

---

# **Les effets économiques de l'imposition des dividendes**

---

Kenneth J. McKenzie  
Université de Calgary

Aileen J. Thompson  
Université Carleton

Décembre 1996

## **DOCUMENT DE TRAVAIL 96-7**

Rédigé pour le  
Comité technique de la fiscalité des entreprises

Les documents de travail sont diffusés afin de faire connaître les analyses préparées pour le Comité technique de la fiscalité des entreprises. Ils n'ont été évalués que sommairement; les points de vue qui y sont exprimés n'engagent donc que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion des membres du Comité technique.



---

# **Les effets économiques de l'imposition des dividendes**

---

Kenneth J. McKenzie  
Université de Calgary

Aileen J. Thompson  
Université Carleton

Décembre 1996

## **DOCUMENT DE TRAVAIL 96-7**

Rédigé pour le  
Comité technique de la fiscalité des entreprises

Nous vous invitons à envoyer vos observations au sujet des documents de travail à :

John Sargent, Directeur exécutif  
Comité technique de la fiscalité des entreprises  
Ministère des Finances  
Ottawa (Ontario) K1A 0G5  
Télécopie : (613) 952-9569  
Courrier électronique : [Sargent.John@fin.gc.ca](mailto:Sargent.John@fin.gc.ca)

Kenneth McKenzie  
Department of Economics  
University of Calgary  
2500 University Drive N.W.  
Calgary (Alberta)  
N6A 3K7  
Télécopie : (403) 282-5262  
Courrier électronique : [kjmckenz@acs.ucalgary.ca](mailto:kjmckenz@acs.ucalgary.ca)

Pour obtenir d'autres exemplaires de ce document,  
veuillez vous adresser au :

Centre de distribution  
Ministère des Finances  
300, avenue Laurier ouest  
Ottawa K1A 0G5

Téléphone : (613) 995-2855  
Télécopie : (613) 996-0518

Également disponible sur Internet à l'adresse  
<http://www.fin.gc.ca/>

This publication is also available in English.



## Résumé

Cette étude porte sur la justification théorique et les répercussions de l'imposition des dividendes dans le contexte de l'économie canadienne. Il analyse en particulier les répercussions de l'imposition des dividendes sur les investissements réels. Il décrit trois théories de l'imposition des dividendes, dont chacune a des répercussions différentes sur les investissements et la politique financière des entreprises. Certaines des études visant à déterminer la validité empirique de ces trois théories sont passées en revue. Nous concluons à titre provisoire que la théorie dite « traditionnelle », selon laquelle l'imposition des dividendes freine l'investissement, est appuyée par certaines observations. Considérant qu'il s'agit là de la théorie applicable, nous nous livrons à certains calculs approximatifs de l'effet qu'aurait l'élimination du mécanisme d'intégration en vigueur au Canada sur le coût du capital et exposons des conjectures sur les effets que cette politique hypothétique pourrait avoir sur l'investissement.



## **Table des matières**

<b>1. Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Les enjeux de l'imposition des dividendes.....</b>	<b>1</b>
2.1 Le pourquoi de l'intégration .....	2
2.2 Les impôts et l'investissement.....	6
<b>3. Évaluation des trois théories : les observations.....</b>	<b>16</b>
3.1 Les observations indirectes .....	16
3.2 L'imposition des dividendes et le prix des actions .....	18
3.4 L'imposition des dividendes, les distributions de dividendes et l'investissement .....	21
<b>4. Quelques conclusions et calculs indicatifs .....</b>	<b>21</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>28</b>





## 1. Introduction

Le présent document passe brièvement en revue certains aspects de l'imposition des dividendes et de l'intégration du régime d'imposition du revenu des particuliers et des sociétés. Nous mettrons l'accent sur les principales raisons économiques qui sous-tendent l'intégration, et plus particulièrement sur les répercussions de l'imposition des dividendes sur la valeur des actions, sur la politique en matière de dividendes et sur l'investissement réel. Même si nous présentons certains résultats théoriques et empiriques formulés dans différents ouvrages, nous ne prétendons pas que le présent document constitue une étude exhaustive; notre propos est plutôt de mettre en lumière certaines questions que nous considérons comme étant déterminantes à l'égard de l'imposition des dividendes<sup>1</sup>.

La section suivante énonce ces questions de manière plus formelle. Elle comprend un exposé théorique du bien-fondé et des effets de l'imposition des dividendes. La section 3 examine certains résultats empiriques tirés de la littérature, en insistant sur la réaction du cours des actions, des ratios de distribution et de l'investissement à l'imposition des dividendes. La section 4 présente nos conclusions et des exemples de calcul montrant comment l'imposition des dividendes peut se répercuter sur le coût du capital, et donc sur l'investissement réel, au Canada.

Il est essentiel de comprendre l'impact de l'imposition des dividendes sur l'investissement et sur la politique financière des entreprises pour évaluer les scénarios d'intégration existants et proposés. Malheureusement, les avis sont partagés quant à l'impact économique de l'imposition des dividendes. Plus particulièrement, la littérature est dominée par trois grandes conceptions, chacune postulant des effets différents de l'impôt des dividendes sur l'investissement, sur la politique financière et sur le cours des titres. Même s'il est possible de formuler certaines conclusions provisoires, il n'y a pas de véritable consensus sur la conception qui décrit le mieux le comportement de l'économie. À notre avis, l'état actuel des connaissances accorde un léger avantage à l'opinion voulant que l'imposition des dividendes réduise à la fois l'investissement et les distributions de dividendes, du moins pour certaines entreprises, bien que les résultats ne soient nullement concluants. Il est urgent d'effectuer d'autres études empiriques, particulièrement dans une perspective canadienne.

## 2. Les enjeux de l'imposition des dividendes

Nous traiterons dans cette section des principaux aspects de l'imposition des dividendes. La sous-section qui suit résume les arguments en faveur de l'intégration de l'impôt des sociétés et de celui des particuliers. Nous entrerons ensuite dans le vif du sujet, c'est-à-dire l'impact de l'imposition des dividendes sur l'investissement.

---

<sup>1</sup>Dans une étude de l'intégration de l'impôt des particuliers et de l'impôt des sociétés en Europe, Devereux (1996) examine certaines questions que nous n'aborderons pas ici, plus particulièrement le cas des sociétés en situation de déficit fiscal et le rôle de l'impôt minimum sur les paiements de dividendes.

## 2.1 Le pourquoi de l'intégration

Pour éviter de débattre des avantages de l'imposition de la consommation plutôt que du revenu, nous supposons au départ que le régime fiscal a pour objet d'imposer le revenu total, et que les particuliers et les sociétés sont redevables d'impôts différents. Il n'est nullement évident que l'une ou l'autre de ces modalités caractériserait un régime fiscal « socialement optimal », ni que la politique fiscale au Canada a été marquée par un effort en ce sens, mais ces hypothèses ont l'avantage de limiter la portée de la discussion et de considérer comme donnée la structure de base du régime fiscal canadien. Le remplacement du régime d'imposition du revenu en place pour imposer plutôt la consommation entraînerait l'exonération du revenu du capital, dividendes compris.

Du point de vue d'un impôt global sur le revenu, l'imposition distincte des particuliers et des sociétés soulève un problème parce que le revenu gagné par une entreprise puis redistribué aux particuliers sera assujéti à une « double imposition », d'abord au niveau de la société puis à celui du particulier. Dans un tel régime, tout revenu devrait être imposé à mesure qu'il est couru, et au même taux (ou selon le même barème), quelle qu'en soit la source. Plus particulièrement, le revenu du capital tiré de l'épargne devrait être imposé au même taux que les revenus d'autres sources, et les revenus du capital de toutes natures (dividendes, gains en capital, intérêts, loyers, etc.) devraient être imposés au même taux. C'est dans cette perspective que l'intégration des régimes d'impôt des particuliers et des sociétés est le plus couramment discutée.

Vu sous cet angle, l'impôt des sociétés peut être considéré comme remplissant une importante fonction de retenue, la société payant l'impôt pour le compte de ses actionnaires<sup>2</sup>. À défaut d'impôt des sociétés, les particuliers pourraient laisser les revenus s'accumuler en franchise d'impôt au sein de la société, à moins que l'impôt sur les gains en capital ne puisse être prélevé sur les gains courus. À l'heure actuelle, dans la plupart des pays, dont le Canada, même si d'aucuns soutiennent qu'il est possible de surmonter les problèmes liés à l'imposition des gains en capital courus, lorsque ces gains sont imposés, ils le sont à la réalisation<sup>3</sup>. En l'absence d'un impôt sur les gains en capital courus, l'impôt des sociétés constitue donc un important mécanisme de retenue<sup>4</sup>. Par contre, si l'impôt des sociétés est perçu, du moins en partie, à titre de retenue, lorsque le revenu est distribué sous forme de dividendes aux actionnaires, ces derniers devraient avoir droit à un crédit au titre de l'impôt payé pour leur compte par la société. Si aucun crédit n'est accordé, le revenu distribué sous forme de dividendes est imposé deux fois, à un taux plus élevé que les revenus d'autres sources. C'est là le principal fondement du système de crédit d'impôt pour dividendes en vigueur au Canada.

---

<sup>2</sup>Mintz (1995) énonce d'autres points de vue sur le régime d'impôt des sociétés.

<sup>3</sup>Pour en savoir plus à propos de l'imposition des gains en capital courus, voir Auerbach (1991).

<sup>4</sup>En outre, dans la mesure où certains actionnaires sont étrangers, l'impôt des sociétés permet de prélever des recettes sur l'investissement direct étranger. À défaut d'un impôt des sociétés, ces recettes seraient transférées aux pays étrangers.

Le système canadien d'intégration prévoit un crédit *fictif* au titre de l'impôt payé par la société sur les dividendes distribués aux particuliers. En principe, le système de majoration et de crédit fonctionne comme suit. Supposons qu'après avoir payé l'impôt des sociétés au taux  $u$ , une entreprise verse un dividende de 1 \$. Ce montant est ensuite majoré par un facteur de  $1/(1-d)$ ,  $d$  représentant le taux du crédit d'impôt fictif pour dividendes, d'où un dividende imposable égal à  $1/(1-d)$  qui est imposé au taux d'impôt du revenu des particuliers  $m$ . Il en résulte une obligation fiscale brute (avant l'application du crédit d'impôt) de  $m/(1-d)$ . Le particulier a ensuite droit à un crédit au titre de l'impôt payé par la société sur le dividende majoré au taux  $d$ ; ce crédit est égal à  $d/(1-d)$ . L'obligation fiscale ultime du particulier, après déduction du crédit d'impôt pour dividendes, correspond donc à  $m/(1-d) - d/(1-d)$ , ce qui indique, sachant que nous sommes partis d'un dividende de 1 \$ versé à un particulier, que le *taux* effectif d'imposition des dividendes reçus par les particuliers est de

$$\theta = \frac{m - d}{1 - d} \quad (1)$$

L'intégration complète exige que le taux du crédit fictif pour dividendes soit égal au taux  $u$  d'impôt des sociétés (c.-à-d.,  $d = u$ ), auquel cas  $\theta = (m-u)/(1-u)$ . Dans ces circonstances, le dividende de 1 \$ est majoré de manière à équivaloir au bénéfice imposable de la société, le taux d'imposition du revenu des particuliers y est appliqué, et un crédit intégral est accordé au titre de l'impôt déjà payé par la société sur son bénéfice. Pour le constater, il faut noter qu'au taux  $u$  d'impôt des sociétés, pour être en mesure de verser 1 \$ à l'actionnaire après avoir payé l'impôt sur son bénéfice, l'entreprise doit réaliser un bénéfice imposable égal à  $1/(1-u)$  (c.-à-d. que le versement de l'impôt des sociétés au taux  $u$  sur un bénéfice imposable de  $1/(1-u)$  laisse  $(1/(1-u))(1-u) = 1$  \$). L'impôt des sociétés sur ce bénéfice imposable est de  $u/(1-u)$ , ce qui est identique au montant du crédit d'impôt pour dividendes lorsque  $d = u$ . L'impôt total payé sur le bénéfice imposable réalisé par la société et distribué aux particuliers sous forme de dividendes est alors égal à  $\theta + u/(1-u)$ , soit la somme de l'impôt sur le revenu des particuliers et de l'impôt des sociétés. Sachant que cela représente l'impôt total payé sur un bénéfice imposable pour la société de  $1/(1-u)$ , le *taux effectif total d'impôt* sur ce revenu est de  $[\theta + u/(1-u)]/[1/(1-u)]$ , ou

$$\tau = \theta(1-u) + u \quad (2)$$

Si l'intégration est complète,  $\theta = (m-u)/(1-u)$ , auquel cas le taux effectif total d'impôt est  $\tau = m$ , soit le taux intégral d'impôt des particuliers. À défaut du crédit d'impôt pour dividendes, c.-à-d. si le particulier n'avait pas droit à un crédit au titre de l'impôt payé pour son compte par la société,  $d = 0$  et le taux effectif total d'imposition du revenu de la société serait  $\tau = m + u(1-m)$ , ce qui est supérieur à  $m$ , avec ce résultat que le revenu serait imposé deux fois<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup>Les régimes d'imposition ne prévoyant aucune intégration sont dits « classiques ». C'est le cas, par exemple, aux États-Unis.

On constate donc qu'en régime d'intégration complète, le taux effectif total d'imposition du revenu réalisé par société et distribué sous forme de dividendes correspond tout simplement au taux  $m$  de l'impôt sur le revenu du particulier qui s'applique (en principe) aux revenus de toutes sources, et que le principe de base qui sous-tend l'imposition du revenu global, selon lequel toutes les formes de revenu doivent être imposées au même taux, est préservé. Mais l'est-il vraiment? Jusqu'ici, nous avons fait abstraction de deux problèmes liés au fait que la méthode d'intégration décrite précédemment, et appliquée au Canada, prévoit un crédit *fictif* au titre de l'impôt payé par la société. Ce crédit n'a peut-être rien à voir avec l'impôt *effectivement payé* par la société. Deux raisons peuvent entraîner un écart entre le crédit fictif et l'impôt réellement payé. Premièrement, il se peut que la société n'ait payé aucun impôt pour l'année au cours de laquelle les dividendes ont été versés. Cela peut arriver, par exemple, si la société est déficitaire au plan fiscal. L'octroi du crédit fictif entraîne alors une *surintégration*, c.-à-d. que le taux effectif total d'imposition des dividendes est inférieur au taux  $m$  d'impôt sur le revenu des particuliers. À titre d'exemple, prenons le cas extrême où une entreprise versant des dividendes ne paie jamais l'impôt des sociétés, peut-être par l'effet de dispositions généreuses, auquel cas  $u$  est en fait égal à zéro. L'octroi d'un crédit d'impôt fictif pour dividendes au taux  $d$  donne alors lieu à un taux effectif total d'impôt de  $(m-d)/(1-d)$ , qui est inférieur à  $m$ , et les dividendes sont moins imposés que les revenus d'autres sources. Même s'il y a des façons de résoudre les problèmes engendrés par les sociétés en situation de perte fiscale qui versent des dividendes, le Canada n'applique aucune disposition en ce sens à l'heure actuelle<sup>6</sup>.

Un deuxième problème imputable au crédit d'impôt fictif pour dividendes se pose lorsque le régime d'impôt des sociétés prévoit l'application de taux *nominaux* distincts à différentes entreprises. Ainsi, au Canada, les sociétés privées sous contrôle canadien (SPCC) ont droit à la déduction accordée aux petites entreprises (DAPE), qui a pour effet de ramener de 28 à 12 p. 100 le taux de l'impôt fédéral sur la première tranche de 200 000 \$ de bénéfice<sup>7</sup>. En outre, les entreprises manufacturières du Canada paient un impôt de 21 p. 100, et non de 28 p. 100, sur leurs bénéfices de fabrication et de transformation<sup>8</sup>. De toute évidence, lorsqu'il y a plusieurs taux nominaux d'impôt des sociétés, il n'existe aucun taux *commun* de crédit d'impôt fictif pour dividendes qui assure l'intégration complète des dividendes reçus de tous les types de sociétés. Une intégration complète nécessiterait des taux de crédit fictif *différents* selon que les dividendes proviennent de SPCC ou non, d'entreprises de fabrication ou non, de sociétés en situation de perte fiscale ou non, et ainsi de suite<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup>Devereux (1996) examine le recours à l'impôt anticipé sur les sociétés (IAS), qui vise à résoudre ce problème.

<sup>7</sup>Ces taux ne tiennent pas compte de la surtaxe fédérale de 4 p. 100, qui porte ces taux à 29,12 et à 13,12 p. 100 respectivement (à noter que la surtaxe s'applique au taux intégral d'impôt des sociétés frappant les entreprises qui ne sont pas des SPCC).

<sup>8</sup>Le taux intégral d'imposition des bénéfices de fabrication, surtaxe comprise, est de 22,12 p. 100 puisque la surtaxe de 4 p. 100 s'applique au taux intégral d'imposition avant prise en compte de la déduction pour bénéfices de fabrication et de transformation.

<sup>9</sup>Sans compter que de nombreuses sociétés ne paient l'impôt au taux appliqué aux activités de fabrication que sur une partie de leur bénéfice, ce qui signifie que le taux nominal « combiné » se situe quelque part entre le taux intégral et le taux moins élevé applicable aux bénéfices de fabrication.

Le Canada a opté pour un taux unique de crédit d'impôt pour dividendes afin d'assurer une intégration (à peu près) complète dans le cas des petites entreprises. Ainsi,  $d = u$  (approximativement) dans le cas des petites SPCC, et  $d < u$  pour les entreprises qui ne sont pas des SPCC. Si l'on opte pour un taux unique de crédit d'impôt pour dividendes, il est probablement juste de le fixer de manière à intégrer entièrement l'impôt des particuliers et celui des SPCC, parce qu'elles bénéficient d'un taux d'imposition réduit. À titre d'exemple, examinons l'impact qu'aurait l'établissement de  $d$  de manière à assurer une intégration complète pour les grandes entreprises qui ne sont pas des SPCC. Dans ce cas, il y aurait surintégration pour les SPCC, de sorte que leurs dividendes confèreraient un avantage fiscal. Puisque les SPCC sont sous contrôle privé, cela donnerait des possibilités de planification fiscale manifestes : les propriétaires-exploitants de SPCC pourraient réduire leur salaire, imposable au taux intégral  $m$ , et « se payer » plutôt en dividendes, qui seraient assujettis à un taux effectif d'impôt inférieur à  $m$  si le taux du crédit d'impôt pour dividendes était supérieur au taux d'imposition des SPCC. Il semble qu'au Canada, la politique d'intégration vise en grande partie à contrer ce genre de planification fiscale. L'« effet secondaire » inévitable de cette politique est une *sous-intégration* dans le cas des entreprises qui ne sont pas des SPCC, avec ce résultat que, abstraction faite des entreprises en situation de perte fiscale, le revenu de ces sociétés est imposé à un taux réel total supérieur au taux  $m$  d'imposition du revenu des particuliers (c.-à-d. que  $[(m-d)/(1-d)] + u/(1-u) > m$  lorsque  $d < u$ ).

La méthode de la majoration et du crédit d'impôt fictif décrite ci-dessus correspond en gros à l'approche suivie par le Canada. Le régime canadien s'écarte légèrement de l'« idéal théorique » en raison de taux différents d'imposition du revenu des particuliers et des sociétés, de surtaxes et d'impôts au niveau des provinces. À l'heure actuelle, le taux du crédit d'impôt pour dividendes représente 20 p. 100 des dividendes majorés, en supposant que le taux d'impôt provincial soit égal à 50 p. 100 du taux fédéral; d'où  $d = 0,2$  et  $1/(1-d) = 1,25$ <sup>10</sup>. En Alberta, par exemple, cela signifie qu'un investisseur se situant dans la tranche d'imposition supérieure serait confronté à un taux marginal effectif d'impôt *des particuliers* de  $\theta = 31,4$  p. 100<sup>11</sup>. Le *taux effectif total d'impôt* sur les dividendes dépendrait alors des caractéristiques fiscales de la société versant les dividendes. Reprenons l'exemple de la société albertaine. Si les dividendes provenaient d'une entreprise non manufacturière entièrement assujettie à l'impôt qui ne serait pas une SPCC, le taux effectif total d'impôt serait  $\tau = 62,01$  p. 100; s'ils étaient versés par une SPCC non manufacturière

<sup>10</sup>Voir la note 11.

<sup>11</sup>Diverses nuances du régime fiscal font que le calcul est un peu plus compliqué que ne l'indique l'exposé qui précède. Le taux marginal d'impôt fédéral maximal est de 29 p. 100. Les contribuables à revenu élevé sont également assujettis à une surtaxe fédérale de 8 p. 100. En 1995, le taux d'impôt de base en Alberta était égal à 45,5 p. 100 du taux fédéral avant surtaxe. L'Alberta impose en outre une surtaxe de 8 p. 100 aux contribuables à revenu élevé, et un impôt uniforme de 0,5 p. 100 sur le revenu imposable avant déduction du crédit d'impôt pour dividendes. Le crédit d'impôt fédéral pour dividendes est de 13,33 p. 100, ce qui signifie que la valeur fédérale-provinciale combinée de  $d$  est de 20 p. 100 en supposant que le taux d'impôt provincial représente 50 p. 100 du taux fédéral. Le taux marginal effectif d'impôt sur les dividendes est ensuite calculé comme suit :  
fédéral =  $1,25 * 0,29 = 0,3625 - (0,1333 * 1,25) = 0,1959 * 1,08 = 0,2116$   
provincial =  $0,1959 * 0,455 = 0,0891 * 1,08 = 0,0962 + (0,005 * 1,25) = 0,1024$   
Par conséquent, le taux effectif combiné d'impôt fédéral-provincial des particuliers sur les dividendes est de 31,4 p. 100.

entièrement assujettie à l'impôt au taux des petites entreprises, le taux effectif total d'impôt serait  $\tau = 44,52 \text{ p. } 100^{12}$ . Le taux marginal d'impôt total que doit assumer un Albertain à revenu élevé sur son revenu ordinaire (dividendes exclus) est de  $46,07 \text{ p. } 100^{13}$ . On constate donc que le taux total de l'impôt sur les dividendes distribués par une SPCC (entièrement assujettie à l'impôt) est semblable à celui qui s'applique au revenu ordinaire, alors que le taux frappant les dividendes provenant d'une entreprise (entièrement assujettie à l'impôt) qui n'est pas une SPCC est sensiblement plus élevé – les dividendes versés par les SPCC sont entièrement intégrés, alors que ceux des autres sociétés sont sous-intégrés.

## 2.2 Les impôts et l'investissement

Forts de ce qui précède, nous pouvons maintenant examiner l'impact potentiel de l'imposition des dividendes sur l'investissement réel. Plus précisément, compte tenu du cadre de la politique canadienne, l'allègement (partiel) de la double imposition au Canada favorise-t-il l'investissement ou, inversement, l'élimination (ou la réduction) de l'intégration décourage-t-elle l'investissement? Autrement dit, la sous-intégration des entreprises assujetties à l'impôt qui ne sont pas des SPCC décourage-t-elle l'investissement dans ces dernières, ou la surintégration (possible) des entreprises en situation de perte fiscale stimule-t-elle l'investissement? Abordons maintenant ces questions très complexes et quelque peu litigieuses.

La théorie néoclassique sur l'investissement fournit le lien clé entre l'imposition des dividendes et l'investissement réel. Il est bien connu que, selon la théorie néoclassique standard sur l'investissement, les entreprises cherchant à maximiser la valeur auront recours au capital jusqu'à ce que le taux de rendement d'une unité additionnelle de capital soit tout juste égal au coût du capital<sup>14</sup>. Si nous faisons abstraction de l'impôt pour le moment, le coût du capital est égal au prix d'une unité de capital (par rapport à celui de la production),  $q$ , multiplié par la somme du coût d'option des fonds consacrés au capital,  $r$ , et du taux de dépréciation économique de l'actif,  $\delta^{15}$ . Si  $R(K)$  représente le rendement d'une unité de capital *additionnelle*, que l'on présume être une fonction décroissante du montant total de capital  $K$ , une entreprise cherchant à maximiser la valeur augmentera la valeur de  $K$  jusqu'à ce que  $R(K) = q(r + \delta)$ . Le coût d'option du financement

<sup>12</sup>En Alberta, le taux d'imposition des entreprises non manufacturières qui ne sont pas des SPCC est de 15,5 p. 100, contre 14,5 p. 100 pour les entreprises manufacturières qui ne sont pas des SPCC et 6 p. 100 pour les SPCC non manufacturières. En ajoutant la surtaxe fédérale de 4 p. 100, le taux combiné d'impôt fédéral-provincial ( $u$ ) est donc de 44,62 p. 100 pour les entreprises non manufacturières qui ne sont pas des SPCC, de 36,62 p. 100 pour les entreprises manufacturières qui ne sont pas des SPCC, et de 19,12 p. 100 pour les SPCC manufacturières.

<sup>13</sup>Le calcul est le suivant :

fédéral =  $0,29 * 1,08 = 0,3132$

provincial =  $0,29 * 0,455 = 0,1319 * 1,08 = 0,1425 + 0,005 = 0,1475$

Soit un taux combiné de 46,07 p. 100.

<sup>14</sup>Voir Auerbach (1983), Poterba et Summers (1985) et Boadway (1987).

<sup>15</sup>Le taux de dépréciation économique est la variation, sous forme de proportion, de la valeur marchande du capital attribuable à la dépréciation physique ou à l'évolution des conditions du marché. Par souci de simplicité, l'analyse descriptive fait abstraction du risque et de l'inflation. Il est facile de les inclure. Par exemple, il est facile d'intégrer un élément d'incertitude à l'aide d'un modèle d'équilibre des marchés financiers (MEMF) quelconque. Si nous avons recours au MEMF, nous remplacerions  $r$  par  $R_f + (R_m - R_f)B_i$ , où  $R_f$  est le taux d'intérêt sans risque après impôt et où  $B_i$  représente le « beta » du titre.

pour l'entreprise,  $r$ , correspond au taux de rendement que ses propriétaires (les actionnaires) et créanciers pourraient obtenir s'ils investissaient ailleurs. Par conséquent, si l'investissement marginal est financé à  $100b$  p. 100 par des emprunts et à  $100(1-b)$  p. 100 par des capitaux propres (bénéfices non répartis ou émission d'actions), le coût d'option du financement est une moyenne pondérée  $r = bi + (1-b)\rho$ , où  $i$  est le taux de rendement exigé par les prêteurs et  $\rho$  est celui exigé par les actionnaires. Ainsi, l'unité marginale de capital atteint le seuil de rentabilité dans la mesure où le rendement qu'elle génère couvre tout juste la baisse de valeur économique du capital (sa dépréciation économique) et satisfait créanciers et actionnaires.

Les impôts prélevés directement auprès de la société et auprès de ses actionnaires peuvent, en principe, influencer sur l'investissement en raison de leur impact sur le coût du capital. Examinons d'abord l'effet d'un impôt des sociétés très simple en supposant qu'aucun impôt n'est perçu sur les dividendes ou sur les gains en capital reçus par les actionnaires<sup>16</sup>. L'impôt ramène le rendement d'un investissement additionnel à  $R(K)(1-u)$ , où  $u$  est le taux de l'impôt des sociétés. Il abaisse en outre le coût du capital par le jeu de diverses déductions. Par exemple, l'intérêt sur la dette est déductible dans le calcul de l'impôt des sociétés, contrairement au rendement des capitaux propres; cela ramène le coût d'option du financement pour l'entreprise à  $r_f = bi(1-u) + (1-b)\rho$ <sup>17</sup>. L'entreprise peut aussi demander une série de déductions pour amortissement (DPA) échelonnées dans le temps qui ramènent le coût réel après impôt d'une unité de capital de  $q$  à  $q(1-uZ)$ , où  $Z$  représente la valeur actualisée des DPA<sup>18</sup>. Dans ce régime d'impôt des sociétés très simple, une entreprise investira dans le capital jusqu'à ce que le rendement après impôt de l'unité marginale de capital soit égal au coût après impôt du capital, soit  $R(K)(1-u) = q(r_f + \delta)(1-uZ)$ , que l'on peut exprimer comme suit :

$$R(K) = q(r_f + \delta) \left[ \frac{1-uZ}{1-u} \right] \quad (3)$$

<sup>16</sup>Par souci de simplicité, nous faisons abstraction de l'impôt fédéral et provincial sur le capital, des taxes de vente sur le capital, des crédits d'impôt à l'investissement, etc. Il en est tenu compte dans les calculs de la section 4.

<sup>17</sup>Abstraction faite d'autres imperfections du marché, la déductibilité de l'intérêt sur la dette incite à croire que les entreprises devraient financer leurs investissements uniquement au moyen d'emprunts (c.-à-d. que  $b = 1$ ). Plusieurs théories ont été avancées afin d'expliquer pourquoi les entreprises utilisent encore le financement par capitaux propres malgré son inconvénient fiscal. Par exemple, si l'on suppose que le risque de faillite ou de difficulté financière s'accroît à mesure que le ratio d'endettement ( $b$ ) augmente, et que le taux d'intérêt sur la dette de l'entreprise augmente donc parallèlement à  $b$ , l'entreprise comparera le coût du risque de faillite engendré par la dette supplémentaire à ses avantages fiscaux et adoptera une politique financière « intérieure » optimale en vertu de laquelle l'investissement marginal sera financé en partie par des emprunts et en partie par des capitaux propres. Voir Auerbach (1983).

<sup>18</sup>Sous un régime très simple d'amortissement dégressif, si le taux de la DPA est de  $\alpha$ ,  $Z = \alpha/(r_f + \alpha)$ .

Le membre droit de l'équation (3) s'appelle le *coût du capital corrigé de l'impôt*. Si la diminution proportionnelle du rendement de l'investissement marginal attribuable à l'impôt est plus importante que celle du coût du capital résultant des diverses déductions (c.-à-d. que le coût du capital corrigé de l'impôt calculé suivant l'équation (3) est supérieur à  $q(r+\delta)$ ), l'impôt des sociétés décourage l'investissement<sup>19</sup>.

Dans l'équation (3), l'application de l'impôt des sociétés influe directement sur le coût du capital. L'impôt des particuliers sur les dividendes et les gains en capital reçus par les actionnaires peut se répercuter « indirectement » sur le coût du capital en raison de son impact sur le coût d'option du financement,  $r_f^{20}$ . Or, l'impact de l'impôt des particuliers sur le coût du financement dépend des hypothèses retenues à propos de la source marginale des fonds et des caractéristiques des marchés financiers. Malheureusement, il n'existe aucun modèle largement accepté du comportement financier des entreprises, et beaucoup de questions demeurent sans réponse. En effet, les économistes ne peuvent toujours pas expliquer de façon pleinement satisfaisante pourquoi certaines entreprises versent des dividendes, et encore moins comment l'imposition de ces dividendes peut affecter l'investissement.

### 2.2.1 Les trois théories de l'imposition des dividendes

Il existe trois grandes théories de l'impact que peut avoir l'impôt sur les dividendes reçus par les actionnaires sur l'investissement des entreprises, la politique financière et la valeur des capitaux propres<sup>21</sup>. On parle couramment de 1) la « nouvelle » théorie, 2) la théorie « traditionnelle », et 3) la théorie de la « l'absence d'effet de l'impôt ». La nouvelle théorie et la théorie traditionnelle postulent toutes deux que les dividendes sont imposés à un taux *effectif* plus élevé que les gains en capital. Il importe d'insister sur le mot « effectif » parce que les gains en capital peuvent non seulement être assujettis dans la loi à un taux d'imposition inférieur à celui applicable aux dividendes, mais ils ne sont habituellement imposés que lorsqu'ils sont réalisés, et non lorsqu'ils courent. Ainsi, le taux *effectif courant équivalent* d'imposition des gains en capital, qui tient compte du fait que la valeur actualisée de l'impôt sur les gains en capital peut être réduite en reportant leur réalisation, peut, en principe, être très faible; en effet, de nombreux chercheurs présument qu'il est très voisin de zéro<sup>22</sup>. La principale distinction entre la nouvelle théorie et la théorie traditionnelle a donc trait à la source marginale des capitaux propres servant à financer l'investissement supplémentaire, et plus particulièrement à la question de savoir si ce dernier est financé au moyen des bénéfices non répartis (comme le suppose la nouvelle théorie), de l'émission

<sup>19</sup>Il faut se rappeler que  $R(K)$  est décroissant en  $K$ , de sorte qu'une hausse du coût du capital attribuable à l'impôt signifie que  $K$  doit diminuer pour que  $R(K)$  puisse augmenter jusqu'à ce que l'unité marginale de capital génère un rendement tout juste suffisant pour couvrir son coût (maintenant plus élevé).

<sup>20</sup>L'imposition des dividendes peut avoir un autre effet « indirect ». En grevant le rendement du capital (qui, en l'espèce, prend la forme de dividendes), l'impôt peut réduire l'épargne intérieure et influencer sur le taux d'intérêt en vigueur au pays. La discussion qui suit se situe dans un cadre d'équilibre partiel où le taux d'intérêt est réputé être fixe.

<sup>21</sup>Voir la discussion dans Poterba (1987), Poterba et Summers (1983 et 1985) et Zodrow (1991).

<sup>22</sup>Selon McKenzie et Thompson (1995a), le taux courant équivalent se situerait, au Canada, quelque part entre 0 et 10 p. 100.



d'actions ou d'une combinaison quelconque de ces sources (ce que suppose la théorie traditionnelle).

De son côté, la théorie de l'absence d'effet de l'impôt porte sur les caractéristiques fiscales des investisseurs marginaux. Elle rejette la présomption de la théorie nouvelle et de la théorie traditionnelle voulant que le taux réel d'imposition des dividendes doit être plus élevé que celui des gains en capital dans le cas des investisseurs marginaux.

### **La « nouvelle » théorie de l'imposition des dividendes**

Puisque la nouvelle théorie et la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes supposent toutes deux au départ que le taux réel d'imposition des dividendes est supérieur à celui des gains en capital, l'un des principaux défis pour leurs adeptes consiste à expliquer le « paradoxe des dividendes » : pourquoi les entreprises choisissent-elles de distribuer leurs bénéfices sous forme de dividendes bien que ceux-ci soient désavantagés sur le plan de l'impôt? Pourquoi ne recourent-elles pas à des mécanismes moins pénalisants du point de vue fiscal, comme le rachat d'actions, dont le produit est imposé au taux réduit applicable aux gains en capital? À cela, les tenants de la nouvelle théorie répondent que de nombreuses sociétés versent des dividendes parce qu'elles n'ont tout simplement pas d'autre choix : ayant financé tous leurs investissements et épuisé toutes les autres formes d'affectation de leurs fonds, elles restent avec des liquidités excédentaires, qu'elles ne peuvent distribuer que sous forme de dividendes. Par conséquent, selon la nouvelle théorie, les dividendes constituent essentiellement un reliquat, c.-à-d. des fonds dont la société dispose encore après s'être acquittée de toutes ses autres obligations. Cela signifie que les bénéfices non répartis constituent la source marginale de financement de ces entreprises et que, en l'absence de modes de distribution de ces fonds aux actionnaires qui soient avantageux au plan fiscal, les fonds propres de ces entreprises sont « captifs ». Ils ne peuvent être remis aux actionnaires que sous forme de dividendes. C'est pourquoi la nouvelle théorie de l'imposition des dividendes est souvent appelée la théorie des « capitaux propres captifs ».

Pour expliquer l'importance de la source marginale de financement, considérons le prolongement suivant du modèle d'investissement néoclassique déjà exposé. Par souci de simplicité, nous supposons maintenant qu'il n'y a pas de financement par emprunt et que le taux de dépréciation économique ( $\delta$ ) est de zéro. Nous supposons en outre que le prix relatif d'une unité de capital,  $q$ , est de un. Imaginons une entreprise ayant recours à des émissions d'actions comme source marginale de fonds. Plus précisément, supposons qu'une entreprise émette pour 1 \$ de nouvelles actions, affecte cette somme à de nouveaux investissements et en distribue le rendement à ses actionnaires sous forme de dividendes assujettis au taux  $\theta$  d'impôt sur le revenu des particuliers; au Canada, ce taux serait calculé à l'aide de l'équation (1) ci-dessus. Compte tenu de la valeur actualisée des déductions pour amortissement fiscal, l'entreprise dispose en fait de  $1/(1-uZ)$  à investir, ce qui produit un rendement de  $(1-u)[1/(1-uZ)]R(K)$  après le paiement de l'impôt des sociétés au taux  $u$ . Ce rendement est distribué sous forme de dividendes et imposé au taux  $\theta$ , d'où un rendement après impôt de  $(1-\theta)(1-u)[1/(1-uZ)]R(K)$ . Les actionnaires sont en meilleure situation si ce taux de rendement dépasse le taux de rendement après impôt des capitaux propres qu'ils exigent,  $p$ . Puisque  $R(K)$  est fonction décroissante du montant du capital utilisé  $K$ ,

l'entreprise continuera d'émettre de nouvelles actions pour financer l'augmentation de son capital jusqu'à ce que  $(1-\theta)(1-u)[1/(1-uZ)]R(K) = \rho$ , ou

$$R(K) = \frac{\rho}{1-\theta} \frac{(1-uZ)}{(1-u)} \quad (4)$$

Si l'on compare cette équation à l'équation (3), sans oublier que nous avons posé  $\delta = 0$  et  $q = 1$ , et choisi de nous en tenir au financement par capitaux propres par souci de simplicité, on constate que, lorsque l'émission de nouvelles actions constitue la source marginale de fonds, l'imposition des dividendes ajoute au coût d'option du financement pour l'entreprise ( $r_f$ ) et fait augmenter le coût du capital corrigé de l'impôt, ce qui réduit l'investissement. Par conséquent, on observe que, lorsque l'émission d'actions est la source marginale de financement par capitaux propres, l'impôt sur les dividendes perçu auprès des particuliers réduit l'investissement des entreprises.

Cependant, comme nous le disions, la nouvelle théorie suppose que, pour beaucoup d'entreprises, les bénéfices non répartis constituent la source marginale de financement par capitaux propres. Pour en constater les répercussions, supposons qu'au lieu de distribuer le rendement de l'émission de 1 \$ de nouvelles actions sous forme de dividendes imposables, la société conserve cette somme et la réinvestisse en augmentant son stock de capital. Les actionnaires éviteraient ainsi de payer l'impôt des dividendes au taux  $\theta$ . Si l'on fait abstraction, pour le moment, de la valeur actualisée de la DPA, la société est en mesure d'investir  $1/(1-\theta)$ . Toutefois, ces bénéfices non répartis génèrent un gain en capital imposé au taux effectif  $c$ . Par conséquent, la société dispose en fait de  $(1-c)/(1-\theta)$  qu'elle peut investir, ou de  $(1-c)/((1-\theta)(1-uZ))$  si l'on tient compte de la valeur actualisée de la DPA. L'investissement de ce montant dans le stock de capital génère un rendement de  $[(1-c)/((1-\theta)(1-uZ))](1-u)R(K)$  après paiement de l'impôt des sociétés, ou de  $(1-\theta)[(1-c)/((1-\theta)(1-uZ))](1-u)$  après que ce rendement a été versé sous forme de dividendes et imposé au taux  $\theta$ . À noter que les termes  $(1-\theta)$  s'annulent, avec ce résultat que le rendement de l'investissement additionnel est de  $[(1-c)(1-u)/(1-uZ)]R(K)$ . Comme précédemment, puisque  $R(K)$  est fonction décroissante de  $K$ , l'entreprise continuera de financer ses investissements au moyen de ses bénéfices non répartis jusqu'à ce que ce taux de rendement soit égal au taux requis de rendement après impôt des capitaux propres  $\rho$ , ou que  $[(1-c)(1-u)/(1-uZ)]R(K) = \rho$ , que l'on peut exprimer comme suit :

$$R(K) = \frac{\rho}{1-c} \frac{(1-uZ)}{(1-u)} \quad (5)$$

C'est ainsi que, selon la nouvelle théorie, l'investissement financé à la marge par les bénéfices non répartis n'est pas touché par l'imposition des dividendes (à noter, toutefois, que l'imposition des gains en capital décourage l'investissement). Puisque la nouvelle théorie suppose que le taux effectif d'imposition des gains en capital est inférieur à celui des dividendes ( $c < \theta$ ), le coût d'option du financement est moindre si l'on a recours aux bénéfices non répartis, et les entreprises opteront pour cette source de financement du capital dans la mesure du possible.

Si nous rétablissons maintenant le financement par emprunt et acceptons que  $\delta > 0$ , en vertu de la nouvelle théorie, l'équation (3) exprime le coût du capital et le coût d'option du financement correspond à :

$$r_f = bi(1-u) + (1-b)\frac{\rho}{1-c} \quad (6)$$

Ici encore, la conséquence importante est qu'une variation (permanente) du taux effectif d'imposition des dividendes sera sans effet sur l'investissement, pourvu que les bénéficiaires non répartis demeurent la source marginale de financement par capitaux propres<sup>23</sup>.

Même si, en vertu de la nouvelle théorie, les changements de l'imposition des dividendes ne devraient pas influencer sur l'investissement, ils peuvent néanmoins avoir des effets distributifs par le jeu de leur impact sur le prix des actions. Puisque, selon la nouvelle théorie, on présume que les gains en capital sont imposés à un taux plus avantageux que les dividendes (c.-à-d. que  $\theta > c$ ), les changements du taux d'imposition des dividendes affectera le prix des actions. À preuve, considérons qu'en situation d'équilibre, le taux de rendement après impôt d'un placement – obtenu sous forme de dividendes et de gains en capital – doit être égal au taux de rendement exigé par les actionnaires :

$$\rho = \lambda(1-\theta) + g(1-c) \quad (7)$$

où  $\lambda$  représente le rendement du titre sous forme de dividendes et  $g$ , le rendement prévu sous forme de gain en capital. Les taux effectifs d'imposition des dividendes et des gains en capital sont ceux de l'investisseur *marginal*. Le réagencement des termes nous permet d'exprimer comme suit le taux requis de gain en capital :

$$g \equiv \frac{P^e - P}{P} = \frac{\rho}{1-c} - \lambda \left[ \frac{1-\theta}{1-c} \right] \quad (8)$$

où  $P$  est le prix courant de l'action et  $P^e$  est le prix escompté pour la période suivante. La différentiation totale de l'équation (8) par rapport à  $\theta$  permet d'exprimer la variation proportionnelle du prix courant de l'action attribuable au changement de taux d'imposition des dividendes :

$$\frac{dP}{P} = - \left[ \frac{P}{P^e} \right] \frac{\lambda}{1-c} d\theta \quad (9)$$

Une hausse du taux effectif d'imposition des dividendes pour les investisseurs marginaux dans le titre ( $d\theta > 0$ ) entraînera donc une diminution de prix. Qui plus est, l'ampleur de cette diminution de prix présente une relation positive avec le rendement en dividendes ( $\lambda$ ) – plus le rendement en

---

<sup>23</sup>Comme le soulignent Poterba et Summers (1985), les changements de l'impôt sur les dividendes dont on prévoit qu'ils seront temporaires peuvent toutefois se répercuter sur l'investissement.

dividendes est élevé, plus la diminution de prix est marquée. Par conséquent, même si selon la nouvelle théorie l'investissement ne sera pas touché par l'imposition des dividendes, elle prévoit tout de même un impact sur le prix des actions. Cela donne à penser que les variations de l'imposition des dividendes peuvent entraîner des gains ou des pertes imprévus pour ceux qui détiennent ces actions à l'heure actuelle.

Enfin, puisque, selon la nouvelle théorie, les dividendes constituent essentiellement un reliquat, l'impôt sur ces derniers ne devrait pas influencer sur la politique financière des entreprises. Plus particulièrement, les taux de distribution de dividendes ne devraient pas être fonction du taux d'imposition des dividendes.

### **La théorie « traditionnelle » de l'imposition des dividendes**

La nouvelle théorie de l'imposition des dividendes que nous venons d'exposer explique le « paradoxe des dividendes » – le fait que les entreprises versent des dividendes bien que cela soit pénalisant sur le plan de l'impôt – en soutenant que les entreprises ont des liquidités excédentaires et que les capitaux propres sont donc « captifs » et ne peuvent être distribués que sous forme de dividendes. Par conséquent, selon la nouvelle théorie, les dividendes ne sont qu'un mécanisme de distribution du revenu et n'ont aucune valeur intrinsèque. La théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes reprend elle aussi l'hypothèse selon laquelle ces derniers sont assortis d'une pénalité fiscale, mais elle résout le paradoxe des dividendes de façon différente – en affirmant que, pour une raison quelconque, les actionnaires tiennent à leurs dividendes indépendamment de leur rôle de mécanisme de distribution. Ainsi, les entreprises troquent les avantages intrinsèques du versement de dividendes contre leur coût au plan fiscal.

Les tenants de la théorie traditionnelle n'expliquent pas tous de la même manière la valeur intrinsèque des dividendes. Comme le souligne Poterba (1987), les explications font habituellement intervenir trois éléments. Premièrement, les dividendes peuvent jouer le rôle de signal en cas d'asymétrie de l'information sur les perspectives de l'entreprise. En versant des dividendes, pourtant assortis d'une pénalité fiscale, les dirigeants de l'entreprise peuvent signaler aux actionnaires leur confiance dans les perspectives de la société<sup>24</sup>. Deuxièmement, les dividendes peuvent atténuer le problème dit d'agence attribuable à l'incapacité des actionnaires de surveiller les gestionnaires sans un certain coût. Le versement de dividendes réduit les liquidités de l'entreprise, ce qui limite l'affectation discrétionnaire de ces fonds par la direction et donc, soutient-on, les avantages indirects des dirigeants<sup>25</sup>. Troisièmement, la distribution de dividendes peut aider les actionnaires à planifier leur consommation<sup>26</sup>.

Les traditionalistes soutiennent que les entreprises versent des dividendes, bien qu'il existe des modes de distribution du revenu plus avantageux sur le plan fiscal, pour bénéficier de certains de ces avantages, quelle qu'en soit la source. À la marge, la valeur des avantages du versement des dividendes devrait être identique au coût en impôt de la distribution des dividendes de préférence au rachat d'actions.

---

<sup>24</sup>Miller et Rock (1985) décrivent l'un des premiers modèles de signal.

<sup>25</sup>Easterbrook (1984) résume certains modèles d'agence.

<sup>26</sup>Voir Shefrin et Statman (1984), de même que Shleifer et Vishny (1986).

Une fois qu'on a compris le compromis à faire selon la théorie traditionnelle, les conséquences pour le coût d'option du financement auquel l'entreprise est confrontée sont évidentes. Selon Poterba (1987), pour représenter la valeur intrinsèque des dividendes, il faut exprimer le rendement requis des capitaux propres ( $\rho$ ) en fonction du ratio de distribution des dividendes ( $\alpha$ ) – l'inégalité  $\rho'(\alpha) < 0$  traduisant le fait que le taux requis de rendement des capitaux propres diminue à mesure que les dividendes versés augmentent, ce qui reflète l'idée selon laquelle les dividendes ont une valeur intrinsèque pour les actionnaires. L'entreprise choisit ensuite de minimiser le coût d'option du financement par capitaux propres, ce qui signifie que le rendement avant impôt requis pour que les actionnaires bénéficient d'un rendement après impôt égal à  $\rho$  est le suivant :

$$\frac{\rho(\alpha^*)}{(1 - \theta\alpha^* - c(1 - \alpha^*))} \quad (10)$$

où  $\alpha^* = \alpha(\theta, c)$  est le ratio optimal de distribution de dividendes de l'entreprise, exprimé en fonction des taux d'imposition des dividendes et des gains en capital. Selon la théorie traditionnelle, l'entreprise échange le coût fiscal des dividendes contre leurs avantages intrinsèques en optant pour le ratio de distribution ( $\alpha$ ) jusqu'à ce qu'il soit indifférent à la marge, que le financement provienne de l'émission d'actions ou des bénéfices non répartis. Il en découle que, contrairement à la nouvelle théorie, les ratios de distribution dépendront des taux d'imposition des dividendes et des gains en capital. Plus particulièrement, une augmentation du taux d'imposition des dividendes devrait entraîner une baisse du ratio de distribution à mesure que le coût fiscal de la concrétisation des avantages intrinsèques du versement des dividendes augmente.

L'équation (10) montre que, selon la théorie traditionnelle, le coût d'option du financement par capitaux propres pour l'entreprise est fonction d'une moyenne pondérée des taux effectifs d'imposition des dividendes et des gains en capital ( $\theta\alpha^* + c(1 - \alpha^*)$ ). Par conséquent, abstraction faite de la dette, l'investissement à la marge est financé par une combinaison de bénéfices non répartis et d'émission d'actions. Si l'on intègre le recours possible au financement par emprunt, selon la théorie traditionnelle, le coût du capital corrigé de l'impôt s'obtient à l'aide de l'équation (3) et le coût d'option du financement est calculé comme suit :

$$r_f = bi(1 - u) + (1 - b) \frac{\rho(\alpha^*)}{1 - \theta\alpha^* - c(1 - \alpha)} \quad (11)$$

À partir de l'équation (11), considérons les répercussions d'une augmentation de  $\theta$  sur le coût d'option du financement. Contrairement à la nouvelle théorie, la théorie traditionnelle prévoit qu'une hausse du taux d'imposition des dividendes réduira l'investissement en faisant grimper le coût d'option du financement, et donc le coût du capital corrigé de l'impôt.

Enfin, puisque les traditionalistes présument que le taux effectif d'imposition des dividendes est plus élevé que celui des gains en capital, ils prédisent, à l'instar des tenants de la nouvelle théorie, que le prix des actions traduira la pénalité fiscale qui frappe les titres à dividendes. À cet égard, l'analyse de la section qui précède, consacrée à l'impact de l'imposition des dividendes sur le prix

des actions, vaut aussi pour la théorie traditionnelle. Plus particulièrement, les variations du taux effectif d'imposition des dividendes donneront lieu à des gains ou à des pertes imprévus pour les actionnaires.

### **La théorie de l'absence d'effet de l'impôt**

La nouvelle théorie et la théorie traditionnelle conviennent toutes deux que, dans le cas des investisseurs marginaux, les dividendes sont imposés à un taux plus élevé que les gains en capital, et donc pénalisés sur les marchés boursiers. Ces théories expliquent toutefois chacune à leur manière le paradoxe des dividendes. La différence repose sur la question de savoir si les dividendes offrent un avantage intrinsèque qui permettrait d'en compenser le coût fiscal. La théorie de l'absence d'effet de l'impôt propose une autre explication. Ses tenants rejettent l'hypothèse que les dividendes sont assujettis à un taux effectif d'imposition plus élevé que les dividendes dans le cas des investisseurs marginaux, et donc pénalisés fiscalement sur les marchés boursiers. En effet, selon une version courante de la théorie de l'absence d'effet de l'impôt, les gains en capital et les dividendes sont imposés à un taux effectif nul dans le cas des investisseurs marginaux, de sorte que l'imposition des dividendes n'a aucun effet sur l'investissement et sur le prix des actions.

Pour dégager le raisonnement sur lequel repose cette théorie, il faut d'abord noter que les taux d'imposition peuvent fluctuer de façon substantielle d'un investisseur à un autre. Cela risque de donner naissance à des *clientèles de contribuables*, les investisseurs présentant certaines caractéristiques fiscales étant plus susceptibles de détenir certains types d'actifs que ceux dont le profil fiscal est différent – c.-à-d. que les particuliers ou les institutions dont les dividendes sont faiblement imposés se spécialiseront dans les actions à rendement élevé, alors que ceux dont les dividendes sont assujettis à un taux d'impôt élevé se concentreront sur les actions (de croissance) à faible rendement. En effet, en l'absence de toute incertitude, les investisseurs « devraient » choisir leurs actifs uniquement en fonction de leurs taux d'imposition (voir Miller (1977)). Lorsqu'on introduit un élément d'incertitude, les investisseurs peuvent cesser d'être aussi spécialisés et opter plutôt pour des éléments d'actif qui sont moins avantageux au plan fiscal (de leur point de vue) mais offrent certains avantages de diversification. Dans ce contexte, si les taux d'imposition, les préférences en matière de risque et les coûts de transaction diffèrent selon les investisseurs, un groupe de ces derniers peut constituer la « clientèle des investisseurs marginaux », que le choix entre les actions d'une société et un autre avoir financier dont les modalités d'imposition sont différentes laisse froids. C'est le taux d'imposition des dividendes auquel la clientèle des investisseurs marginaux est assujettie qui entre dans l'équation de coût du capital et détermine le prix des actions en bourse.

Le fait que certaines clientèles de contribuables ne paient aucun impôt sur les dividendes ou sur les gains en capital est particulièrement important à cet égard. Pour les investisseurs compris dans ces clientèles,  $c = \theta = 0$ . À titre d'exemple, citons les caisses de retraite, les universités, les organismes de bienfaisance et les particuliers qui achètent des actions par l'entremise de leur

REER<sup>27</sup>. En outre, pour les investisseurs institutionnels comme les maisons de courtage, les gains en capital et les dividendes sont assujettis au taux de l'impôt des sociétés. Si l'un de ces groupes forme la clientèle marginale, ou joue un rôle important dans la détermination de la valeur de la société, l'évolution de facteurs comme le crédit d'impôt pour dividendes n'aura pas d'impact appréciable sur le prix des actions ou sur le coût du capital parce que, pour cette clientèle marginale, le taux effectif d'imposition des dividendes est de zéro – l'impôt sur les dividendes n'a aucun effet.

Le fait que le régime fiscal des investisseurs étrangers diffère de celui des actionnaires résidents – plus précisément, ils n'ont pas droit au crédit d'impôt pour dividendes et, par conséquent, leurs dividendes ne sont pas intégrés à l'impôt des sociétés – est d'une importance particulière pour une petite économie ouverte comme celle du Canada. Boadway et Bruce (1992) montrent que, lorsqu'il en est ainsi dans une petite économie ouverte où le capital est parfaitement mobile, les efforts d'élimination de la double imposition des actionnaires résidents par le biais d'un crédit d'impôt pour dividendes peuvent être sans effet sur l'investissement, quel qu'en soit le mode de financement, parce que les actionnaires étrangers peuvent être les investisseurs marginaux.

L'analyse de Boadway et Bruce est particulièrement importante pour le Canada puisqu'elle laisse à entendre que l'élimination du crédit d'impôt pour dividendes dans le cas des entreprises nationales pourrait n'avoir absolument aucun effet sur l'investissement. Même si le modèle utilisé pour en arriver à ce résultat est très simple, il souligne tout de même le rôle important des investisseurs marginaux. Devereux et Freeman (1995), examinant d'autres hypothèses au sujet des caractéristiques des investisseurs marginaux dans une petite économie ouverte, montrent que les résultats obtenus par Boadway et Bruce reflètent un cas particulier d'un modèle plus général. Plus particulièrement, dans une économie ouverte « pas si petite que cela », l'imposition des dividendes reçus par les investisseurs résidents peut influencer sur l'investissement.

Que la clientèle marginale soit formée par des investisseurs étrangers ou par des institutions exonérées, si le taux effectif d'imposition des dividendes pour cette clientèle est identique à celui qui s'applique aux gains en capital, le coût d'option du financement entrant dans le calcul du coût du capital se résume à

$$r_f = bi(1 - u) + (1 - b)\rho \quad (12)$$

et il est évident que l'impôt des dividendes est sans effet sur le coût du capital, et donc sur l'investissement.

Enfin, d'après l'équation (8) ci-dessus, il est clair que, si  $c = \theta$ , le taux d'imposition des dividendes ne détermine pas le prix des actions et ses variations n'auront pas d'impact sur le prix des actions selon la théorie de l'absence d'effet de l'impôt. Par ailleurs, les ratios de distribution seront choisis sans égard au taux d'imposition des dividendes.

---

<sup>27</sup>Miller et Scholes (1978) décrivent la situation aux États-Unis, alors que Amoako-Adu, Rashid et Stebbins (1992) examinent celle du Canada.

### 3. Évaluation des trois théories : les observations

Comme nous l'avons vu dans la section précédente, les trois théories prédisent des réactions très différentes à l'imposition des dividendes. Ces réactions sont résumées au tableau 1: la nouvelle théorie et la théorie traditionnelle prévoient toutes deux que l'imposition des dividendes mine la valeur des actions, alors que la théorie de l'absence d'effet de l'impôt indique le contraire. Qui plus est, selon la théorie traditionnelle, l'imposition des dividendes décourage l'investissement, alors que, d'après la nouvelle théorie et la théorie de l'absence d'effet de l'impôt, elle n'a aucun impact sur l'investissement. Enfin, la théorie traditionnelle prévoit que les entreprises réduiront leurs dividendes si le taux d'imposition des dividendes augmente alors que, d'après la nouvelle théorie et celle de l'absence d'effet de l'impôt, ces augmentations n'auront aucune conséquence.

Chacune des trois théories peut être critiquée pour des raisons différentes. En effet, l'examen des observations montre que les trois théories semblent donner une description incomplète des effets économiques de l'imposition des dividendes. Le défi consisterait donc à déterminer laquelle des trois théories comporte le moins de lacunes.

#### 3.1 Les observations indirectes

Certaines observations indirectes remettent en question la pertinence des trois théories. Ainsi, l'hypothèse de nouvelle théorie selon laquelle les entreprises n'ont pas accès à des mécanismes de distribution des dividendes qui soient avantageux au plan fiscal, comme le rachat d'actions, constitue peut-être son talon d'Achille. Cette hypothèse procède sans doute du fait que, en vertu de la législation fiscale américaine, l'Internal Revenue Service (IRS) peut reclasser les rachats d'actions de manière à les assimiler à des dividendes, et les imposer en conséquence. Les dispositions sur le rachat d'actions sont encore plus contraignantes au Royaume-Uni. Par conséquent, l'hypothèse en question peut être tout à fait justifiée dans certains pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni, mais moins fondée ailleurs, notamment au Canada, où l'on ne trouve pas de restrictions semblables, ou du moins pas dans la même mesure. Il y a toutefois lieu de s'interroger sur la pertinence de cette hypothèse, même dans les pays où le rachat d'actions est officiellement interdit. Même si les entreprises ne peuvent racheter leurs propres actions (ou, plutôt, même si ce rachat est assimilé à une distribution de dividendes aux fins de l'impôt), elles peuvent distribuer une certaine valeur à leurs actionnaires en utilisant leurs liquidités pour faire l'acquisition d'autres sociétés ou en achetant tout simplement des actions d'autres sociétés, opérations dont les conséquences fiscales sont semblables à celles du rachat d'actions. En outre, malgré le risque d'un reclassement par l'IRS, les entreprises américaines ont, de toute manière, racheté leurs propres actions en grand nombre. Poterba (1987) signale que, en 1985, les entreprises figurant dans la base de données COMPUSTAT ont versé 85,8 milliards de dollars en dividendes, contre 43 milliards de dollars pour le rachat d'actions et 74,5 milliards de dollars pour l'acquisition en espèces d'autres sociétés. De même, Bagwell et Shoven (1989) montrent que le rachat d'actions est de plus en plus répandu aux États-Unis. Par exemple, en 1977, les dividendes intervenaient pour environ 80 p. 100 du montant total en espèces distribué aux États-Unis, contre à peine 40 p. 100 en 1986. Cela porte à croire que les entreprises ont trouvé des façons de contourner les restrictions sur le rachat d'actions en vigueur aux États-Unis, ce qui incite certains



observateurs à prétendre que la nouvelle théorie n'est pas très utile parce qu'elle exclut d'emblée cette possibilité<sup>28</sup>.

La nouvelle théorie soulève un autre problème : en considérant les dividendes comme un reliquat après que les besoins d'investissement d'une société ont été satisfaits, elle suppose que les entreprises peuvent autogénérer suffisamment de fonds pour couvrir ces besoins. Or, pour beaucoup d'entre elles, ce n'est manifestement pas le cas. Les entreprises jeunes ou naissantes ne sont peut-être pas en mesure de générer les bénéfices nécessaires pour financer leurs investissements. Pour elles, l'émission d'actions constitue la seule source marginale de capitaux propres, auquel cas, comme nous l'avons vu, l'imposition des dividendes réduira l'investissement. Par contre, l'hypothèse voulant que les bénéfices non répartis constituent la source marginale de financement est peut-être plus défendable dans le cas des entreprises plus solidement établies. Par conséquent, même si les dividendes n'ont aucune valeur intrinsèque, il est peut-être plus juste de dire que la nouvelle théorie ne s'applique qu'à certains moments à certaines entreprises.

Enfin, si les dividendes constituaient un reliquat comme le veut la nouvelle théorie, les distributions de dividendes devraient être plus volatiles que les dépenses d'investissement. Or, Poterba (1987) cite des preuves montrant que c'est exactement le contraire qui tend à être le cas aux États-Unis.

La théorie traditionnelle a elle aussi ses détracteurs. Le fait qu'elle présume que les dividendes comportent une certaine valeur intrinsèque pour les actionnaires, sans que cette hypothèse ne soit solidement motivée, constitue peut-être sa plus importante lacune. Comme nous l'avons vu, on invoque souvent des arguments liés à l'effet de signal et au problème d'agence à l'appui de cette hypothèse. Même s'ils paraissent intéressants à prime abord, ces arguments perdent de leur attrait lorsqu'on les étudie de plus près. Par exemple, d'aucuns ont soutenu que le versement des dividendes est une façon très coûteuse de donner un signal ou de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et qu'il existe des moyens plus économiques de résoudre ces problèmes<sup>29</sup>.

La théorie traditionnelle soulève un autre problème dans la mesure où elle pose que les investissements marginaux sont financés par une combinaison de bénéfices non répartis et d'émissions d'actions. Or, l'émission d'actions représente une proportion relativement faible du total des capitaux propres mobilisés par les entreprises. Cela pourrait signifier que la théorie traditionnelle ne décrit pas exactement l'impact de l'imposition des dividendes sur l'investissement. Toutefois, comme le fait remarquer Zodrow (1991), le fait que les émissions d'actions ne représentent qu'une modeste part de l'ensemble des capitaux propres ne signifie pas qu'elles ne constituent pas une importante source *marginale* de fonds. En outre, on peut assimiler de façon plus générale aux émissions d'actions les *réductions* des rachats d'actions, les *réductions* des acquisitions d'entreprises et les *réductions* des achats d'actions d'autres sociétés.

---

<sup>28</sup>Voir aussi Shoven (1990).

<sup>29</sup>Voir Black (1976), Edwards (1984) ou Fazzari, Hubbard et Peterson (1987).

L'une des principales différences entre la théorie de l'absence d'effet de l'impôt et les deux autres théories est que, selon la première, le taux effectif d'imposition des dividendes est égal au taux effectif d'imposition des gains en capital pour l'investisseur marginal et que ces deux taux peuvent être très voisins de zéro. La section suivante examine certaines études empiriques traitant de cette question.

### 3.2 L'imposition des dividendes et le prix des actions

Pour évaluer l'applicabilité de la théorie de l'absence d'effet de l'impôt, il faut déterminer les caractéristiques fiscales de l'investisseur marginal. Évidemment, cela ne peut se faire directement. La méthode la plus courante consiste à inférer le taux effectif d'imposition des investisseurs marginaux en examinant l'impact de l'imposition des dividendes sur le prix des actions. N'oublions pas que, d'après cette théorie, l'imposition des dividendes ne devrait avoir aucun effet sur le prix des actions.

Les auteurs qui se sont penchés sur la question ont adopté l'une de trois grandes approches. La première consiste à examiner le lien entre les taux de rendement (corrigés du risque) avant impôt et les taux de dividende. Si le taux effectif d'imposition des dividendes est supérieur à celui des gains en capital pour l'investisseur marginal, toutes choses égales par ailleurs, il devrait y avoir une corrélation positive entre le taux de rendement avant impôt et le taux de dividendes – le premier doit être plus élevé pour compenser le fait que les dividendes sont imposés à un taux plus élevé que les gains en capital.

Les résultats empiriques de cette démarche sont mitigés. Par exemple, en utilisant des données provenant des États-Unis, Black et Scholes (1974), Gordon et Bradford (1980), Miller et Scholes (1982) et Chen, Grundy et Stambaugh (1990) ont relevé des preuves que l'écart entre l'imposition des dividendes et celle des gains en capital *n'affecte pas* les rendements avant impôt, tandis que Litzenberger et Ramaswamy (1979, 1980 et 1982) ont montré le contraire. Dans une étude sur le prix des actions canadiennes, Morgan (1980) observe que l'instauration de l'impôt sur les gains en capital en 1971 a modifié les prix d'une manière qui tend à montrer que les écarts de taux d'imposition sont importants.

La deuxième approche consiste à examiner le comportement du prix des actions à la date ex-dividende. À défaut d'un impôt des particuliers sur les actions, les arguments fondés sur l'arbitrage impliquent que la valeur d'une action devrait chuter du montant intégral du dividende à la date ex-dividende. Si le taux effectif d'imposition des dividendes est supérieur à celui de l'impôt sur les gains en capital, des arguments similaires indiquent que la réduction de prix devrait être inférieure au montant des dividendes<sup>30</sup>. Elton et Gruber (1970) ont relevé des preuves montrant qu'aux États-Unis, l'écart entre l'impôt sur les dividendes et l'impôt sur les gains en capital importe aux yeux des investisseurs marginaux – le prix des actions chute effectivement d'un montant inférieur à celui des dividendes. Cela implique que cet écart fiscal est positif pour l'investisseur marginal. Toutefois, plus récemment, Heath et Rimbey (1993) n'ont rien relevé qui prouve que le comportement observé aux États-Unis à la date ex-dividende soit relié aux

---

<sup>30</sup>Scholes et Wolfson (1992), pages 359 à 368 discutent de cette approche et de ses lacunes.

différences entre le régime fiscal des dividendes et celui des gains en capital. Poterba et Summers (1985) analysent l'impact de la réforme fiscale opérée au Royaume-Uni et constatent que les modifications apportées à l'imposition des dividendes ont une incidence marquée sur les mouvements de prix à la date ex-dividende, contrairement à celles touchant l'impôt sur les gains en capital, ce qui semble indiquer que le taux effectif d'imposition des gains en capital est voisin de zéro, ce qui n'est pas le cas pour les dividendes.

Deux études canadiennes fondées sur la méthode de la date ex-dividende produisent des résultats contradictoires. Lakonishok et Vermaelen (1983) ont cherché à savoir si l'instauration de l'impôt sur les gains en capital, en 1971, avait modifié le comportement du prix et du volume des actions à la date ex-dividende. Ils n'ont relevé aucune preuve d'un tel changement. Par contre, Booth et Johnston (1984) constatent que le comportement observé à la date ex-dividende est bel et bien sensible à l'écart fiscal. Plus particulièrement, leur analyse indique que « la réaction du ratio des cours à la date ex-dividende aux modifications d'ordre fiscal est compatible avec celle d'un investisseur marginal qui est un particulier bénéficiant d'un très faible taux effectif d'imposition des gains en capital »<sup>31</sup> [traduction].

Une critique qu'on pourrait adresser aux études sur la date ex-dividende qui prétendent constater un écart fiscal est que, si elles sont fondées, des possibilités d'arbitrage s'offrent aux « opérateurs à court terme », comme les investisseurs institutionnels, dont les dividendes sont imposés au même taux que les gains en capital. Ces opérateurs pourraient intervenir aux environs des dates ex-dividende pour profiter de ces possibilités d'arbitrage, devenant en réalité les investisseurs marginaux, ou les décideurs de prix, autour de ces dates en raison de leurs coûts de transaction inférieurs. En présence de ces opérateurs, il peut être difficile d'inférer le taux effectif d'imposition des dividendes en observant la baisse du cours des actions, qui pourrait représenter uniquement les coûts de transaction<sup>32</sup>. De plus, si ces opérateurs sont les décideurs de prix aux environs des dates ex-dividende, l'absence de conséquence fiscale ne signifie pas nécessairement que l'imposition des dividendes n'a aucun effet sur la politique en matière de dividendes et sur les décisions d'investissement puisqu'un autre groupe d'investisseurs, affichant des caractéristiques fiscales différentes, pourrait constituer la clientèle d'investisseurs marginaux habituelle de la société.

La troisième méthode employée pour analyser la relation entre l'impôt et la valeur des actions est l'approche événementielle. Les modifications de la législation fiscale sont des occasions toutes indiquées d'examiner l'impact de l'impôt sur le cours des actions. Si l'impôt compte aux yeux de l'investisseur marginal, les changements apportés à l'écart entre le régime fiscal des dividendes et celui des gains en capital devraient se refléter dans le prix des actions dès qu'ils sont annoncés (ou pressentis). Poterba et Summers (1985) utilisent cette approche pour analyser divers changements de régime fiscal au Royaume-Uni. Ils observent une relation positive (mais non significative au plan statistique) entre l'impact de l'annonce de réductions de l'imposition des dividendes sur le

---

<sup>31</sup>Booth et Johnston (1984), page 475.

<sup>32</sup>De nombreuses études, comme celle de Booth et Johnston (1984), tentent d'en tenir compte à l'aide d'estimations des coûts de transaction « raisonnables ».

prix des actions et les rendements en dividendes, conformément à l'hypothèse de pertinence de l'impôt.

Dans McKenzie et Thompson (1995b), nous analysons l'impact de la hausse de l'impôt fédéral sur les dividendes en 1986. Le budget de cette année-là a fait passer le taux effectif d'imposition des dividendes pour un investisseur à revenu élevé (soit  $\theta$  dans l'équation (1)) d'environ 25,5 à 34,67 p. 100<sup>33</sup>. Si l'on examine un ensemble d'actions privilégiées, à rendement élevé, et ordinaires, à rendement plus modeste, émises par un même groupe de sociétés, pour neutraliser les effets propres à une entreprise donnée, on constate aisément que l'augmentation du taux d'imposition des dividendes a fait chuter les prix des actions privilégiées à rendement élevé dans une proportion nettement plus marquée que dans le cas des actions ordinaires à rendement plus faible. Plus particulièrement, selon nos estimations, les variations de prix des actions qui ont fait suite à cette augmentation de 9 points du taux effectif d'imposition des dividendes ont amputé la valeur après impôt de ces derniers d'environ 13 p. 100, ce qui est conforme à l'hypothèse d'une clientèle marginale formée d'investisseurs résidents à revenu élevé.

Deux autres études canadiennes méritent d'être signalées. Amoako-Adu (1983), examinant les changements d'écart entre le régime fiscal des dividendes et celui des gains en capital qui ont accompagné les réformes fiscales de 1971 et de 1977, observe une corrélation entre les effets significatifs sur les prix et le rendement en dividendes. Amoako-Adu, Rashid et Stebbins (1992) ont effectué une analyse semblable des changements apportés à la fiscalité des gains en capital en 1985 et en 1987 et relèvent des effets similaires.

À notre avis, même si les observations sont quelque peu partagées, la balance penche du côté des études selon lesquelles l'imposition des dividendes a bel et bien un effet sur le prix des actions. Cela semble être particulièrement le cas des études portant sur des données canadiennes puisque, des six études examinées ici, celle de Lakonishok et Vermaelan (1983) est la seule qui ne rejette pas la théorie de l'absence d'effet de l'impôt. Même si d'aucuns sont d'avis que cette question n'est toujours pas réglée, nous estimons que les preuves d'un écart de régime fiscal entre les dividendes et les gains en capital sont relativement éloquents, de sorte que la théorie de l'absence d'effet de l'impôt ne décrit pas bien l'impact de l'imposition des dividendes.

Même si l'examen de l'imposition des dividendes et de la valeur des actions nous permet d'écarter (provisoirement) la théorie de l'absence d'effet de l'impôt, il ne permet pas de trancher entre la nouvelle théorie et la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes puisqu'elles prévoient toutes deux que l'imposition des dividendes aura un effet sur le prix des actions. Deux approches ont été employées pour déterminer laquelle de ces théories est étayée par les observations. La première consiste à examiner l'impact de l'impôt sur le taux de distribution de dividendes; la deuxième étudie directement l'impact de l'imposition des dividendes sur l'investissement.

---

<sup>33</sup>Abstraction faite des surtaxes et sous l'hypothèse d'un taux d'impôt provincial de 50 p. 100.

### 3.4 L'imposition des dividendes, les distributions de dividendes et l'investissement

Nous n'avons relevé qu'une étude portant expressément sur l'impact des dividendes sur l'investissement. Poterba et Summers (1985) examinent les effets des modifications de l'imposition des dividendes au Royaume-Uni sur l'investissement entre 1950 et 1981. Leurs résultats indiquent que les équations d'investissement fondées sur la théorie traditionnelle fonctionnent mieux que celles reposant sur la nouvelle théorie. Ils concluent que, au Royaume-Uni, la théorie traditionnelle explique « mieux » « la plupart » des décisions d'investissement. Sinn (1985 et 1991) a remis en question certains résultats de Poterba et Summers. Son principal argument semble être que les résultats obtenus par ces derniers pourraient ne s'appliquer qu'à un sous-ensemble de « nouvelles » entreprises et ne pas être valides de façon plus générale pour les entreprises « matures ».

Un certain nombre d'autres études ont examiné l'impact de l'impôt sur la politique de versement de dividendes, mesure par le ratio de distribution. Selon la nouvelle théorie, les distributions de dividendes ne seront pas affectées par les changements du régime d'imposition des dividendes; par contre, la théorie traditionnelle prévoit que toute augmentation (diminution) de l'impôt les dividendes aura pour effet d'abaisser (de hausser) le taux de distribution. Dans le cadre de leur étude de l'imposition des dividendes au Royaume-Uni, Poterba et Summers (1985) ont aussi examiné les effets des changements de taux de cet impôt sur les ratios de distribution. Ils ont relevé une relation fortement négative, ce qui est conforme à la théorie traditionnelle et contraire à la nouvelle théorie. Poterba (1987) étend l'analyse aux États-Unis et relève des preuves favorables à la théorie traditionnelle. Enfin, Nadeau (1988), toujours à partir de données américaines, constate que les distributions de dividendes sont très sensibles à l'impôt<sup>34</sup>.

Poterba et Summers (1985) et Poterba (1987) ont essentiellement procédé par régression de la variation en pourcentage des dividendes sur celle d'un « paramètre de préférence fiscale », qu'ils expriment comme suit :  $\Theta = (1-\theta)/(1-c)$ <sup>35</sup>. Dans son étude de la situation aux États-Unis, Poterba (1987) constate qu'une majoration de  $\Theta$  de 1 p. 100, associée à une réduction du taux de l'impôt sur les dividendes par rapport à celui de l'impôt sur les gains en capital, avait pour effet à long terme de faire grimper le taux de distribution de dividendes de 2 à 3 p. 100. Utilisant une autre approche, Nadeau (1988) a observé un effet beaucoup plus marqué – environ dix fois plus important que celui rapporté par Poterba.

## 4. Quelques conclusions et calculs indicatifs

Après un examen de la littérature sur l'imposition des dividendes et ses effets sur l'investissement, la politique financière des entreprises et la valeur des actions, nous constatons que, de manière générale, nous sommes d'accord avec Gerardi, Graetz et Rosen (1990, page 312) pour conclure que « l'état actuel des connaissances empiriques favorise la théorie traditionnelle de l'imposition

---

<sup>34</sup>Le modèle de Nadeau n'est pas conçu pour vérifier la validité des deux théories puisqu'il épouse essentiellement la théorie traditionnelle. Ses résultats sont néanmoins évocateurs.

<sup>35</sup>En fait, cette expression diffère quelque peu de celle de leur paramètre de préférence fiscale, mais le principe de base est le même.

des dividendes » [traduction]. Soulignons toutefois que cette conclusion est hautement provisoire et qu'il faudra mener d'autres recherches pour nous convaincre davantage de sa justesse.

Si l'on souscrit à la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes, quelles en sont les conséquences sur le plan de la politique publique au Canada? Évidemment, cela semble indiquer d'abord et avant tout que les changements du système d'intégration qui modifient le taux effectif d'imposition des dividendes se répercuteront sur la politique financière des entreprises, sur l'investissement et sur le prix des actions. Par exemple, si le Canada devait majorer le taux effectif d'imposition des dividendes, et si l'on souscrit à la théorie traditionnelle, on s'attendrait à une chute du prix des actions et des distributions de dividendes, à une hausse du coût du capital, et donc à un recul de l'investissement.

Une question clé a trait à l'ampleur de ces changements. Comme nous le disions, à défaut d'autres recherches empiriques, il est très difficile de formuler des conclusions fermes à cet égard. Nous pouvons toutefois formuler une estimation éclairée au sujet des effets potentiels à partir de calculs simples. Il faut souligner que ces calculs ont uniquement une valeur indicative puisque l'impact de l'impôt des dividendes engendre encore beaucoup d'incertitude.

Néanmoins, considérons un changement hypothétique de politique fiscale qui éliminerait carrément l'intégration, avec ce résultat que le Canada adopterait un système classique semblable à celui des États-Unis. En supposant, comme semblent l'indiquer les résultats empiriques obtenus par McKenzie et Thompson (1995b), que l'investisseur marginal en titres de sociétés canadiennes est un résident imposé au taux maximum, si cet investisseur réside en Alberta, l'abolition de l'intégration ajouterait environ 15 points de pourcentage au taux effectif de l'impôt *des particuliers* sur les dividendes, le faisant passer de 31,4 à 46,07 p. 100. La valeur après impôt des dividendes chuterait donc de quelque 21 p. 100. L'impact sur le *taux effectif total d'impôt* dépendrait du taux d'imposition auquel la société versant les dividendes serait assujettie. Le tableau 2 représente les calculs pour une SPCC et une autre société, toutes deux entièrement assujetties à l'impôt.

Voyons d'abord les répercussions d'une telle modification du régime fiscal sur la politique des entreprises en matière de dividendes. N'oublions pas que les motifs qui sous-tendent la théorie traditionnelle sont que les dividendes jouent un rôle de signal, ou servent à atténuer les problèmes d'agence au sein de la société. Le rendement (après impôt) requis des capitaux propres doit alors être une fonction décroissante du ratio de distribution de dividendes – c.-à-d. que  $\rho(\alpha)$ , avec  $\rho'(\alpha) < 0$  – et qu'une diminution de ce ratio résultant d'une hausse du taux d'imposition des dividendes ferait donc augmenter le coût d'option des capitaux propres. Comme il a été indiqué, on peut s'interroger sur la sensibilité des taux de distribution aux changements de l'impôt sur les dividendes. Poterba (1987) a constaté que, aux États-Unis, une baisse de 1 p. 100 du paramètre de préférence fiscale  $\Theta = (1-\theta)/(1-c)$  entraînait une diminution d'environ 2 p.100 des taux de distribution. À partir des calculs qui précèdent pour  $\theta$  avant et après la modification hypothétique du régime fiscal, et en supposant que le taux effectif d'imposition des gains en capital est de  $c = 0,10$ , comme l'indiquent McKenzie et Thompson (1995a), le paramètre de préférence fiscale est d'environ 0,76 à l'heure actuelle et chuterait de 21 p. 100 à environ 0,60 si l'intégration était abolie. En admettant que les estimations de Poterba s'appliquent aussi au Canada et valent aussi pour d'importants changements discrétionnaires comme ceux dont nous

traitons ici – deux hypothèses quelque peu téméraires –, il faut s'attendre à ce que ce changement de politique engendre une baisse d'environ 42 p. 100 des distributions de dividendes.

Examinons maintenant l'impact de ce changement fiscal hypothétique sur le coût du capital. L'un des éléments clés de ce dernier est le coût d'option du financement,  $r_f$ , dont la caractérisation dépend de la théorie de l'imposition des dividendes à laquelle on souscrit; la théorie traditionnelle est la seule à prévoir que  $r_f$  sera touché par les changements de taux d'imposition des dividendes. Notre approche consiste à déterminer  $r_f$  avant et après l'augmentation hypothétique de l'impôt sur les dividendes à l'aide de l'équation (11), puis à déterminer l'impact sur le coût du capital au moyen d'une formule semblable à l'équation (3)<sup>36</sup>. Bien que cette démarche semble assez simple, elle ne va pas sans problèmes. Pour déterminer l'impact d'un changement fiscal discret de l'ampleur de celui qui nous préoccupe ici, il importe de tenir compte du changement de taux de distribution qui en découlera<sup>37</sup>. Pour ce qui est de l'équation (11), alors que  $\theta$  s'accroît, ce qui indique une augmentation de  $r_f$ , le ratio de distribution  $\alpha$  diminue, atténuant quelque peu cette hausse. Le recul de  $\alpha$  fait alors grimper  $\rho(\alpha)$ , ce qui accentue l'impact de l'accroissement de  $\theta$ . Il est malheureusement impossible de déterminer l'ampleur nette du changement sans disposer d'un modèle beaucoup plus complet des marchés financiers et, plus particulièrement, sans connaître la forme fonctionnelle de  $\rho(\alpha)$ . Nous choisissons ici de faire abstraction des changements à la fois du ratio de distribution et du rendement après impôt requis des capitaux propres par suite de la modification du régime fiscal et déterminons  $r_f$  à l'aide des données existantes sur  $\rho$  et  $\alpha$ . Sachant que la modification de ces variables a des effets contraires sur le coût d'option du financement, nous espérons que nous ne sommes pas trop loin du compte en les maintenant constants.

Nos calculs du coût du capital figurent aux tableaux 3 et 4. Nous établissons le coût moyen pondéré sans risque du capital dans sept secteurs, regroupés en fonction de quatre catégories d'actifs : les immeubles, l'équipement, les stocks et les biens-fonds. Au tableau 3, les coûts du capital sont indiqués d'après la nouvelle théorie et la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes, dans le cadre du régime de majoration et de crédit en vigueur, où le taux effectif de l'impôt des particuliers sur les dividendes est de 31,4 p. 100. Selon la théorie traditionnelle,  $r_f$  est une moyenne pondérée du taux effectif d'imposition des dividendes et des gains en capital, comme dans l'équation (11), alors que, selon la nouvelle théorie,  $r_f$  reflète uniquement le taux effectif d'imposition des gains en capital, comme dans l'équation (6).

On constate que, dans les secteurs où le ratio de distribution est faible, la différence de coût du capital n'est pas très importante entre les deux théories; il est un peu plus élevé selon la théorie traditionnelle. Évidemment, cela n'est pas étonnant puisque le coût d'option moyen pondéré du capital est semblable dans les deux théories si la proportion des investissements financée par les bénéfices non répartis est élevée (et donc si le ratio de distribution est faible). Par contre, dans les secteurs à fort taux de distribution, comme ceux des communications, des services publics et des services, les différences sont plus marquées et le coût du capital est nettement plus élevé selon la

<sup>36</sup>Nous élargissons l'expression du coût du capital en y intégrant maintes caractéristiques du régime canadien de l'impôt des sociétés dont la formulation « intuitive » de l'équation (3) ne tenait pas compte.

<sup>37</sup>Même si le théorème de l'enveloppe nous permet de faire abstraction de ces effets pour des changements modestes (marginaux) de  $\theta$ , ce n'est plus possible dans le cas de changements importants (discrets).

théorie traditionnelle : l'écart peut atteindre 1,5 point de pourcentage pour les entreprises de services publics qui ne sont pas des SPCC et 1,1 point pour celles qui en sont.

Le tableau 4 montre le calcul du coût du capital selon la théorie traditionnelle dans un régime fiscal hypothétique sans aucune intégration, ce qui fait passer le taux effectif de l'impôt des particuliers sur les dividendes de 31,4 à 46,01 p. 100; pour plus de commodité, nous indiquons les données correspondantes d'après le régime fiscal en place. Évidemment, l'élimination de l'intégration n'aurait aucun effet sur le coût du capital selon la nouvelle théorie. La hausse du coût du capital est très modeste dans les secteurs à faible taux de distribution, mais nettement plus importante dans ceux où ce taux est élevé. Par exemple, l'abolition de l'intégration ferait grimper le coût du capital de jusqu'à 1,75 point pour les entreprises de services publics qui ne sont pas des SPCC, contre à peine 0,15 point dans le cas des entreprises de commerce de gros qui ne sont pas des SPCC.

Nous avons affirmé que, si la théorie traditionnelle de l'imposition des dividendes est exacte – et nous croyons que certaines données empiriques le confirment – l'élimination de l'intégration dans le régime fiscal canadien entraînerait une baisse des distributions de dividendes et une hausse du coût du capital. Si l'on admet que les variations du coût du capital figurant au tableau 4 indiquent de façon générale les conséquences de l'élimination de l'intégration, une question clé que nous n'avons pas abordée est celle de la diminution résultante de l'investissement. Cette question est elle aussi difficile à résoudre. À l'instar des autres analyses mentionnées ici, les études empiriques de la relation entre le coût du capital et l'investissement ne sont pas tout à fait concluantes. D'après les études les plus anciennes, cette relation est très ténue, voire inexistante<sup>38</sup>. Selon les plus récentes, le coût du capital est un déterminant clé de l'investissement. Par exemple, Auerbach et Hassett (1991), Cummins et Hassett (1993) et Cummins, Hassett et Hubbard (1995) constatent un effet très net sur les prix. Cette dernière étude analyse l'impact des réformes fiscales sur l'investissement dans plusieurs pays, dont le Canada, à l'aide d'une série de données unique au niveau des entreprises. Ses auteurs constatent que la réaction des investisseurs à la réforme fiscale opérée au Canada en 1987 était très semblable à celle observée dans la foulée de la réforme fiscale de 1986 aux États-Unis et que, dans les deux cas, cette réaction était compatible avec l'idée que le coût du capital a un effet significatif sur l'investissement. À partir de données recueillies aux États-Unis, Cummins et Hassett (1993) déterminent qu'une hausse d'un point de pourcentage du coût du capital pourrait abaisser d'autant le *taux* d'investissement (c.-à-d. l'investissement en proportion du stock de capital). En supposant que la réaction au Canada soit semblable, chaque point de pourcentage de hausse du coût du capital par suite de l'élimination de l'intégration indiqué au tableau 4 se traduirait par une baisse équivalente des taux d'investissement. Par exemple, le taux d'investissement pour les entreprises de services publics qui ne sont pas des SPCC pourrait diminuer de jusqu'à 1,75 point en réaction à une hausse de 1,75 point du coût du capital. De même, l'augmentation de 1,5 point du coût du capital dans le secteur des services abaisserait d'autant le taux d'investissement. Il faut se rappeler qu'il s'agit ici de *taux* d'investissement. Par conséquent, de modestes variations peuvent traduire des changements relativement importants de *niveau* des investissements. Il importe aussi de souligner qu'à défaut d'études empiriques, et plus particulièrement de travaux portant sur la situation du Canada, ces

---

<sup>38</sup>Chirinko (1993) passe en revue les études empiriques sur l'investissement.



conclusions doivent être considérées comme des estimations éclairées, sans plus; la réaction réelle des investisseurs pourrait être très différente. À ce propos, les calculs qui précèdent ne tiennent pas compte des effets éventuels d'une baisse de l'épargne intérieure, suite à une augmentation du taux d'imposition des dividendes, sur l'offre de capitaux. Dans la mesure où les taux d'intérêt au pays augmenteraient également sous l'effet de la contraction résultante de l'épargne, l'investissement pourrait diminuer de façon encore plus marquée que ne l'indique notre analyse.

TABLEAU 1

**Impact d'une augmentation du taux  
d'imposition des dividendes selon les trois théories**

	<b>Investissement</b>	<b>Distributions de dividendes</b>	<b>Prix des actions</b>
Théorie traditionnelle	diminution	diminution	diminution
Nouvelle théorie	aucun changement	aucun changement	diminution
Théorie de l'absence d'effet de l'impôt	aucun changement	aucun changement	aucun changement

TABLEAU 2

**Taux effectif d'imposition des dividendes,  
sociétés et investisseurs de l'Alberta**

	<b>Régime en place</b>	<b>Aucune intégration</b>
	(pour cent)	
Particuliers	31,4	46,07
Total		
Fabric., non SPCC	56,52	65,82
Non fabric., non SPCC	62,01	70,13
SPCC	44,52	56,38

TABLEAU 3

**Coût du capital selon la théorie traditionnelle  
et la nouvelle théorie, sous le régime actuel**

	<b>Ratios de distribution</b>	<b>Traditionnelle Non SPCC</b>	<b>Nouvelle Non SPCC</b>	<b>Traditionnelle SPCC</b>	<b>Nouvelle SPCC</b>
			(pour cent)		
Produits forestiers	13,6	6,61	6,44	6,12	5,98
Fabrication	15,1	6,54	6,36	5,83	5,67
Communications	58,6	8,41	7,50	7,35	6,65
Services publics	88,3	9,19	7,70	7,32	6,19
Commerce de gros	13,2	8,03	7,85	6,58	6,44
Commerce de détail	38,2	7,76	7,58	6,61	6,48
Services	80,9	9,05	7,75	7,21	6,16

TABLEAU 4

**Coût du capital, investisseurs et sociétés de l'Alberta  
Théorie traditionnelle, régime actuel et  
élimination hypothétique de l'intégration**

	<b>Actuel Non SPCC</b>	<b>Aucune intégration Non SPCC</b>	<b>Actuel SPCC</b>	<b>Aucune intégration SPCC</b>
			(pour cent)	
Produits forestiers	6,61	6,75	6,12	6,23
Fabrication	6,54	6,69	5,83	5,96
Communications	8,41	9,33	7,35	8,04
Services publics	9,19	10,94	7,32	8,63
Commerce de gros	8,03	8,18	6,58	6,71
Commerce de détail	7,76	7,91	6,61	6,73
Services	9,05	10,52	7,21	8,32

## Bibliographie

Amoako-Adu, B. (1983), « The Canadian tax reform and its effect on stock prices: A note », *Journal of Finance*, vol. 38, pp. 1669-1676.

Amoako-Adu, B., M. Rashid et M. Stebbins (1992), « Capital gains tax and equity values: Empirical test of stock price reaction to the introduction and reduction of capital gains tax exemption », *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, pp. 275-287.

Auerbach, A. (1979), « Wealth maximization and the cost of capital », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 21, pp. 107-127.

Auerbach, A. (1983), « Taxation, corporate financial policy and the cost of capital », *Journal of Economic Literature*, vol. 21, pp. 905-940.

Auerbach, A. (1991), « Retrospective capital gains taxation », *American Economic Review*, vol. 81, n° 1, pp. 167-178.

Auerbach, A. et K. Hassett (1991), « Recent U.S. investment behavior and the Tax Reform Act of 1986: A disaggregate view », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 35, pp. 185-215.

Black, F. (1976), « The dividend puzzle », *Journal of Portfolio Management*, Hiver, pp. 5-8.

Black, F. et M. Scholes (1974), « The effects of dividend policy and dividend yield on common stock prices and returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 1, pp. 1-22

Boadway, R. (1987), « The theory and measurement of effective tax rates », dans *The Impact of Taxation on Economic Activity*, sous la direction de J. Mintz et D. Purvis, (John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy, Kingston (Ontario)).

Boadway, R. et N. Bruce (1991), « Problems with integrating corporate and personal taxes in an open economy », *Journal of Public Economics*, vol. 48, pp. 39-66.

Booth, L. D. et D. J. Johnston (1984), « The ex-dividend day behaviour of Canadian stock prices: Tax changes and clientele Effects », *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 457-476.

Bradford, D. (1981), « The incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions », *Journal of Public Economics*, vol. 1, pp. 1-22.

Brennan, M. (1970), « Taxes, market valuation, and corporate financial policy », *National Tax Journal*, Décembre, pp. 417-427.

Chen, N., B. Grundy et R. Stambaugh (1990), « Changing Risk, Changing Risk Premiums, and Dividend Yield Effects », *Journal of Business*, vol. 63, pp. S51-S70.

- Chirinko, R. (1993) « Business fixed investment spending: A critical survey of modelling strategies, empirical results, and policy implications », *Journal of Economic Literature*, vol. XXXI, n° 4, pp. 1875-1911.
- Cummins, J. et K. Hassett (1993), « The effects of taxation on investment: New evidence from firm level panel data », *National Tax Journal*, vol. 45, pp. 243-251.
- Cummins, J., K. Hassett et G. Hubbard (1995), *Tax reforms and investment: A cross country comparison*, NBER Working Paper No 5232.
- Devereux, M. (1996), *L'intégration des impôts des sociétés et des particuliers en Europe : le rôle des impôts minimums dans les versements de dividendes*, Document de travail 96-5, Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances.
- Devereux, M. et H. Freeman (1995), « The impact of tax on foreign direct investment: Empirical evidence and the implications for tax integration schemes », *International Tax and Public Finance*, vol. 2, pp. 85-106.
- Easterbrook, F. (1984), « Two agency-cost explanations of dividends », *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, pp. 650-659.
- Edwards, J. (1984), « Does dividend policy matter? », *Fiscal Studies* 5, pp. 1-17.
- Elton, E. et M. Gruber (1970), « Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect », *Review of Economics and Statistics*, vol. 52, pp. 68-74.
- Fazzari, S., G. Hubbard et B. Peterson (1987), *Financing constraints and corporate investment*, NBER Working Paper No. 2389.
- Gerardi, G., M. Graetz, et H. Rosen (1990), « Corporate integration puzzles », *National Tax Journal*, vol. 43, pp. 307-314.
- Gordon, R. et D. Bradford (1980), « Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results », *Journal of Public Economics*, vol. 14, pp. 109-136.
- Hearth, D. et J. Rimbey (1993), « The dividend-clientele Controversy and the Tax Reform Act of 1986 », *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 32, pp. 68-77.
- Lakonishok, J. et T. Vermaelen (1983), « Tax reform and ex-dividend day behaviour », *Journal of Finance*, vol. 38, pp. 1157-1179.
- Litzenberger, R. et K. Ramaswamy (1979), « The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, pp. 163-195.

- Litzenberger, R. et K. Ramaswamy (1980), « Dividends, short-selling restrictions, tax-induced investor clienteles and market equilibrium », *Journal of Finance*, vol. 35, pp. 469-482.
- Litzenberger, R. et K. Ramaswamy (1982), « The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects? », *Journal of Finance*, vol. 37, pp. 429-443.
- McKenzie, K. et A. Thompson (1995a), « The impact of the capital gains exemption on capital markets », *Analyse de Politiques*, supplément d'hiver, pp. 100-115.
- McKenzie, K. et A. Thompson (1995b), « Dividend taxation and equity value: The Canadian tax changes of 1986 », *Revue canadienne d'Économique*, vol. 28, pp. 463-472.
- Miller, M. (1977), « Debt and taxes », *Journal of Finance*, vol. 31, pp. 261-75.
- Miller, M. et M. Scholes (1978), « Dividends and taxes », *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 333-364.
- Miller, M. et M. Scholes (1982), « Dividends and taxes: Some empirical evidence », *Journal of Political Economy*, vol. 90, pp. 1182-1242.
- Miller, M. et K. Rock (1985), « Dividend policy under asymmetric information », *Journal of Finance*, Septembre, pp. 1031-1051.
- Mintz, J. (1995), « The corporation tax: A survey », *Fiscal Studies*, vol. 16, n° 4, pp. 23-68.
- Morgan, I. G. (1980), « Dividends and Stock Price Behaviour in Canada », *Journal of Business Administration*, vol. 12, pp. 91-106.
- Nadeau, S. (1988), « A model to measure the effects of taxes on real and financial decisions of the firm », *National Tax Journal*, vol. 41, pp. 467-481.
- Poterba, J. (1987), « Tax policy and corporate saving », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol 2, pp. 455-515.
- Poterba, J. et L. Summers (1985), « The Economic Effects of Dividend Taxation », dans *Recent Advances in Corporate Finance*, sous la direction d'Edward Altman et Marti Subrahmanyam, Dow-Jones Irwin, Homewood (Ill.).
- Shefrin, J. et M. Statman (1984), « Explaining investor preferences for cash dividends », *Journal of Financial Economics*, pp. 253-282.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1986), « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, pp. 461-488.

---

Shoven, J. (1990), « Alternative tax policies to lower the cost of capital », dans *Business Taxes, Capital Costs and Competitiveness*, Washington, American Council for Capital Formation Centre for Policy Research.

Zodrow, G. (1991), « On the 'traditional' and 'new' views of dividend taxation », *National Tax Journal*, vol. 44, pp. 497-509.





## Comité technique de la fiscalité des entreprises

Le Comité technique de la fiscalité des entreprises a été mis sur pied par le ministre des Finances à l'occasion du dépôt du budget de mars 1996 pour trouver des façons :

- d'améliorer le régime fiscal pour promouvoir la création d'emplois et la croissance économique dans une économie ouverte;
- de simplifier l'imposition du revenu des sociétés pour en faciliter l'observation par les contribuables et l'administration par Revenu Canada;
- de renforcer l'équité du régime fiscal en veillant à ce que toutes les entreprises participent au financement de la prestation des services gouvernementaux.

Le Comité technique fera rapport avant la fin de 1997. La publication de son rapport sera suivi de consultations publiques.

Le Comité technique est composé de juristes, de comptables et d'économistes spécialisés dans la fiscalité. Voici la liste de ses membres :

M. Robert Brown  
Price Waterhouse  
Toronto (Ontario)

M. James Cowan  
Stewart McKelvey Stirling Scales  
Halifax (Nouvelle-Écosse)

M. Wilfrid Lefebvre  
Ogilvy Renault  
Montréal (Québec)

M<sup>me</sup> Nancy Olewiler  
Département de science économique  
Simon Fraser University  
Burnaby (Colombie-Britannique)

M. Stephen Richardson  
Tory, Tory, Deslauriers & Binnington  
Toronto (Ontario)

M. Bev Dahlby  
Département de science économique  
University of Alberta  
Edmonton (Alberta)

M. Allan Lanthier  
Ernst & Young  
Montréal (Québec)

M. Jack Mintz (président)  
Faculté d'administration  
University of Toronto (en congé)  
Économiste invité Clifford Clark  
Ministère des Finances  
Ottawa (Ontario)

M. Norm Promislow  
Buckwald Asper Gallagher Henteleff  
Winnipeg (Manitoba)

Le Comité technique a commandé des études à des spécialistes de l'extérieur pour obtenir des analyses sur bon nombre de questions examinées dans le cadre de son mandat. Ces études sont publiées sous forme de documents de travail aux fins d'information et de commentaire. Les documents n'ont été évalués que de façon sommaire. Les points de vue qui y sont exprimés sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion du Comité technique.

La liste complète des documents de travail figure en annexe. Les documents sont disponibles auprès du :

Centre de distribution  
Ministère des Finances  
300, avenue Laurier ouest  
Ottawa (Ontario)  
K1A 0G5  
Téléphone : (613) 995-2855  
Fascimile : (613) 996-0518

Les documents sont aussi accessibles sur Internet, à l'adresse suivante : <http://www.fin.gc.ca/>

## Études de recherche effectuées pour le comité technique de la fiscalité des entreprises

- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-1**  
Comparaison et évaluation du régime fiscal applicable au revenu de provenance étrangère au Canada, en Australie, en France, en Allemagne et aux États-Unis  
*Brian Arnold* (Goodman Phillips & Vineberg)  
*Jinyan Li* et *David Sandler* (University of Western Ontario)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-2**  
Pourquoi imposer les sociétés?  
*Richard Bird* (University of Toronto)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-3**  
Politique fiscale et création d'emplois : programmes de stimulation de l'emploi  
*Ben Cherniavsky* (Technical Committee Research Analyst)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-4**  
Les effets du régime fiscal sur les multinationales américaines et leurs filiales canadiennes  
*Jason Cummins* (New York University)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-5**  
L'intégration des impôts des sociétés et des particuliers en Europe :  
le rôle des impôts minimums sur les versements de dividendes  
*Michael Devereux* (Keele University)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-6**  
Les répercussions internationales de la réforme de la fiscalité des entreprises aux États-Unis  
*Andrew Lyon* (University of Maryland)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-7**  
Les effets économiques de l'imposition des dividendes  
*Ken McKenzie* (University of Calgary)  
*Aileen Thompson* (Carleton University)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-8**  
L'impôt sur le capital  
*Peter McQuillan* et *Cal Cochrane* (KPMG Toronto)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-9**  
Les questions d'observation : la petite entreprise et l'imposition des bénéficiaires des sociétés  
*Robert Plamondon* (Ottawa)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-10**  
Les prix de transfert  
*Robert Turner* (Ernst & Young, Toronto)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-11**  
L'interaction des impôts fédéraux et provinciaux sur les entreprises  
*Marianne Vigneault* (Bishop's University)  
*Robin Boadway* (Queen's University)
- DOCUMENT DE TRAVAIL 96-12**  
L'imposition des investissements en provenance de l'étranger  
*Gordon Williamson* (Arthur Andersen, Toronto)