aliber (2011), *Manias, Panics, and Crashes*, 6th Edition, New York : Palgrave Macmillan.

Reinhart, C.C., et K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton : Princeton University Press.

Schwart, G.W., « Stock Market Crash of October 1987 », dans P. Newman, M. Milgate et J. Eatwell (ed.) (1992), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance,* London : The Macmillan Press.

TSX *E-Review,* Toronto, janvier 2018.

Wigmore, B.A. (1985), *The Crash and Its Aftermath,* Wesport, Conn. : Greenwood Press.

4

Note sur les effets de la variation des taux de change $US/$CA sur le taux de rendement : une étude de cas

L'ajout de titres étrangers à un portefeuille permet à la fois d'en accroître le rendement et d'en réduire la volatilité. Toutefois, il augmente quelque peu la complexité de la gestion puisqu'il doit être précédé de l'acquisition de devises étrangères afin d'en acquitter le coût, suivi du rachat de dollars canadiens à la revente. Dans l'intervalle, la variation des taux de change influera sur le rendement, à moins que l'investisseur ne se soit protégé au moyen de contrats à terme. Nous nous intéressons ici à cet aspect de l'investissement.

Un exemple

Les effets de la variation de la valeur du dollar canadien sur les taux de rendement des actions américaines peuvent être illustrés par le tableau et le graphique ci-après.

Les données résument l'expérience de deux fonds indiciels iShares qui comprennent 980 titres. Ils sont pondérés à partir de l'indice fondamental, qui prend en compte les facteurs suivants : dividendes, flux monétaires libres, ventes et valeurs comptables. Les deux fonds sont identiques, à l'exception de la protection contre les variations du taux de change. Comme ils ont été créés en 2006 et 2009, leur expérience est relativement courte.

Nous observons que le taux de rendement du portefeuille non protégé a dépassé celui du protégé par une marge moyenne de 6,1 %. La différence entre les médianes est égale à 80 points de base, toujours en faveur du portefeuille non protégé. Nous pouvons considérer que la différence des moyennes géométriques, égale à 6,3 %, représente le coût de l'assurance contre la variabilité supplémentaire attendue attribuable au taux de change. Nous observons ici un résultat quelque peu inattendu : l'écart type du rendement protégé a dépassé celui du non protégé : il a été plus volatile. Le graphique illustre ces observations. Ex post, il apparaît donc que l'assurance n'a pas été utile. Nous verrons ci-après que ce résultat se retrouve parfois dans certaines étude.

Les frais de gestion sont égaux pour les deux fonds, soit 0,65 %.

TABLEAU 2

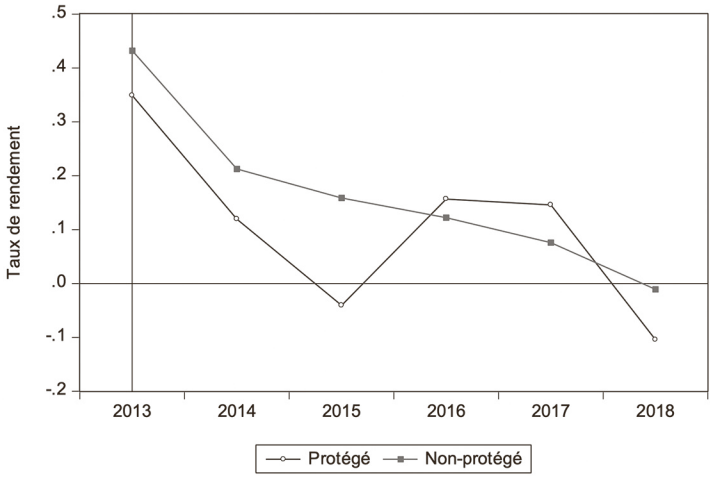
Taux de rendement des actions IShares USA, indice fondamental, protégé et non protégé contre les variations de la devise canadienne 2013-2018

RENDEMENT	FONDS NON PROTÉGÉ	FONDS PROTÉGÉ	DIFFÉRENCE
Moyenne arithmétique	0,165	0,104	0,061
Médiane	0,140	0,132	0,008
Maximum	0,432	0,349	0,083
Minimum	-0,011	-0,105	0,094
Écart type	0,151	0,161	-0,011
Moyenne géométrique	0,157	0,094	0,063

Source : BlackRock.

GRAPHIQUE 1

Taux de rendement des fonds iShares indiciel fondamental, État-Unis, protégé et non-protégé contre les variations de la devise canadienne 2013-2018



Source : Prospectus et Feuilles d'information, BlackRock Asset Management site www.iShares.ca

Quelques études

En conclusion d'une étude des effets de la diversification internationale, Auger et Parisien[1] jugent que les placements étrangers devraient en général être protégés contre les fluctuations des taux de change. Pour des investisseurs canadiens, leurs données, citées par Bodie[2] et ses collaborateurs, suggèrent que la volatilité des placements non protégés internationaux autres que le S&P 500 est plus élevée que celle des protégés. Mais, pour l'ensemble de la période 1973-1987, leurs taux de rendement le sont également. Ces résultats diffèrent parfois pour des sous-périodes.

En ce qui concerne le S&P 500, les taux de rendement non protégés sont supérieurs aux protégés et l'écart type inférieur. L'investisseur est ainsi favorisé sur les deux plans. Rappelons enfin la forte corrélation[3] entre les taux canadien et américain, ce qui atténue l'avantage de la diversification.

Ces résultats corroborent notre proposition initiale : la diversification internationale permet de réduire le risque d'un portefeuille et d'augmenter son rendement. Il peut être protégé contre les effets de la variation des taux de change. Ces deux décisions devraient être exercées de façon indépendante : elles peuvent différer d'une devise à l'autre et d'un horizon de décision à l'autre.

1. R. Auger et D. Parisien (1989), p. 30.
2. Bodie et collab. (2015), p. 981.
3. Dimson et collab. (2002), p. 115.

Bibliographie

Auger, R., et D. Parisien (1989), « The Risks and Rewards of Global Investing », *Canadian Investment Review*, vol. 2, n° 1, printemps, p. 25-30.

BlackRock Asset Management, *Prospectus et feuilles d'information*, site www..iShares.ca, fonds indiciels fondamentaux iShares CLU et CLU.C, parts ordinaires.

Bodie, Z., A. Kane, A. J. Marcus, S. Perrakis, P.J. Ryan et L.N. Switzer (2015), *Investments,* Eight Canadian Edition, Whitby, Ont. : McGraw-Hill Ryerson.

Dimson, E., P. Marsh et M. Staunton (2002), *Triumph of the Optimists, 101 Years of Global Investment Returns,* Princeton : Princeton University Press.

Xin, H. (2011), *Currency Overlay : A Practical Guide*, Second Edition, Incisive Media Investments Ltd., New York : Risk Books.

Les inégalités

5

Capital in the Twenty-First Century[1] de Thomas Piketty : compte rendu*

> Le propriétaire de terres est nécessairement un citoyen du pays dans lequel se situe son patrimoine. Le propriétaire d'actions est, à proprement parler, un citoyen du monde et n'est pas nécessairement attaché à un pays donné.
>
> Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, p. 848.

Ce livre, dans sa version tant française[2] qu'anglaise, a connu un immense succès de librairie. Il tire son importance du sujet qu'il traite et sera très utile.

La question posée dans l'introduction[3] – qui possédera le monde en 2050 ? – est préoccupante. Certaines considérations de l'auteur devraient retenir l'attention du personnel politique, à savoir que l'appauvrissement éven-

---

* Je remercie Gérard Bélanger, Éric Gagnon et Bruce Shearer pour leurs suggestions. Aucune erreur de ce texte ne saurait leur être imputable. Ce texte a été publié dans *L'actualité économique, revue d'analyse économique*, vol. 90, nº 4 (décembre 2014), p. 329-337. L'addenda a été ajouté ultérieurement.

1. Thomas Piketty (2014).
2. Thomas Piketty (2013).
3. Thomas Piketty (2014), introduction.

tuel de la classe moyenne pourrait susciter de violentes réactions[4], ou encore que la croissance de l'inégalité de la richesse à l'intérieur d'une nation est plus inquiétante que celle entre les nations[5]. Ces propositions sont tenues pour acquises et sous-tendent tout l'exposé. L'auteur n'en discute ni les conditions ni la probabilité de survenance.

Le problème

La part du produit national attribuée aux citoyens les plus rémunérés des pays anglo-saxons, soit ceux des centile[6] et décile les plus élevés de la distribution de fréquence des revenus (le taux de concentration), a diminué de 1913, environ, jusqu'à 1980. Mais la courbe s'est alors infléchie, de la façon la plus marquée aux États-Unis et en Grande-Bretagne. En 2010, elle tendait vers le niveau des années 1920. Mais, ni l'Europe continentale ni le Japon n'ont connu une telle hausse. À tout le moins y est-elle beaucoup moins prononcée[7]. Le livre de M. Piketty est consacré à l'analyse de cette hausse récente du taux de concentration, qui devrait préoccuper la génération montante. Son objectif est de suggérer des moyens de la contrôler.

L'inégalité des revenus se décompose en deux parties : rémunération du travail et rémunération du capital. La seconde est, dans tous les pays, plus grande que la première[8]

4. *Ibid.*, p. 439.
5. *Ibid.*, p. 432. En 1919, Irving Fisher avait sonné l'alarme à ce sujet (p. 506).
6. Le « 1 % » du mouvement Occupy Wall Street.
7. Ces données sont illustrées par les figures des chapitres 8 et 9 (Piketty, 2014). Les séries chronologiques et les chiffriers se retrouvent sur le site internet de l'auteur.
8. Thomas Piketty (2014), p. 244-252.

et s'explique en partie par les héritages[9], donc la naissance. La première, à notre avis la plus importante, est celle qui nous intéresse ici.

Les facteurs explicatifs et les solutions

Les explications possibles, donc les solutions, dépendent de la source du phénomène. À partir des données et de l'analyse présentées dans le volume, on peut imaginer quatre hypothèses explicatives, soit quatre sources possibles : tendance « naturelle » d'un marché libre, changements apportés au régime fiscal, évolution de la technologie et lacunes de la gouvernance des entreprises.

Tendance naturelle ?

Peut-être la hausse des revenus du centile le plus élevé, le 1 % du langage courant, n'est-elle qu'un retour à la normale, temporairement bouleversée par les deux guerres mondiales. Mais cette hypothèse ne peut représenter tout au plus qu'une explication partielle. Elle devrait d'abord montrer pourquoi le phénomène est observé principalement dans les pays anglo-saxons. Si elle était retenue, les remèdes consisteraient à resserrer les lois sur la concurrence, de façon à contrôler la concentration et renforcer la gouvernance par les actionnaires.

9. *Ibid.*, p. 246.

La fiscalité ?

L'hypothèse d'une conséquence de la baisse des taux marginaux d'imposition des revenus élevés offre une deuxième explication. Non seulement dans la première moitié du XXe siècle la baisse du taux de concentration a-t-elle suivi la hausse des taux marginaux les plus élevés[10], mais encore, dans une publication antérieure[11], l'auteur montre une corrélation élevée entre leur baisse et l'accroissement de la concentration du revenu. Toutefois, dans quelques pays, comme la France et surtout l'Allemagne, une baisse modérée de l'imposition n'est pas accompagnée d'une hausse marquée[12] du taux de concentration. La relation n'est donc pas automatique. Mais elle prend place parmi les hypothèses plausibles. Elle a pu se manifester de deux façons. En premier lieu, le revenu « net d'impôt » – et les contributions potentielles aux partis politiques… – de ces contribuables s'est accru automatiquement. En second lieu, une fois la baisse acquise, il est devenu plus rentable pour les cadres supérieurs de négocier agressivement une hausse de leur rémunération : leur comportement s'est modifié.

L'analyse de M. Piketty suggère que l'accroissement du taux de concentration s'explique au moins en partie par la baisse des taux d'impôt sur les revenus les plus élevés. Il en découle que leur remise en place devrait contribuer à le réduire. Or, il compte plutôt sur une taxe sur le capital. Cette solution partielle est non seulement d'une logique douteuse, mais également, me semble-t-il, inefficiente. L'illogisme apparent peut s'expliquer par la croyance de

10. Thomas Piketty (2014), figures 9.2 et 14.1, et p. 509.
11. Facundo Alvaredo et collab. (2013), p. 7.
12. *Ibid.*, p. 6 et 7.

l'auteur que, vraisemblablement, dans l'avenir, le taux de croissance de la rémunération du capital dépassera celui du travail[13], effet que l'on peut atténuer par les impôts[14]. La taxe sur le capital n'a pas pour objectif principal d'augmenter les revenus de l'État, mais plutôt de contrôler le capitalisme et diminuer le risque de crises financières[15]. Réserve : l'imposition du capital en présuppose l'évaluation[16], qui, contrairement à ce qu'en pense l'auteur[17], me semble plus difficile que celle du revenu. Or, la première est coûteuse et, surtout dans le cas de valeurs mobilières, porte sur des gains aléatoires toujours en jeu et qui peuvent disparaître aussi longtemps qu'ils n'ont pas été réalisés lors d'une transaction. De plus, l'évaluation de biens qui ne sont pas échangés dans des marchés actifs comporte une marge d'erreur importante. La composition de l'actif des ménages, aujourd'hui, diffère sans doute beaucoup de celle que l'on pouvait observer à l'époque de la Révolution française, dont s'inspire M. Piketty.

On peut douter de son opinion selon laquelle l'imposition du capital répond mieux aux besoins du XXIe siècle que celle du revenu[18] : la première serait aussi vulnérable à la concurrence internationale que la seconde[19]. De plus, comme le souhaite l'auteur, elle « punirait » les épargnants dont l'aversion au risque est élevée[20] qui préfèrent les titres

13. Thomas Piketty (2014), p. 233, 411 et 439.
14. *Ibid.*, p. 518-519.
15. *Ibid.*, p. 518.
16. Dans un marché où la fluidité des capitaux est élevée, même l'imposition d'une taxe sur les transactions constatées pose de nombreux problèmes. Voir Pomeranets (2012).
17. Thomas Piketty (2014), p. 525.
18. *Ibid.*, p. 473.
19. *Ibid.*, p. 493.
20. *Ibid.*, p. 526.

à revenu fixe, alors que leurs taux de rendement sont relativement faibles. Dans l'état actuel du marché, même un taux bas pourrait dépasser 100 % du revenu. Cet effet pourrait être atténué par un taux progressif – ce que suggère l'auteur[21] – et une exemption personnelle de base importante.

Quel que soit le mode d'imposition choisi, la majoration des taux stimulera l'évasion fiscale. Elle obligera donc les pays à revoir les traités fiscaux et les gouvernements à collaborer de façon plus étroite. L'efficience de la perception imposera sans doute la délégation de certains pouvoirs à une autorité centrale[22].

La technologie ?

L'évolution de la technologie pourrait constituer un troisième facteur explicatif. Le secteur des services est progressivement devenu, dans les pays industrialisés, le plus important. Il y a refoulé aux deuxième et troisième places le manufacturier et l'agriculture[23]. Or, en général, il fait un appel plus intensif à la recherche et au développement et suppose une période d'incubation des projets plus longue que l'exploitation des ressources naturelles. On peut également poser l'hypothèse qu'il fait un usage plus intensif de « supercadres », qui peuvent s'approprier des rentes, comme les superathlètes et les superavocats. Pendant la période 1970-2000, aux États-Unis, c'est la rémunération du travail plutôt que celle du capital qui explique l'augmen-

21. *Ibid.*, p. 572.
22. *Ibid.*, chap. 15.
23. *Ibid.*, tableau 2.4.

tation de la part des revenus du premier décile[24]. Dans ce pays, comme en France, le point où la rémunération du capital dépasse celle du travail s'est déplacé vers des tranches de revenu plus élevées que dans la première partie du XXe siècle. En d'autres mots, le progrès technologique fait croître la contribution marginale des employés hautement spécialisés et devient ainsi une source d'inégalité des revenus et leur donne accès[25] au 1 %. Deux chercheurs[26] ont produit des données en appui à cette hypothèse. Ils avancent que la proportion des riches entrepreneurs qui le sont de naissance a diminué entre 1987 et 2011. M. Piketty ne fait pas état de ces données importantes[27].

Bien que les observations à l'appui de l'hypothèse « technologie » soient intéressantes, il semble difficile de ne pas partager le scepticisme de M. Piketty relativement à la proposition que la contribution marginale des cadres et supercadres expliquerait entièrement leur rémunération, comme le suggère la théorie économique.

Dans la mesure où l'évolution de la technologie est la source de la hausse du taux de concentration, le remède consisterait à mettre l'accent sur la recherche, le développement et l'éducation des travailleurs.

24. *Ibid.*, p. 299.
25. Dans le premier décile, le revenu tiré du travail est le plus important, alors que, dans le premier centile, c'est la rémunération du capital (*ibid.*, p. 280). En conséquence, leur sensibilité aux fluctuations du marché des capitaux diffère significativement.
26. Steven Kaplan et Joshua Rauh (2013), figures 6-8.
27. On notera que Statistique Canada (2014) propose des estimations du taux de rotation des participants aux tranches supérieures de la distribution.

La gouvernance ?

Enfin, une gouvernance déficiente des entreprises, combinée avec la déréglementation, constituerait un dernier facteur explicatif de la croissance de l'inégalité des revenus. Ces deux phénomènes ont permis des comportements inacceptables et même carrément frauduleux dans les institutions financières. Pour les entreprises des autres secteurs, on peut poser l'hypothèse que des conseils d'administration complaisants autorisent des rémunérations de cadres excessives, en échange d'un retour d'ascenseur. De plus, ils ont souvent recours à des enquêtes de consultants afin de connaître les niveaux de la rémunération versée par les sociétés comparables et procèdent ensuite à des modifications arrimées sur la moyenne ou la médiane. Si ce comportement est généralisé, les données de l'exercice subséquent, obtenues de la même manière, vont nécessairement faire état d'une hausse, qui justifie la suivante. Enfin, les modes de rémunération qui attribuent une participation au capital-actions ou aux profits[28]– à priori efficaces – sans égard à la contribution de l'équipe à la hausse de la valeur boursière de la société peuvent inciter les bénéficiaires à faire preuve de cupidité et ne viser que le court terme. En particulier, il semble impossible de justifier l'abaissement du prix de levée d'options déjà attribuées.

Si l'affaiblissement de la gouvernance explique au moins partiellement l'accroissement du taux de concentration, le remède consisterait à resserrer la réglementation des institutions financières, les normes d'indépendance des membres des conseils et la divulgation plus étendue des

28. À long terme, ces modes de rémunération atténuent la différence entre la concentration du revenu et celle du capital, qui lui est supérieure.

échelles salariales. Mais encore faudrait-il s'assurer que les amendes imposées aux entreprises fautives soient finalement imputées aux cadres et autres employés qui ont fait preuve de cupidité, et non aux seuls actionnaires. Enfin, aucune de ces mesures ne semble aussi efficace que la hausse des taux d'imposition des revenus très élevés.

Certaines recherches[29] suggèrent que, de façon générale, le cadre juridique exerce une influence significative sur le comportement des entreprises et la concentration de la propriété des actions. Une réforme dans ce domaine, couplée à celle de la fiscalité que suggère M. Piketty, entraînera la constitution d'un énorme chantier international.

Aux propos de l'auteur, nous pouvons ajouter que les pays où le taux de concentration s'est élevé de façon importante[30] sont également ceux où la dispersion de l'actionnariat des grandes sociétés est la plus élevée[31]. Si la corrélation n'est pas accidentelle[32], elle est la source d'un dilemme intéressant. D'une part, ceux qui favorisent une plus grande égalité des revenus souhaitent vraisemblablement une plus grande dispersion de la propriété des actions ordinaires. D'autre part, cette dernière avantage les cadres dans le conflit d'intérêts latent qui les oppose aux actionnaires et facilite donc la concentration des revenus.

Il est plausible que les quatre facteurs mentionnés ci-dessus aient influé sur le taux de concentration. À cet égard, les données de M. Piketty sont importantes. Vérifiées, elles remettraient en cause l'efficacité attribuée

29. Rafael La Porta et collab. (1998 et 1999).
30. Facundo Alvaredo (2013), figures 2 et 3.
31. Randall Morck (2007), p. 3.
32. Par exemple, elle pourrait résulter de la corrélation avec la taille des économies.

par certains auteurs[33] au régime juridique des pays de la common law. L'hypothèse d'un effet technologique est intéressante, mais n'est pas déterminante puisqu'il diffère d'un pays à l'autre. Ce phénomène s'explique-t-il par des structures industrielles différentes ?

Les données et la mesure

Le coefficient de Tobin

L'auteur présente des données intéressantes sur le ratio cours/valeur des actions[34]. Toutefois, il confond ce ratio et le coefficient Q de Tobin[35]. Il y a ici « erreur sur la personne ». Ces deux quantités sont très différentes. La première se retrouve dans le coffre d'outils des analystes financiers depuis longtemps[36], alors que la seconde a été introduite par James Tobin en 1969[37]. Le coefficient Q résulte du rapport de la valeur marchande de l'actif de l'entreprise[38] à sa valeur de reproduction. Tobin le proposait comme indicateur de l'incitation des entreprises à prendre de l'expansion, comme lien entre le marché des capitaux et l'économie réelle. Le ratio cours/valeur comptable est le quotient de la valeur boursière des seules actions émises par l'organisation sur leur valeur comptable. Cette dernière résulte d'une mixture d'éléments d'actif évalués à leur coût d'origine ou leur valeur marchande. Il peut s'interpréter, au niveau

33. Rafael La Porta et collab. (1998 et 1999).
34. Thomas Piketty (2014), chapitre 5, en particulier figure 5.6.
35. *Ibid.*, p. 190.
36. Voir, par exemple, Benjamin Graham et collab. (1962), table 41-2.
37. James Tobin (1969).
38. Ce montant peut être évalué par la valeur marchande de tous les titres émis par la compagnie (actions et emprunts).

microéconomique, comme une mesure du risque que les actions de l'entreprise soient provisoirement surévaluées. Sa signification au niveau macroéconomique est moins évidente. Le passage d'un ratio à l'autre peut être laborieux, comme le suggère l'article de Lindenberg et Ross (1981), mais, parmi les nombreux chercheurs qui se sont intéressés à cette question, certains n'en tiennent pas compte. Quoi qu'il en soit, il est hasardeux de considérer comme des substituts parfaits deux ratios dont à la fois les numérateurs et les dénominateurs sont différents[39]. Puisque M. Piketty veut rapprocher ces données du rapport capital/revenu, il y a lieu de se demander s'il n'aurait pas été plus significatif d'avoir recours au ratio cours/bénéfices.

Le ratio capital/revenu

M. Piketty accorde une grande importance au ratio capital/revenu, dont il constate la hausse[40]. En d'autres mots, il rapporte simplement une baisse du produit du capital. Elle peut être attribuable à l'évolution technologique, mentionnée ci-dessus, qui entraînerait un allongement de la période de maturation des projets. Dans ces conditions, il n'y a pas lieu de la freiner, mais plutôt d'en partager les fruits de façon plus équitable.

39. Voir, par exemple, Richard Brealey et Stewart Myers (1984), p. 577-578.
40. Thomas Piketty (2014, figure 5.4). Le terme revenu désigne, au niveau global, le revenu national et les ventes désignent celui de l'entreprise.

Erreurs ?

Les journalistes du *Financial Times*[41]affirment avoir découvert plusieurs erreurs capitales dans les données de M. Piketty. Je n'ai pas effectué une telle vérification, mais présumé qu'elles étaient, pour l'essentiel, valables.

Conclusion

Ce livre est intéressant parce qu'il suscite beaucoup de questions chez le lecteur.

Sa thèse centrale pose qu'il y a lieu de contrer et de réduire la part du revenu total versée à ceux qui occupent le premier centile ou même millime de la distribution. Mais peut-être la question fondamentale est-elle escamotée : quelle inégalité faut-il réduire ? Celle des chances au départ de la course de la vie ou celle du point d'arrivée ? Dans le second cas, il suffit de confisquer une partie des revenus des mieux nantis. Une telle mesure pourrait être désastreuse si elle réduisait l'incitation au travail. Le choix de la première est plus constructif, mais d'atteinte plus difficile. La hausse des taux d'imposition des revenus les plus élevés ne constitue alors que l'un des moyens de financer l'atteinte de l'objectif. En d'autres mots est-ce le dénuement extrême ou la richesse extrême qui devrait retenir notre attention ? À mon avis, il faut se préoccuper du premier, mais c'est le second qui est l'objet principal du livre.

L'auteur estime que le taux optimal d'imposition des revenus les plus élevés dépasse[42] 80 %. (Un tel pourcentage

41. C. Giles (2014).
42. *Ibid.*, p. 512.

a déjà été en vigueur au Canada, où le gain en capital en était exempté, aux États-Unis et en Grande-Bretagne.)

M. Piketty puise son inspiration dans les romans écrits en France et en Grande-Bretagne, ainsi que dans les bouleversements de ces deux pays attribuables aux deux guerres mondiales. L'histoire économique des États-Unis y sert de contrepoids. Que la croissance du taux de concentration soit plus importante dans les pays anglo-saxons qu'en Europe continentale suggère que des facteurs institutionnels sont à l'œuvre. Il doute que la seule concurrence dans les marchés puisse l'atténuer.

L'ouvrage a le grand mérite de tempérer les généralisations hâtives. En effet, plusieurs variables interagissent : la période, la région, la répartition entre le revenu du capital et celui du travail, la proportion des hommes et des femmes qui se répartissent les emplois, la fiscalité et autres transferts gouvernementaux et l'évolution du marché du travail.

La quatrième et dernière partie est très intéressante. On y trouve même une stimulante digression sur les changements climatiques.

Espérons que les nombreux acheteurs en feront une lecture attentive.

Bibliographie

Alvaredo, Facundo, Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty et Emmanuel Saez (2013), « The Top 1 % in International and Historical Perspective », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, n° 3 (été), p. 3-20.

Brealey, Richard, et Stewart Myers (1984), *Principles of Corporate Finance*, New York : McGraw-Hill Book Company Inc.

Giles, Chris (2014), « Piketty findings undercut by errors », *Financial Times*, 23 mai, [En ligne], http//www.ft.com.

Graham, Benjamin, David L. Dodd et Sidney Cottle (1962), *Security Analysis,* Fourth Edition, New York : McGraw-Hill Book Company, Inc.

Kaplan, Steven, et Joshua Rauh (2013), « It's the Markets : the Broad-Based Rise in the Return to Top Talent », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, nº 3 (été), p. 35-56.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, nº 6, p. 1113-1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer (1999), « Corporate Ownership Around the World », *The Journal of Finance,* vol. 54, nº 2 (avril), p. 471-516.

Lindenberg, Eric B., et Stephen A. Ross (1981), « Tobin's Q Ratio and Industrial Organization », *Journal of Business*, vol. 54, nº 1, p. 1-32.

Morck, Randall ed. (2007), *A History of Corporate Governance Around the World*, National Bureau of Economic Research, Chicago : The University of Chicago Press.

Piketty, Thomas (2014), *Capital in the Twenty-First Century* (traduction d'Arthur Goldhammer), Cambridge, Mass. : The Belknap Press of Harvard University Press, 685 p.

Piketty, Thomas (2013), *Le capital au XXIe siècle*, Paris, Seuil, 970 p.

Pomeranets, Anna (2012), « Les taxes sur les transactions financières : expérience d'autres pays, enjeux et faisabilité », *Revue de la Banque du Canada* (automne).

Statistique Canada (2014), série Cansim 204-0001, [En ligne], www.statcan.gc.ca.

Tobin, James (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking* (février), p. 15-29.

Addenda

L'ouvrage de M. Piketty est le seul – à ma connaissance – qui a donné naissance à un livre entier de critiques[43]. Ces dernières portent à la fois sur la recherche empirique et les aspects théoriques. Il compte huit chapitres et fait appel à vingt collaborateurs.

Travail empirique

Les critiques relatives au travail empirique sont particulièrement virulentes. Elles occupent la deuxième partie du volume et les titres des chapitres sont révélateurs :

- les chiffres de Thomas Piketty ne tiennent pas debout (M. Felstein, p. 143) ;
- les chiffres de Thomas Piketty sur l'évaluation des revenus américains sont erronés (B. Zimmern, p. 163) ;
- Suède : la parenthèse trompeuse de Thomas Pikettty (M. Sahlen et S. Furth, p. 187).

M. Piketty a posé l'hypothèse d'une baisse séculaire suivie d'une hausse du taux d'inégalité des revenus. Or, les données sur le sujet, pour une très longue période, sont incomplètes. Il a donc recours à deux procédés : il combine des séries de sources diverses et reconstitue les années par interpolation linéaire. On lui reproche l'emploi de données insuffisantes. Par exemple, il n'utilise que six années pour en représenter 150[44]. Accusation plus grave : « il devient rapidement évident que Thomas Piketty a moins agrégé la littérature existante que sélectionné ses données[45] ». En termes plus directs : « Thomas Piketty a plutôt

43. N. Lecaussin et J.-P. Delsol (2015).
44. P. W. Magness et R. P. Murphy, dans Lecaussin et Delsol, *op. cit.*, p. 231.
45. Lecaussin et Delsol., p. 212.

décidé de remplir son graphique avec des chiffres tirés de son chapeau[46]. »

D'autres auteurs critiquent, comme nous l'avons fait, la théorie sur laquelle repose la recherche empirique.

On peut noter que les arbitres du *Journal of Economic Perpspective*[47] n'avaient pas vérifié les données et les chiffriers de Piketty puisqu'ils ont recommandé l'acceptation du manuscrit. En cela, ils ont adopté le comportement habituel des commentateurs (non rémunérés) des périodiques scientifiques.

Un problème général ?

Aussi frappantes soient-elles, les erreurs relevées par les critiques de l'ouvrage de M. Piketty ne constitueraient que des exemples d'un problème général. Selon certains auteurs[48], les recherches publiées en économie souffriraient de plusieurs déficiences : falsification des données[49], relations inexistantes « détectées[50] », biais de sélection (c'est-à-dire acceptation d'un manuscrit parce que les résultats semblent statistiquement significatifs ou conformes aux idées reçues dans la profession[51]).

La possibilité d'en reproduire les résultats constitue la raison première et le principal attrait de la recherche empirique. Or, les périodiques prestigieux semblent peu enclins à publier des travaux qui vérifient simplement des recherches antérieures parce qu'elles ne sont pas suffisamment originales, donc moins susceptibles d'être citées. En conséquence, le taux d'audit des

46. Lecaussin et Delsol., p. 204.
47. Voir Alvaredo, F. et collab., *op. cit.*, p. 3-20.
48. J.-P. Ioannidis et collab. (2017).
49. Ioannidis et collab. p. 236.
50. Ioannidis et collab.
51. Ioannidis et collab. p. 241.

hypothèses publiées est insuffisant et conduit à la persistance d'idées reçues auxquelles il faudrait apporter des nuances.

Quelles pourraient être les causes de cette situation ? Les promotions et la permanence des professeurs-chercheurs sont fonction du nombre de publications et du niveau des périodiques qui ont accepté leurs manuscrits. Or, le taux d'acceptation est faible. Par exemple, depuis 2012, le *Journal of Finance* n'a accepté que 3,3 % des manuscrits qui lui ont été soumis[52]. La pression sur les auteurs est donc extrêmement forte. Elle expliquerait en grande partie leur comportement.

Quels remèdes peut-on suggérer ? Il y aurait d'abord lieu d'accorder une plus grande valeur aux recherches qui ont pour but de vérifier des résultats antérieurs déjà publiés. Les éditeurs devraient exiger des auteurs qu'ils fournissent aux arbitres un état détaillé de leurs données, de leurs sources et du traitement utilisé. L'accès aux données et chiffriers devrait également être facilité et le partage obligatoire.

L'impôt, une récidive

À mon avis, la suggestion de réduire les inégalités au moyen d'un impôt sur le capital est contreproductive.

Les économies vivent en ce moment l'équivalent d'une nouvelle révolution industrielle attribuable au développement des banques de données et de l'intelligence artificielle. À cette occasion, des entrepreneurs peuvent accumuler rapidement des fortunes considérables. Les exemples sont bien connus et l'article déjà cité de Kaplan et ses collaborateurs (2013) en relève les conséquences. Une taxe sur le capital pourrait ralentir leurs efforts, au détriment des territoires qui pourraient y

52. *The Journal of Finance* (2018).

avoir recours. En outre, certaines formulations pourraient favoriser un financement excessif par emprunt.

De plus, on peut rappeler que les grandes réussites industrielles et commerciales font appel à des connaissances qui sont le lot de l'ensemble de la société. S'il en a fourni le fondement, il serait juste également qu'il participe au résultat. Au vu de ces considérations, on peut juger qu'il serait préférable et justifiable d'avoir recours plutôt à un impôt sur les successions.

Enfin, on peut se demander s'il y a lieu de revenir à la formulation antérieure, qui liait inversement le taux de l'impôt sur les gains en capital à la durée de la période de détention de l'élément d'actif. La sagesse de cette proposition n'est pas évidente, parce que les investisseurs à court terme, ou spéculateurs si l'on préfère, contribuent à la stabilité des cours. De plus, s'ils sont réputés en faire un métier, ils sont assujettis aux taux sur les revenus ordinaires. Mais nous sommes d'avis que les mesures qui favorisent une vision à long terme sont les plus susceptibles d'assurer le progrès de l'ensemble de la société.

Bibliographie

Ioannidis, J.-P., T.D. Stanley et H. Doucouliagos (2017), « The Power of Bias in Economics Research », *The Economic Journal*, 127, F236-F265.

Lecaussin, Nicolas, et Jean-Philippe Delsol (2015), *Anti-Piketty, Vive le capital au XXIe siècle*, Nice : Libréchange, 379 p.

The Journal of Finance, « About the J.F. Journal Stats. Site The*Journal of Finance*, consulté le 16 octobre 2018.

6
La concentration du pouvoir et de la propriété : un risque méconnu ?

> Les personnes du même métier se rencontrent rarement, même pour se distraire et se divertir, mais la conversation tourne finalement en conspiration contre le public ou quelque machination pour hausser les prix.
>
> Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, p. 145.

Les gestionnaires de portefeuille dont vous retiendrez les services ne vous entretiendront peut-être jamais des problèmes inhérents à la concentration du pouvoir dans les entreprises dont vous possédez directement les actions, ou encore qui font partie de la caisse de votre régime de retraite ou de celles des régimes publics auxquels vous cotisez et, enfin, de ceux des institutions financières dont vous avez acquis les produits (dorénavant, votre portefeuille). Mais il y a lieu de se poser la question : est-ce que la présence d'un « actionnaire important » constitue un avantage ou un inconvénient ? Nous examinerons ce concept et ses implications.

Depuis les années 1930 et surtout la fin des années 1970, les théoriciens ont accordé une grande importance aux coûts d'agence, c'est-à-dire aux conflits d'intérêts entre actionnaires (propriétaires) et dirigeants (cadres). Les premiers espèrent trouver leur profit dans les résultats de la société. À supposer que chacun possède un portefeuille diversifié, l'action en cause n'en représente qu'une faible partie, de telle sorte qu'une faillite éventuelle n'y causerait pas un dommage irréparable. Il en va tout autrement pour les seconds, les cadres qui y consacrent leur capital humain : une défaillance risque de leur faire perdre leur emploi et de ternir leur réputation. Elle réduit donc leurs possibilités de gains futurs. De plus, en échange de leurs services, ils souhaitent tirer de leur employeur tous les avantages possibles sur le plan de la rémunération, des conditions de travail et des efforts qui leur sont demandés. De leur côté, les actionnaires souhaitent plutôt acquérir leurs services au meilleur compte possible. L'opposition entre les intérêts des deux groupes est donc importante et doit se concilier, de façon explicite ou implicite, dans les contrats d'emploi.

Depuis quelques années, on a accordé plus d'attention au troisième acteur, l'actionnaire important (de contrôle). Il dispose d'un pouvoir qui lui est propre et peut imposer ses vues à la fois aux dirigeants et aux actionnaires minoritaires. Est-ce que ce sera à l'avantage de l'un ou de l'autre ?

Nous entendons examiner d'abord les notions de concentration du pouvoir et de la propriété, non seulement au Canada, mais également à travers le monde puisque votre portefeuille est diversifié internationalement. Ensuite, nous tenterons d'en établir les conséquences pour la gestion de votre patrimoine.

Concentration du pouvoir et de la propriété

La participation au rendement et au risque de l'entreprise est proportionnelle au nombre d'actions ordinaires que possède l'investisseur. Celles-ci établissent son droit de propriété. L'égalité entre les propriétaires est brisée lorsque l'un d'entre eux possède, disons, 10 % ou 20 % du capital-actions. Il devient alors un actionnaire important ou dominant. Cette position lui permet d'orienter les opérations parce qu'une coalition des minoritaires, qui permettrait de le contrer, est improbable. En effet, l'investissement de chacun ne justifie pas l'engagement de coûts relativement élevés de surveillance et de défense. Dès lors, l'actionnaire de contrôle acquiert un poids disproportionné par rapport à son investissement.

L'importance de ce problème est amplifiée par le recours à des instruments qui permettent de séparer pouvoir et propriété.

Le premier de ces outils est la structure pyramidale. Supposons, par exemple, qu'un investisseur possède 50 % + 1 des actions avec droit de vote d'une société A, qui est elle-même propriétaire de 50 % + 1 des actions de la compagnie B. En définitive, cet individu ne fournit que 25 % du capital-actions de B. Néanmoins, cette relativement faible participation lui en confère le contrôle. Une partie de son patrimoine est ainsi libérée aux fins d'investissement dans nombre d'autres entreprises. À supposer qu'elles échangent des biens et services – situation fréquente –, l'actionnaire de contrôle peut fixer les

termes des transactions de façon à favoriser l'organisation dans laquelle son droit de propriété est le plus élevé[1].

Les actions subalternes constituent un deuxième outil en usage dans les pays industrialisés. Elles comportent un droit de vote restreint par rapport aux ordinaires. Le ratio est fréquemment de un pour dix ou vingt. Par exemple, la famille Bombardier ne possède que 16,1 % des actions de la société qui porte son nom, mais contrôle 58,3 % des droits de vote. De même, 27,1 % des actions permettent à la famille Péladeau d'exercer 65,15 % des votes de Québecor. Entre 15 % et 20 % des sociétés cotées à la Bourse de Toronto sont gouvernées au moyen d'actions subalternes. Vous en retrouverez sans doute quelques-unes dans votre portefeuille[2].

Enfin, les participations croisées constituent un autre moyen d'augmenter l'influence d'un actionnaire sans accroître sa participation au risque. Deux propriétaires influents peuvent s'élire réciproquement à « leurs » conseils d'administration, ce qui assure une certaine complaisance dans les décisions, particulièrement celles qui concernent la rémunération des dirigeants. De tels agissements s'apparentent au népotisme, que favorise la séparation du pouvoir et de la propriété.

1. Au lecteur qui s'interroge sur l'importance du phénomène, très répandu au Canada, nous suggérons de parcourir : Statistique Canada, *Liens de parenté entre sociétés*.
2. Les diverses catégories de titres se reconnaissent à l'addition d'une lettre au nom de la société émettrice.

Concentration du pouvoir et de la propriété à travers le monde

Le tableau 1 suggère que la propriété diffuse des manuels de finance constitue l'exception plutôt que la règle. Nous constatons également que le propriétaire ultime est généralement une famille. Dans ce tableau, l'actionnariat est qualifié de diffus lorsqu'aucun actionnaire ou groupe agissant de concert ne possède plus de 10 % des actions. Les proportions sont plus que doublées si l'on choisit un seuil de 20 %.

Une première explication de la concentration des titres de propriété tient aux tailles différentes des économies. Les grandes sociétés se retrouvent principalement dans les grandes économies. Comme les ressources rares nécessaires au contrôle d'une organisation augmentent avec sa taille, nous attendons une relation négative entre cette dernière, la taille de l'économie et la concentration. La figure 1, qui ne prend en compte que les pays sous régime juridique anglo-saxon, illustre qu'il en est bien ainsi. La pente de la droite qui « résume » les points est négative. Les observations en dessous de la courbe positionnent ceux des 18 pays représentés[3] dont la concentration est moins élevée qu'on ne s'y attendrait, une fois prise en compte la taille de son économie. Plus grande est la distance entre la droite et le point, plus inattendue est sa situation. En particulier, nous observons que la propriété des actions est relativement peu concentrée aux États-Unis, au Royaume-Uni, ainsi qu'en Australie. Par conséquent, les problèmes reliés à la concentration du pouvoir ne sont pas, en général, importants dans

3. La Porta et collab. (1999, tableau 7).

les marchés boursiers de ces pays. Par ailleurs, la situation du Canada, malgré un taux relativement élevé attribuable à sa taille, est à peu près conforme aux attentes. On peut observer une tendance similaire, quoique moins prononcée, dans les pays régis par le Code civil, d'origine française.

Ces résultats tiennent en partie aux régimes juridiques des pays à l'étude. Ceux dont les taux sont les moins élevés ont en commun le droit coutumier. On peut observer une tendance similaire, quoique moins prononcée, dans les 18 pays régis par le Code civil. Ceux qui le sont par les droits germanique et scandinave affichent aussi des taux de concentration significativement inférieurs à ceux des pays du Code civil. Certains auteurs estiment que la protection plus efficace accordée aux créanciers et aux actionnaires par le droit anglo-saxon « explique » les taux plus faibles. Nous reviendrons sur cette question.

À ce point, une première conclusion se dégage. Si votre portefeuille acquiert des actions ordinaires de grandes sociétés des États-Unis, de l'Australie ou du Royaume-Uni, par exemple un portefeuille indiciel, il n'y aura pas lieu de vous soucier du problème de l'identité d'éventuels actionnaires importants. Mais il en ira autrement dans les autres pays du monde.

Un risque supplémentaire ?

La concentration des titres de propriété dans les mains d'un actionnaire important entraîne-t-elle un type de risque particulier ? Si oui, est-il entièrement capturé par les mesures habituelles de volatilité ? Ou plutôt rémunéré par un escompte relativement au cours d'actions par ailleurs

comparables ? Au Canada, l'escompte médian des subalternes par rapport aux ordinaires se situe entre 5 % et 8 %[4]. De l'observation que les subalternes se vendent à escompte dans tous les pays, on doit inférer que le marché attribue à cette subdivision du capital-actions un risque supplémentaire.

Une question plus générale se pose : quelle est la nature du risque attribuable à la présence d'un actionnaire important ? Nous pouvons répondre par deux hypothèses contradictoires.

La première. Puisque l'actionnaire de contrôle a dû consacrer des ressources importantes à l'obtention de ce statut, son patrimoine n'est pas parfaitement diversifié. Il devient donc efficient pour lui de surveiller les dirigeants et de leur imposer une gouvernance efficiente et efficace. Ce faisant, il protège également les minoritaires qui, indirectement, trouvent ainsi leur profit dans ses activités. La seconde . Puisque l'actionnaire dominant s'est donné les moyens d'exploiter les minoritaires, il devrait, rationnellement, en user. Il détournera donc à son profit, par les voies que nous avons indiquées, une partie des ressources de l'organisation.

Comment trancher entre ces deux hypothèses ? Si l'actionnariat atomisé possédait sur le concentré un avantage décisif, ce dernier aurait dû disparaître. Puisque les épargnants continuent d'acquérir les titres de sociétés concentrées, ils doivent nécessairement le faire à des cours qui comportent une rémunération suffisante pour le risque supplémentaire engagé. De même, si un régime juridique offrait de toute évidence une protection supérieure à l'autre,

4. Pour un tableau de la situation dans quelques pays, voir Gagnon (2000).

les épargnants exporteraient leurs économies vers les marchés où les risques d'exploitation sont moins élevés. Nous ne pouvons donc conclure à priori que la présence d'un actionnaire de contrôle constitue un avantage ou un inconvénient.

Par ailleurs, les gouvernements pourraient alléger le problème des actions subalternes par l'addition dans la *Loi sur les sociétés par actions* de l'exigence que toute société qui a recours à ce type de titres permette en retour le vote cumulatif. Ce dernier autorise un actionnaire à reporter sur un nombre restreint de postes d'administrateurs tous les droits de vote dont il dispose. Par exemple, supposons qu'il possède 10 actions et que le conseil d'administration est composé de 12 membres. Il pourra donc exercer 120 votes. Plutôt que de voter 10 fois pour chacun des postes, le vote cumulatif lui permet de déposer 120 votes sur un seul poste. La probabilité qu'il puisse choisir au moins un directeur s'en trouve augmentée.

Il serait également possible que les règlements de la compagnie stipulent que l'existence des votes multiples sera soumise à la volonté de l'ensemble des actionnaires lorsque ces titres changent de main, par exemple lors d'un héritage. Ceux-ci pourraient alors décider s'ils jugent toujours acceptable la multiplicité des votes.

L'analyste chargé de la sélection des titres devra donc, dans chaque cas, évaluer le comportement probable de l'actionnaire de contrôle et juger si le taux de rendement anticipé justifie le risque engagé. Son analyse sera facilitée par les observations empiriques suivantes.

Observations empiriques

Un examen des recherches publiées sur le sujet suggère les observations suivantes.

– Politique des dividendes. Les entreprises contrôlées par un actionnaire important ou par leurs cadres adoptent une politique des dividendes moins généreuse (Morck, 2000 ; Eckbo et Verma, 1996). Au Canada, une telle attitude peut s'expliquer, au moins partiellement, par des considérations d'ordre fiscal. En effet, comme le dividende est imposé plus lourdement que le gain en capital, il est avantageux pour un particulier d'accumuler les ressources dans l'entreprise et de ne toucher l'accroissement de richesse qu'au moment de la vente. Une telle politique n'est pas nécessairement optimale pour tous les minoritaires.

– Ratio d'endettement. Les sociétés contrôlées par un actionnaire important choisissent des ratios d'endettement moins élevés que les sociétés comparables (Morck, 2000). Puisque le portefeuille de l'actionnaire de contrôle n'est pas parfaitement diversifié, il voudra au moins contrôler son risque total et favorisera donc un risque financier moins important.

– Rendement comptable des actions. Dans leur étude, Bozec et Laurin (2004) prennent en compte la séparation des votes et de la propriété. Dans ce cas, leurs résultats suggèrent que l'influence de l'actionnaire sur le rendement est positive, surtout s'il possède 25 % ou plus des actions. Son intérêt semble alors se confondre avec celui des minoritaires. Dans les autres cas, sa présence n'a pas d'effet perceptible, mais elle peut

devenir négative lorsqu'il cesse d'être « passif » et décide de prendre place parmi les administrateurs.

Morck (2000) introduit une distinction prometteuse. Il subdivise le groupe d'entreprises contrôlées par des familles entre celles qui le sont par l'entrepreneur-fondateur et celles qui le sont par ses héritiers. Conformément aux attentes, ces dernières offrent, en moyenne, des taux de profit inférieurs à ceux des groupes de contrôle. Mais on observe l'inverse aussi longtemps qu'elles demeurent sous la gouverne du fondateur. Enfin, les héritiers consacrent à la recherche et au développement des ressources moins importantes que l'ensemble des décideurs. Ces observations justifient la remise en cause du caractère subalterne des actions lors d'un transfert de titres, par exemple, à des héritiers.

– Coûts de transaction en bourse. Ils sont plus élevés lorsque l'organisation est placée sous la coupe d'un actionnaire important. Les mainteneurs de marché risquent d'avoir comme contrepartiste un investisseur mieux informé que les autres (c'est-à-dire l'actionnaire important ou ses alliés) de la valeur future de l'émetteur. En conséquence, ils élargissent l'écart entre les prix offerts et demandés, ce qui entraîne une augmentation du coût d'entrée et de sortie (Attig, 2003).

– Cours des titres interlistés. On a observé que, toutes choses égales par ailleurs, les actions canadiennes admises à la cote des bourses américaines s'échangent à des cours inférieurs à ceux de titres similaires (King et Segal, 2003a et 2003b). Les taux de concentration plus élevés au Canada pourraient expliquer cette différence.

- Liquidité. Les actions subalternes sont généralement plus sensibles aux fluctuations boursières, ce qui est un inconvénient, mais également plus liquides, ce qui est un avantage (Jog et Riding, 1989).
- L'État comme actionnaire principal. Il arrive qu'un gouvernement acquière une participation importante dans une entreprise commerciale ou industrielle. Il va de soi qu'il souhaite alors la gérer selon des critères et des objectifs qui, pour justifiés qu'ils puissent être du point de vue social, ne coïncident pas avec ceux des minoritaires. Le conflit d'intérêts est inévitable et sera nécessairement résolu en leur défaveur. Le problème disparaît lorsque l'État acquiert tout le capital-actions ordinaire. Il devrait donc, nous semble-t-il, adopter une telle politique. Notons que notre réserve ne s'applique pas avec une égale intensité aux investisseurs institutionnels, même contrôlés par l'État, qui n'adoptent pas des vues différentes de celles des gestionnaires privés.
- En cas de crise financière, l'actionnaire dominant peut réussir à protéger ses intérêts au détriment des minoritaires (Lemmon et Lins, 2003).

Conclusion

Que conclure de cette discussion ? La présence d'un actionnaire important peut être un avantage ou un inconvénient. Il importe de juger chacun des cas à son mérite. La concentration est donc un élément de caractère aléatoire. En ce sens, elle fait partie du risque attaché à l'investissement.

Note sur les actions subalternes

Les actions subalternes participent à la propriété sur un pied d'égalité avec les ordinaires, mais leur apport au contrôle est fort dilué. En conséquence, elles intéressent beaucoup moins l'acquéreur potentiel d'une position dominante dans une société. Elles risquent donc de ne pas se voir offrir la « prime de contrôle » qu'obtient généralement l'actionnaire principal. C'est là peut-être le principal inconvénient de cette catégorie de titres. Par ailleurs, il peut être éliminé par l'insertion d'une clause de protection ou clause d'égalité de traitement (*coattail provision*, en langue anglaise). Cette dernière prévoit qu'en cas de vente du bloc de contrôle les subalternes deviennent convertibles, aux fins de la transaction, en actions ordinaires. Elles sont ainsi assurées de recevoir une offre d'achat identique à celle de l'actionnaire important.

La politique de placement devrait donc prévoir que les actions subalternes acquises par votre portefeuille comportent une telle protection.

TABLEAU 1

Distribution de fréquence des sociétés, par type de propriété et mode de contrôle, 1996

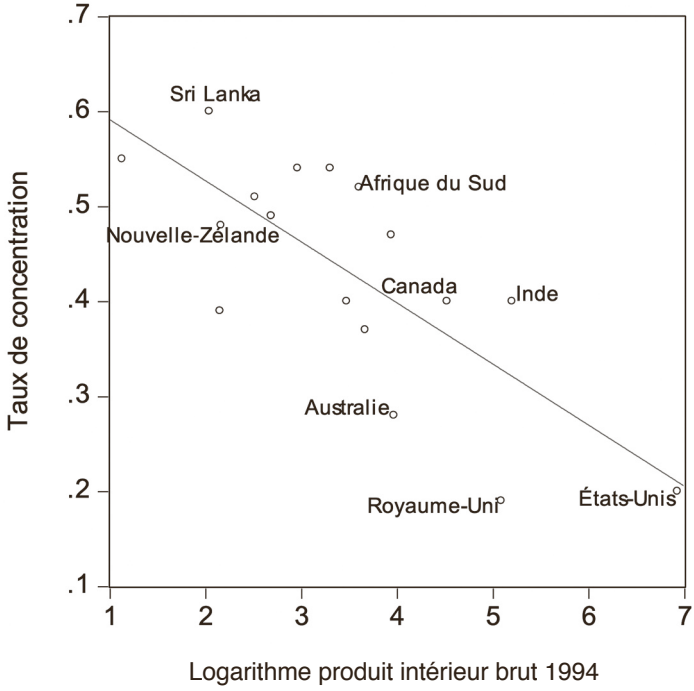
	CANADA	ASIE	EUROPE
TYPE DE PROPRIÉTÉ	**%**	**%**	**%**
Propriété diffuse*	17,5	20,3	13,7
Propriétaire ultime			
famille	56,6	45,1	55,9
gouvernement	4,5	6,3	4,1
total	81,8	79,9	86,3
MÉTHODES DE CONTRÔLE			
Structure pyramidale	33,5	45,7	22,4
Participations croisées	10,9	11,0	7,4
Restrictions au droit de vote	23,0		19,9

*Sociétés dont aucun actionnaire ne possède plus de 10 % des actions.

Source : Attig, 2003.

FIGURE 1

Pourcentage des actions ordinaires possédées par les trois principaux actionnaires des dix principales sociétés non financières privées, pays sous régime juridique anglo-saxon



Source : La Porta *et al.* (1998)

Bibliographie

Attig, N. (2003), « Corporate Governance, Corporate Policies, and Stock Market Liquidity », thèse de doctorat non publiée, Université Laval.

Bozec, Y., et C. Laurin (2004), « Concentration des droits de propriété, séparation entre la participation au capital et le contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », *Finance, contrôle et stratégie*.

Denis, D.K., et J.J. McConnell (2003), « International corporate governance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, nº 1 (mars), p. 1-23.

Eckbo, B.E., et S. Verma (1994), « Managerial share-ownership, voting power and cash dividend policy », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, nº 1 (mars), p. 33-62.

Gagnon, J.-M. (2000), « Les actions subalternes : caractéristiques et réglementation », *Finance et Investissement* (décembre), rubrique recherche, p. 30.

Jog, V.M., et A. Riding (1989), « Market Reactions of Return, Risk and Liquidity to the Creation of Restricted Voting Shares », *Canadian Journal of Administrative Sciences* (mars), p. 62-72.

King, M., et D. Segal (2003a), « Corporate Governance, International Cross Listing and Home Bias », Bank of Canada, document de travail.

King, M., et D. Segal (2003b), « Valuation of Canadian vs US-listed Equity : Is There a Discount ? », Bank of Canada, document de travail.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Schleifer (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, nº 2, (avril), p. 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et R. Vishny (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, nº 6, p. 1113-1155.

Lemmon, M. L., et K.V. Lins (2003), « Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value : Evidence from the East Asian Financial Crisis », *The Journal of Finance*, vol. 58, nº 4 (août), p. 1445-1468.

Morck, R. ed. (2000) « Concentrated Corporate Ownership ». Chicago and London, The University of Chicago Press.

Schleifer, A., et R. Vishny (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 3, p. 461-487.

Statistique Canada (diverses années), *Liens de parenté entre sociétés*, Ottawa, cat. 61-507 et 61-517.

7
L'impôt sur le revenu

Il n'existe aucun art qu'un gouvernement
n'apprenne plus rapidement d'un autre que celui
de tirer de l'argent de la poche des gens.

Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of
the Wealth of Nations, p. 861.

Les commentaires écrits ou verbaux relatifs à l'impôt sur le revenu sont nombreux. À cela rien d'étonnant : nous sommes tous des contribuables, en puissance ou réels. Cette note présente en premier lieu certaines considérations relatives à l'impôt des sociétés et, en second lieu, à celui des particuliers.

Impôt des sociétés

L'impôt exigé des sociétés commerciales est d'un poids moindre que celui des particuliers. En 2016, il représentait environ 8 % des revenus des administrations publiques au Canada, alors que celui des ménages s'élevait à 30 %[1]. Une source partielle de la différence est facilement repérable : la rémunération des salariés égalait 50,3 % du produit

1. Statistique Canada, *Tableau 36-10-0221-01*, *Produit intérieur brut en termes de revenus, provinciaux et territoriaux,* annuel (x1000 000), Ottawa.

intérieur brut, alors que l'excédent brut de l'exploitation des sociétés n'atteignait que 25,5 %[2].

Toutefois, il est important de noter que ces données sont d'importance secondaire. Aucune personne morale n'a jamais payé d'impôt. Cette dernière constitue plutôt un point de perception. Ses charges fiscales sont implicitement transmises aux employés, aux actionnaires et aux clients, selon l'élasticité de l'offre et de la demande de biens et services. Le crédit accordé aux particuliers en réduction du revenu en dividendes constitue une reconnaissance de ce fait. L'observation demeure juste lorsque le marchand utilise le raccourci « nous payons les taxes » pour quantifier une baisse de prix.

Le problème de l'optimisation fiscale par les sociétés n'en demeure pas moins de grande importance. Ainsi qu'elles en ont la responsabilité, ces dernières minimisent les charges fiscales et tous les autres coûts de production, compte tenu des lois en vigueur. Pour ce faire, elles utilisent, en particulier, les « prix de transfert », c'est-à-dire les prix auxquels elles comptabilisent les frais et les revenus qui résultent des transactions entre les sociétés affiliées. Ces opérations, qui s'annulent dans les états consolidés, servent, entre autres fins, à localiser les profits imposables dans les territoires dont les taux d'impôt sont les moins élevés. La facture totale s'en trouve minimisée.

Une répartition équitable de la ponction fiscale consisterait, pour chacun des gouvernements, à lever un impôt sur le profit consolidé pondéré par le volume d'affaires

2. Statistique Canada, *Tableau 36-10-0450-01, Revenus, dépenses et solde budgétaire – Administrations publiques, comptes économiques provinciaux et territoriaux* (x1000,000).

réalisé sur son territoire. La solution au problème suppose la conclusion de traités fiscaux qui comprennent un partage de l'information et des services d'audit.

Impôt des particuliers

Dans le domaine de l'impôt des particuliers, la progressivité des taux a retenu l'attention. Les données du tableau 1 montrent que les contribuables dont le revenu net égale ou dépasse 100 000 $, soit 9 % d'entre eux, épongent 51 % de la cotisation globale des particuliers (les trois dernières lignes du tableau). Cette donnée indique une progressivité relativement forte, mais encore est-elle sans doute fortement biaisée. Il est rentable pour les contribuables à revenu élevé, mais non pour les autres, d'exporter une partie de leurs revenus vers les territoires à fiscalité moins exigeante. En conséquence, leurs revenus déclarés au Canada sont inférieurs à leurs revenus totaux et la progressivité réelle inférieure à celle du tableau. En d'autres mots, au tableau 1, pour les revenus supérieurs à 250 000 $, les données de la colonne 2 sont sous-évaluées, et celles de la colonne 4 surévaluées. Par ailleurs, cet effet est, au moins en partie, contrebalancé par le travail au noir, qui affecte la partie inférieure de l'échelle. Enfin, on peut noter que les taxes à la consommation, de perception plus facile, ne rencontrent pas tous les problèmes que nous avons relevés[3].

Les frontières entre territoires à taux d'impôt différents ajoutent à la complexité du problème. En effet, les marchés trouvent leur équilibre à la marge. Au fil du temps,

3. Voir G. Lamy, directeur, (2012), *C'est Faux !*, Québec, Les éditions du Septentrion, p. 52-80.

les contribuables à revenu élevé tendront à s'installer dans les territoires où les taux sont moins progressifs. Par exemple, lors d'une promotion, un cadre choisira de situer son bureau dans une autre province. Ou encore un accroissement de la production sera confié à une usine d'un territoire moins exigeant au titre des impôts. Ainsi, l'effet fiscal, graduel, passera inaperçu. Le tableau minimise cet effet parce qu'il ne prend pas en compte l'impôt provincial. En conséquence, deux effets sont perceptibles : les taux effectifs totaux sont plus élevés qu'il ne semblerait au vu de ce seul tableau et la progressivité semble, dans certains cas, plus accentuée qu'elle ne l'est réellement. De plus, l'effet de relocalisation entre les provinces canadiennes sera d'autant plus marqué qu'aucune entrave n'est posée à la libre circulation des biens et des personnes. Il ne sera pas immédiatement visible, mais pourrait éventuellement être décelé par une analyse économétrique.

L'impôt négatif

Soulignons que, dans les sociétés modernes, le problème de l'inégalité des revenus est majeur. On peut arguer que la concurrence entre les agents économiques constitue le système le plus efficace et le plus efficient de production de la richesse. Mais l'intervention gouvernementale est nécessaire pour en assurer la régulation et veiller à l'équité de la répartition des revenus. L'impôt constitue un instrument indispensable. De fait, l'impôt négatif serait peut-être l'outil idéal pour ce faire et remplacerait avantageusement les modes de répartition actuels[4]. Il constituerait une forme de

4. Voir, par exemple, Milton Friedman (1972), *An Economist's Protest*, Glen Ridge, New Jersey : Thomas Horton and Company, Glen Ridge, New Jersey.

revenu minimum garanti, dont la mise en place devra probablement suivre l'arrivée de l'intelligence artificielle, des robots et d'autres formes de mécanisation du travail.

Transfert entre générations

Au niveau d'imposition se rapporte celui de la dette gouvernementale, qui représente des impôts différés. Le rappel du transfert de la dette publique entre les générations est parfois tellement superficiel qu'il en devient une légende urbaine. On oublie fréquemment que la comptabilité, depuis l'Égypte ancienne, se fait en partie double : à toute écriture au débit doit correspondre une entrée dans la colonne crédit. Les successeurs héritent non seulement des dettes, un passif au bilan des contribuables, mais également des obligations, un actif à celui des épargnants, de telle sorte que le transfert est intra et non intergénérationnel. De plus, il est vrai que le solde impayé des emprunts gouvernementaux engagés pour acquitter des dépenses courantes dont ne profiteront pas les générations suivantes constitue un transfert de charges intergénérationnel. Mais, en principe, la plus grande partie de la dette publique a été contractée pour acquérir des biens durables, comme de l'équipement, des immeubles et des infrastructures. Si la durée de vie et la valeur de ces biens excèdent celles du solde des emprunts, il y a transfert d'une valeur nette dont profitera la génération suivante. Elle en devient bénéficiaire et devrait remercier ses prédécesseurs.

TABLEAU 1

Distributions de fréquence des contribuables et de l'impôt fédéral à payer au gouvernement fédéral. Année d'imposition – 2016

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		IMPÔT FÉDÉRAL	NET	À PAYER	CONTRIBUABLES	
	REVENU NET	% IMPÔT				
CLASSE (000 $)	$	$	% REVENU	TOTAL	NOMBRE	%
<5	3 494 203	2 155	0,00	0,00	2 392 840	0,09
5-10	11 829 957	4 409	0,00	0,00	1 574 160	0,06
10-15	26 532 294	36 731	0,00	0,00	2 160 660	0,08
15-20	41462810	314 843	0,01	0,00	2 388 010	0,09
20-25	43 610 143	833 511	0,02	0,01	1 997 150	0,08
25-30	41 888 416	1 547 634	0,04	0,01	1 581 350	0,06
30-35	46 279 381	2 369 021	0,05	0,02	1 489 950	0,06
35-40	52 706 648	3 265 551	0,06	0,03	1 482 590	0,06
40-45	55 290 119	3 941 161	0,07	0,03	1 385 100	0,05
45-50	57 758 361	4 556 878	0,08	0,04	1 305 580	0,05
50-55	51 788 953	4 537 654	0,09	0,04	1 072 050	0,04

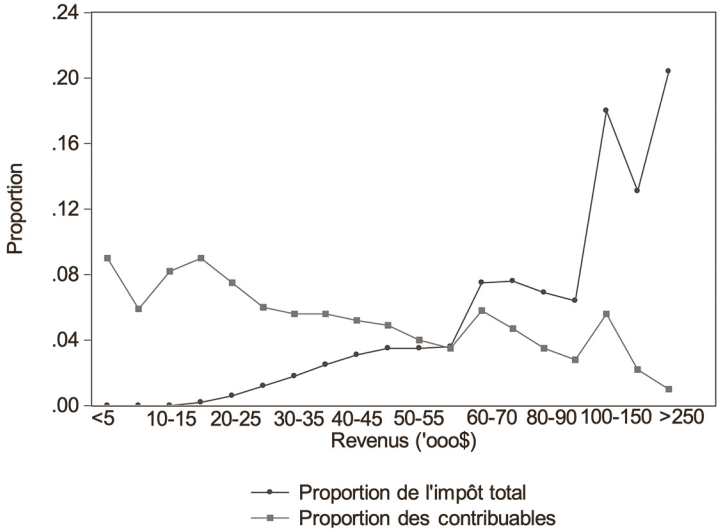
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		IMPÔT FÉDÉRAL	NET	À PAYER	CONTRIBUABLES	
	REVENU NET	% IMPÔT				
CLASSE (000 $)	$	$	% REVENU	TOTAL	NOMBRE	%
55-60	49 125 185	4 697 809	0,10	0,04	935 040	0,04
60-70	90 675 421	9 624 747	0,11	0,07	1 541 470	0,06
70-80	83 498 706	9 781 201	0,12	0,08	1 235 260	0,05
80-90	70 220 485	8 832 998	0,13	0,07	924 130	0,03
90-100	62 049 993	8 237 432	0,13	0,06	735 330	0,03
100-150	155 552 483	23 152 699	0,15	0,18	1 478 120	0,06
150-250	94 887 294	16 826 924	0,18	0,13	578 050	0,02
≥ 250	115 220 116	26 349 140	0,23	0,20	252 260	0,01
Total	**1 153 870 971**	**128 912 499**	**0,11**	**1,00**	**26 509 100**	**1,00**

Note : tous les postes relatifs aux revenus et impôts sont en milliers de dollars.

Source : Agence du revenu du Canada, Statistiques sur le revenu 2018, préliminaire, tableau 2, pour l'ensemble du Canada.

FIGURE 1

Distribution de fréquence relative des contribuables et des impôts des particuliers – Impôt fédéral – Année d'imposition 2016



Source : Tableau 1

Politique économique

8
La vente de Rona

> La poste… est peut-être la seule activité commerciale qui peut être administrée avec succès par, je crois, n'importe quel niveau de gouvernement… L'organisation ne comporte aucun mystère. Le rendement est non seulement assuré, mais immédiat.
>
> Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, p. 818.

Les médias ont colporté un grand nombre de commentaires sur la vente des actions de la société Rona. Toutefois, aucun d'eux n'a – à ma connaissance – fourni une analyse cohérente de la transaction.

Les données qui entrent dans l'analyse coûts-bénéfices relative à une opération dépendent de l'identité de l'investisseur. Il importe de distinguer les rôles des investisseurs privés, du gouvernement du Québec et de l'État. Aux fins de la discussion, nous distinguons le rôle du gouvernement, similaire à celui d'une compagnie de gestion, de celui de l'état, son propriétaire. Mais rappelons d'abord la nature de la transaction.

La compagnie et la transaction

Rona inc. (Rona) est une société constituée en vertu de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec. Le siège social est situé à Boucherville, au Québec, et ses actions sont cotées à la Bourse de Toronto[1]. La société, distributeur et détaillant d'articles de quincaillerie, de construction et de rénovation, emploie environ 22 000 personnes. Ses ventes au détail prennent place dans ses propres magasins et ceux de ses franchisés. Elle joue également le rôle de grossiste pour des marchands indépendants.

Le ratio du résultat opérationnel à l'actif se situait aux environs de 5 % pour les exercices 2014 et 2015. Il avait été négatif en 2013. Celui de l'endettement atteignait 37 %[2]. La valeur d'un montant de 100 $ investi en actions ordinaires de Rona à la fin de décembre 2009 avait décliné à 91 $ à la fin de décembre 2014. Un placement égal dans l'indice composé S&P/TSX aurait valu 143 $. Dans le sous-indice plafonné de la consommation discrétionnaire, il aurait crû à 242 $[3].

L'offre de Lowe's Canada, soit 24 $ par action ordinaire, représentait une prime de 104 % par rapport au cours de clôture du 2 février 2016 et 42 % par rapport au cours de clôture maximal pendant les 52 semaines qui ont précédé cette date[4].

1. Rona (2016a, p. 1).
2. Rona (2016a et 2014).
3. Rona (2016b, p. 38).
4. Rona (2016b, p. ii).

Investisseurs privés

L'investisseur privé actualisera les flux monétaires qu'il espère tirer de Rona à l'aide du taux de rendement qu'il pourrait obtenir d'un placement de même niveau de risque. Cette valeur actualisée sera comparée au prix qu'on lui offre pour ses actions. Il l'acceptera si le second est plus élevé que la première. À valeurs égales, il sera indifférent entre les deux options, soit vendre – toucher le capital – ou conserver ses actions – recevoir le revenu.

Aux fins de la présente analyse, la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) se range parmi les investisseurs privés.

Gouvernement du Québec

Pour sa part, le Gouvernement pourrait, en premier lieu, faire une analyse strictement économique, c'est-à-dire du point de vue des finances publiques. À cette fin, il actualisera les flux monétaires qu'il perdra par suite de la transaction. Par exemple, la perte et le détournement de revenus fiscaux pourraient être significatifs. Les nouveaux propriétaires pourraient utiliser les prix de transfert des transactions entre filiales pour détourner des profits vers des territoires moins exigeants. Enfin, les pertes d'emplois entraîneront probablement des décaissements supplémentaires de fonds publics. La valeur actualisée ainsi obtenue représente le montant maximal qu'il devrait investir dans une intervention.

Les paramètres qu'utilisera le Gouvernement aux fins de sa propre analyse différeront de ceux de l'investisseur

privé. Son « coût du capital » (taux d'actualisation) n'est pas nécessairement égal à celui de la CDPQ ou des autres investisseurs privés[5]. À supposer que les résultats des analyses du Gouvernement et de la CDPQ diffèrent sensiblement, comment pourrait-on concilier les résultats divergents ? Il faut d'abord éviter l'erreur d'obliger la CDPQ à courir deux lièvres à la fois : financer les retraites de ses membres et promouvoir directement le développement économique. Le sacrifice d'une partie de la valeur de ses flux monétaires afin d'accélérer la croissance du territoire équivaut à l'imposition d'une taxe particulière à ses membres. Il faut plutôt concilier les objectifs des deux parties au moyen d'une comptabilité juste. La différence de valeur de Rona pour la CDPQ et le Gouvernement, positive ou négative, devrait être entièrement imputée à ce dernier et répartie sur l'ensemble des contribuables. Une telle règle convenue à l'avance libérerait les mains des deux entités et permettrait à chacune de s'acquitter de ses responsabilités propres, à condition que le partage des tâches, le financement, la comptabilité et la reddition de comptes soient également répartis de façon appropriée. Ce type de gouvernance devrait s'appliquer de façon générale. Par exemple, les projets de production d'électricité par éoliennes dont l'objectif est d'abord d'aider certaines communautés devraient y être assujettis. Il appartient au Gouvernement, et non à Hydro-Québec, d'absorber les coûts supplémentaires et d'en recevoir le crédit.

5. Entre autres différences, l'investisseur privé, mais non le Gouvernement, déduira de ses flux monétaires l'impôt sur le revenu.

L'État

L'État, par opposition au gouvernement, adopte un point de vue plus général.

Dans une fusion ou acquisition d'entreprise, l'aspect le plus important, du point de vue de la collectivité, est son effet sur l'intensité de la concurrence dans le secteur d'activité en cause. Dans le cas présent, si elle la stimule, l'efficience des distributeurs de matériaux de construction s'en trouvera augmentée et sera source d'une amélioration de notre bien-être collectif. Dans le cas contraire, il y aurait lieu de s'y opposer.

La surveillance de l'évolution de cette caractéristique des marchés est dévolue au gouvernement fédéral. Il lui appartient de s'en acquitter avec diligence. Il devrait y consacrer les ressources nécessaires, même s'il doit, pour ce faire, réduire l'attention qu'il porte aux domaines confiés aux provinces, comme la surveillance du commerce des valeurs mobilières.

L'État doit aussi prendre en compte certains effets de l'activité économique, comme la pollution de l'air et des eaux et, d'une façon générale, les effets négatifs sur l'environnement. Ils sont appelés « externes », dans le jargon des économistes, parce que la comptabilité des sociétés privées ne les enregistre pas : ils sont assumés par la collectivité.

Le risque de perte d'emplois doit être pris en compte, car il est source de frustrations pour les familles et perturbe la paix sociale. Toutefois, la question doit être pertinente. Celle qui porte sur le nombre d'éventuelles mises en disponibilité ne l'est pas. Aux fins de l'analyse de la transaction, il faut plutôt évaluer l'excédent des pertes ou gains d'emplois

sur le nombre anticipé en l'absence d'un transfert de la propriété. Il est sans doute plus difficile de répondre à la seconde question.

La vente de sièges sociaux peut entraîner une diminution des activités de recherche et de la capacité du Québec d'attirer des gestionnaires de haut calibre. Ce sont là des facteurs difficilement quantifiables, mais dont il faut néanmoins tenir compte. Aucun de ces effets ne semble avoir été en cause dans la transaction Rona. Encore, faudrait-il s'en assurer.

L'utilisation du produit de la vente

Si le produit de la vente est utilisé par les Québécois pour financer des investissements dans de nouvelles entreprises, la recherche et le développement, de nouveau la transaction aura été profitable. Nous devons penser que le montant encaissé par la CDPQ sera utilisé de cette façon et servira éventuellement à financer les retraites. Il en irait tout autrement s'il devait être dissipé, par exemple, sur les tables de jeu de Las Vegas. Un tel comportement serait incompatible avec l'hypothèse de l'analyse coûts-bénéfices, qui pose que la recette est réinvestie à un taux de rendement égal ou supérieur au taux d'actualisation.

Conclusion

Celui qui ne dispose pas des réponses aux questions précédentes ne peut prétendre savoir si la vente des titres de Rona a été bénéfique pour le Québec. L'effet sur l'emploi n'est pas évident. À tout le moins serait-il nécessaire, dans

l'avenir, de répartir correctement entre les organismes la responsabilité des mises de fonds, de la surveillance et de la reddition de comptes.

Bibliographie

Rona (2016a), Rapport de gestion et états financiers consolidés 2015, site SEDAR, 1er mars 2016.

Rona (2014), Rapport de gestion et états financiers consolidés 2013, site SEDAR, 28 mars 2014.

Rona (2016b), Avis de convocation à l'assemblée extraordinaire des actionnaires qui aura lieu le 31 mars 2016, Circulaire de sollicitation de procurations par la direction, site SEDAR, 1er mars 2016.

9
Fusion des compagnies Air Canada et Transat A.T.

Le 11 août 2019, les sociétés Air Canada et Transat A.T. annonçaient que la première entend acquérir toutes les actions de la seconde au prix de 18 $ l'unité[1]. Ainsi, le montant total de la transaction atteindrait 720 M $, sensiblement plus élevé que celui d'une offre antérieure à 13 $. Que pouvons-nous penser d'une telle proposition ?

La réponse dépendra du point de vue adopté, soit celui des actionnaires de Transat, de ceux d'Air Canada et du gouvernement du Canada.

Actionnaires de Transat A.T.

Comme on peut le voir à la figure 1, le bénéfice d'exploitation de la société Transat est à la fois plus volatil – donc plus risqué – et moins élevé que celui d'Air Canada. Il a même été négatif en 2016 et 2018. Par ailleurs, l'entreprise est moins endettée que sa concurrente (figure 2). De plus, le dernier prix offert, 18 $, est égal au triple du cours de fermeture de 2018. Bien qu'elles aient brièvement atteint une

1. Air Canada (11 août 2019).

valeur égale à 11 $ vers la fin de 2017, au cours des dernières années leur valeur oscillait entre 5 $ et 6 $. Les propriétaires pouvaient donc considérer très avantageuse l'offre d'Air Canada.

Actionnaires d'Air Canada

Un investissement de 720 M $ représente environ 3 % de l'actif d'Air Canada. Son importance ne semble donc pas excessive. Toutefois, un simple transfert des droits de propriété n'améliorerait pas sa performance financière parce que les bénéfices d'exploitation des deux entités sont positivement corrélés : pendant la courte période considérée, ils fluctuent à l'unisson. Les gestionnaires doivent donc prévoir un ajustement des offres de service pour les trajets communs, ou encore un usage plus intensif des capitaux humain et physique. S'il en est ainsi, la transaction pourrait être bénéfique pour les actionnaires d'Air Canada également. On ne peut douter qu'il s'agit là du jugement des administrateurs de la compagnie.

Le Gouvernement

Au Canada, la surveillance de la concurrence, élément essentiel d'un régime d'entreprises privées, incombe au Gouvernement, qui en confie la responsabilité au Bureau de la concurrence Canada. Ce dernier en surveille l'intensité. À cette fin, lors de projets de fusion entre sociétés importantes, il examine leur effet sur les taux de concentration[2],

2. Bureau de la concurrence Canada (6 octobre 2011, par. 5.13, note 31).

compare les offres de services ou de produits dans les différentes régions et fait appel à des experts[3].

Le taux de concentration est égal à la somme des parts de marché, mesurées par les revenus ou les nombres d'unités vendues, des principaux participants. Par exemple, CR_4 représente le total des pourcentages des ventes des quatre premières firmes de l'industrie. L'indice Herfindahl-Hirschman (HH) résulte de la somme des carrés des parts de marché des membres de l'industrie. Dans les deux cas, la valeur varie entre zéro et l'unité. Un nombre égal à 1 représente un monopole. L'objectif est donc de maintenir le taux au niveau le plus bas possible jugé acceptable. Toutefois, l'analyse des ratios pose deux problèmes : la définition de l'industrie et la répartition géographique. Deux entreprises classées dans la même industrie peuvent offrir des produits si différents qu'ils ne sont pas destinés aux mêmes consommateurs et ne sont donc pas en concurrence. Ou encore des sociétés de la même industrie, mais dont les affaires se situent dans des régions différentes, ne sont pas véritablement concurrentes.

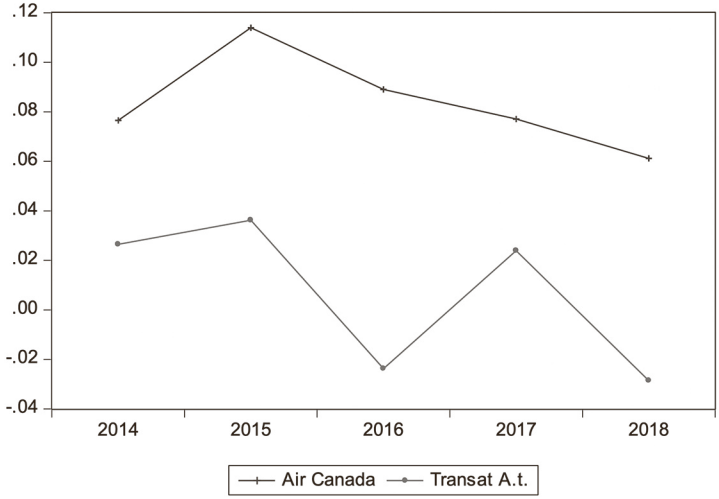
Afin de résoudre ces problèmes, dans le cas de compagnies aériennes, le Bureau compare les offres de service (horaires et prix) pour les trajets communs. Il s'efforce de juger si la fusion permettrait à l'entreprise combinée d'exercer un « pouvoir de marché », c'est-à-dire un certain contrôle sur les prix, la quantité et la qualité des services offerts sur les trajets qui se chevauchent.

3. *Ibid*. (25 février 2019 et 6 octobre 2011).

Si la fusion d'Air Canada et Transat se justifie par des économies d'échelle plutôt que par une hausse des prix ou une réduction des vols, elle devrait être jugée acceptable par le Bureau.

FIGURE 1

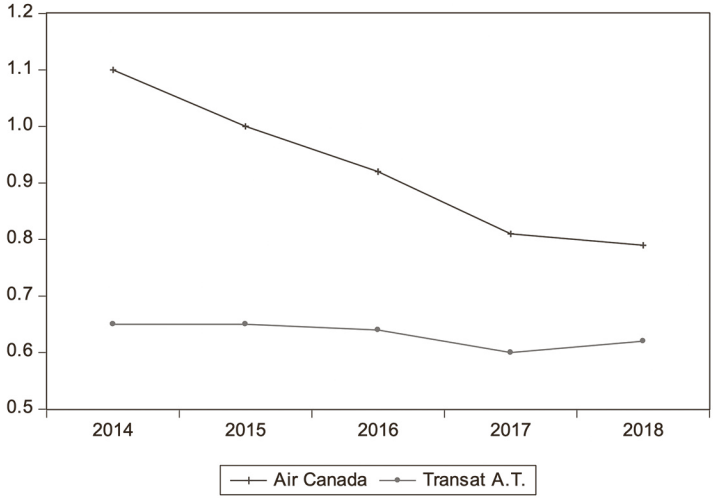
Air Canada et Transat A. T. – Ratio du bénéfice d'exploitation à l'actif 2014-2018



Source : Air Canada et Transat A.T.

FIGURE 2

Air Canada et Transat A. T. – Ratio de la dette à l'actif
2014-2018



Source : Air Canada et Transat A.T.

Bibliographie

Air Canada (2014-2019), *États financiers annuels vérifiés français (consolidés)*, Site Sedar, Profil des émetteurs.

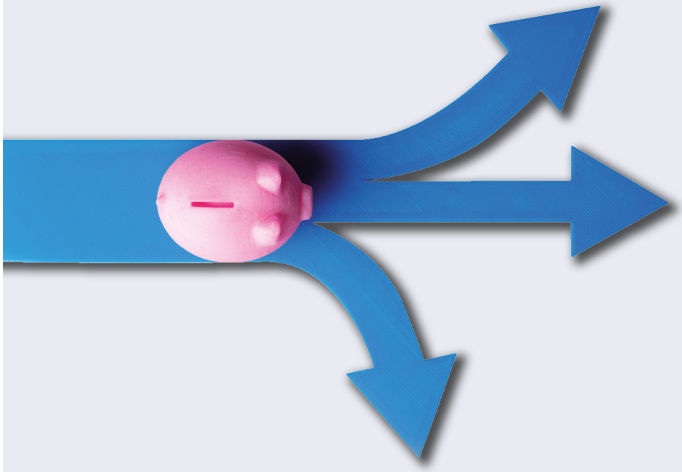
Air Canada (12 août 2019), *Air Canada et Transat annoncent l'augmentation à 18 $ du prix d'achat par action pour 100 % de Transat et la conclusion d'une convention de blocage et de soutien avec Letko Brosseau, plus grand actionnaire de Transat,* Site Sedar, Profil des émetteurs, communiqué, 12 août 2019.

Bureau de la concurrence Canada (25 février 2019), *Fusion proposée entre Bradley Air Services Limited, faisant affaire sous le nom First Air, et Canadian North Inc. Rapport présenté au Ministre des Transports et aux parties à la transaction aux termes du paragraphe 532(21) de la loi*

sur les transports au Canada. Site du Bureau de la concurrence Canada, publications, / documents de nature technique.

Bureau de la concurrence Canada (6 octobre 2011), Fusions : – Lignes directrices pour l'application de la loi, Site du Bureau de la concurrence Canada, / publications, documents de nature technique.

Transat A.T. inc. (2014-2019), *États financiers annuels vérifiés français (consolidés)*, Site Sedar, Profil des émetteurs.



Le comportement du non-initié en matière financière aura des effets importants sur son bien-être à la retraite. L'objectif de cette série d'essais est de l'aider à comprendre les questions de son gestionnaire de portefeuille, de lui donner des instructions appropriées et, finalement, d'évaluer les effets de ses transactions. Peut-être pourra-t-il ainsi mieux choisir ses placements et, par-dessus tout, éviter la panique lorsque d'inévitables fluctuations marquées se présenteront.

Le grave problème des inégalités sociales, auquel nul ne peut être insensible, y est également soulevé. Les données insatisfaisantes doivent être corrigées et le problème affronté.

Enfin, la mise en contexte de certaines transactions l'aidera à juger de la valeur des articles des journaux, des commentaires des médias et des politiques proposées par le personnel politique en fonction ou en puissance.

JEAN-MARIE GAGNON est professeur émérite au Département de finance, assurance et immobilier de la Faculté des sciences de l'administration de l'Université Laval. Il est titulaire d'une maîtrise en sciences comptables (Université Laval) et d'un Ph. D. en administration des affaires (The University of Chicago). La gestion de portefeuille, la fiscalité, la régie d'entreprise et la gestion des régimes de retraite constituent ses champs d'intérêt et de recherche.

Administration/Gestion

ISBN 978-2-7637-4761-3

9 782763 747613

Presses de l'Université Laval
pulaval.com

Photographie de couverture : iStockphoto