

# L'intercotation internationale et l'hypothèse de crédibilité par association

*Michael R. King, Banque du Canada, et Dan Segal, Université de Toronto\**

**A**vec plus de 180 inscriptions en 2003, le Canada remporte la palme au chapitre des actions étrangères cotées aux États-Unis. Pour être admises à la cote d'une bourse américaine, les entreprises canadiennes doivent satisfaire aux mêmes critères d'inscription et aux mêmes obligations d'information que les entreprises américaines et se soumettre à la surveillance et à l'autorité de la Securities and Exchange Commission. Les chercheurs s'étant intéressés à l'intercotation ont constaté que celle-ci donne lieu à une appréciation des actions du fait de la plus forte liquidité des actions cotées aux États-Unis et de leur plus grande notoriété auprès des investisseurs. La réduction du coût des capitaux propres qui en découle incite fortement les sociétés à intercotiser leurs actions.

Des travaux récents mettent en lumière une autre motivation, liée au degré de protection des investisseurs. Selon Coffee (1999), une entreprise établie dans un pays où l'investisseur est peut-être moins bien protégé peut accroître la valeur de ses actions en s'alliant au cadre réglementaire américain par l'inscription de son titre à une bourse des États-Unis (l'hypothèse de « crédibilité par association »). En s'inscrivant à la bourse d'un pays où la surveillance est plus étroite et le cadre de conformité plus rigoureux, l'entreprise signalerait son désir de respecter les droits des actionnaires. Les investisseurs auraient dès lors moins d'hésitations à acheter des actions d'une société qui s'est ainsi engagée, ce qui contribuerait à accroître sa valeur. Siegel (à paraître) est d'avis que ce mécanisme repose sur un effet de réputation, et non sur le fait qu'un recours aux tribunaux est possible. Les résultats obtenus par Reese et Weisbach (2002), Doidge, Karolyi et Stulz (2004) et Doidge (à paraître) à partir de données de plusieurs pays,

dont le Canada, militent en faveur de l'hypothèse de crédibilité par association.

Dans notre étude, nous testons l'hypothèse de crédibilité par association en faisant appel à un échantillon d'entreprises canadiennes et américaines. Comme le phénomène ne peut être observé directement, les chercheurs ont généralement recours à des mesures indirectes de ce dernier. La mesure que nous utilisons est basée sur le volume des transactions effectuées sur le marché boursier américain.

Un fait stylisé couramment admis est que l'intercotation entraîne un accroissement de l'activité sur le titre, au pays comme à l'étranger. À défaut d'une telle hausse, l'entreprise qui assume des frais de cotation à l'étranger ne bénéficierait pas d'une baisse du coût de ses capitaux propres et d'une appréciation de ses actions. Un faible volume d'activité sur le marché américain pourrait indiquer que la crédibilité de la société ne s'est pas améliorée et que les investisseurs américains ne croient pas que l'entreprise respectera leurs droits d'actionnaires minoritaires. Cette hypothèse sera examinée ci-après.

## Méthodologie

L'effet de l'intercotation sur la valeur d'une action a été estimé à l'aide d'une série de régressions dont la variable dépendante est le ratio de la valeur comptable à la valeur marchande dans une spécification et le ratio bénéfice-cours dans une autre. Les variables explicatives englobent des variables propres aux sociétés et des variables muettes qui servent à saisir les effets systématiques. Les variables propres aux sociétés comprennent le secteur d'activité auquel celles-ci appartiennent, leur taille, leur rentabilité, le coût de leurs fonds propres, la croissance passée de leur chiffre d'affaires et le volume de transactions sur le titre. Une variable muette sert à représenter le pays d'attache de la société et une autre indique si cette dernière est intercotée ou non.

\* Le présent article constitue un résumé d'un document de travail publié récemment par la Banque du Canada (King et Segal, 2004).

Comme le degré de protection des investisseurs découle de multiples facteurs dont certains ne sont pas quantifiables, nous avons procédé de façon indirecte pour saisir les effets systématiques des écarts observés à ce chapitre, en incluant des variables de contrôle dans chaque régression et en recourant à un vaste échantillon composé d'entreprises canadiennes inscrites uniquement à la Bourse de Toronto, de sociétés américaines cotées dans leur pays et d'entreprises canadiennes dont les actions se sont négociées à la fois à la Bourse de Toronto et aux États-Unis pendant la période étudiée.

## Synthèse des résultats

Dans la première série de régressions, nous comparons la valeur relative des actions des trois catégories d'entreprises. Les résultats révèlent qu'une fois prise en compte l'incidence des facteurs propres aux marchés et aux sociétés (taille et rentabilité de ces dernières, coût de leurs fonds propres, croissance passée de leurs ventes et secteur d'activité auquel elles appartiennent), les actions des sociétés canadiennes sont sous-évaluées par rapport à celles des sociétés américaines. L'intercotation permet de réduire cet écart de valeur, voire de le ramener à zéro.

Dans la deuxième série de régressions, nous examinons la valeur relative d'entreprises canadiennes intercotées et d'autres sociétés au pays dont les actions se négocient exclusivement à la Bourse de Toronto. Les résultats indiquent que l'évaluation boursière des entreprises intercotées — qui sont soumises aux règles de surveillance des marchés américains — est supérieure à celle des autres entreprises canadiennes même si l'on tient compte de leur taille, de leur rentabilité, de leur secteur d'activité et de leurs perspectives de croissance. Cette conclusion cadre avec l'hypothèse de crédibilité par association, mais la validité de celle-ci reste à prouver, l'effet observé pouvant tenir à d'autres facteurs non représentés expressément.

Le volume des transactions sur le titre de la société joue un rôle déterminant. D'après les études examinées dans Karolyi (1998), une évaluation supérieure s'accompagne d'un accroissement de l'activité sur le titre de l'entreprise intercotée. Toutefois, cette observation ne nous apprend rien sur l'endroit où le titre se négocie, un élément non négligeable pour les bourses qui se disputent le marché secondaire des actions d'une société. Un examen de la répartition géographique des volumes de transactions révèle une grande variété de situations. Les entreprises canadiennes intercotées n'ont pas toutes du succès sur les places boursières

américaines. Pour bon nombre d'entre elles, le marché canadien reste prédominant.

À notre avis, le volume relatif de transactions sur le marché boursier américain peut servir à mesurer le gain de réputation que l'entreprise réalise en s'associant au cadre réglementaire des États-Unis, car il indique le degré de confiance des investisseurs dans le respect de leurs droits d'actionnaires. Si l'on divise l'échantillon des entreprises canadiennes intercotées en deux groupes en fonction des volumes relatifs de transactions dans les deux pays et que l'on procède à de nouvelles régressions, l'on obtient des résultats différents de ceux décrits dans les études antérieures sur l'intercotation. Les entreprises intercotées dont les actions se négocient davantage aux États-Unis qu'au Canada bénéficient d'une hausse de valeur supérieure à celle que justifie l'accroissement de l'activité sur leurs titres. Les entreprises canadiennes intercotées dont les actions continuent de se négocier surtout à la Bourse de Toronto sont évaluées plus favorablement si le volume global des transactions sur leurs titres augmente. Ce résultat concorde avec ceux de travaux antérieurs ayant porté sur des entreprises cotées à deux bourses d'un même pays. Il arrive cependant que l'inscription à une bourse américaine ne s'accompagne pas d'une progression de l'activité sur le titre; dans ce cas, l'évaluation boursière de l'entreprise est semblable à celle des autres entreprises non intercotées.

## Conclusions

Dans notre étude, nous avons cherché à déterminer le mécanisme par lequel l'hypothèse de crédibilité par association influe sur la valeur des actions. Nous sommes les premiers à mesurer le gain de réputation de l'entreprise à partir du volume relatif des transactions effectuées sur les places boursières concernées. Les entreprises canadiennes intercotées qui réussissent à s'imposer sur les bourses américaines voient leurs actions s'apprécier. Cette appréciation est moins forte lorsque les actions continuent de se négocier surtout dans le marché d'origine de l'entreprise. Les résultats cadrent avec l'hypothèse de crédibilité par association, selon laquelle les investisseurs sur les marchés américains n'évaluent pas pareillement toutes les entreprises intercotées, en favorisant certaines mais négligeant les autres. Il serait intéressant d'étudier dans des travaux futurs les facteurs de réussite et d'échec des entreprises canadiennes intercotées sur les marchés américains.

## Ouvrages et articles cités

- Coffee, J. C. (1999). « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications », *Northwestern University Law Review*, vol. 93, p. 641-708.
- Doidge, C. (à paraître). « U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms. », *Journal of Financial Economics*.
- Doidge, C., G. A. Karolyi et R. M. Stulz (2004). « Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? », *Journal of Financial Economics*, vol. 71, p. 205-238.
- Karolyi, G. A. (1998). « Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications », *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 7, p. 1-60.
- King, M., et D. Segal (2004). « International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis », document de travail n° 2004-17, Banque du Canada.
- Reese, W. A., et M. S. Weisbach (2002). « Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings. », *Journal of Financial Economics*, vol. 66, p. 65-104.
- Siegel, J. (à paraître). « Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws? », *Journal of Financial Economics*.