

Les actions cotées au Canada sont-elles sous-évaluées par rapport aux actions inscrites à une bourse américaine?

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

D'aucuns semblent penser que les actions des entreprises négociées en bourse au Canada sont sous-évaluées par rapport à celles de sociétés comparables cotées aux États-Unis. S'il existe des écarts de valeur systématiques entre les marchés boursiers canadiens et américains, les entreprises seront incitées, selon Foerster et Karolyi (1999), à adopter des stratégies de financement qui leur permettront d'atténuer toute incidence négative. Un tel comportement pourrait avoir des répercussions sur la profondeur et la liquidité générales des marchés financiers d'un pays, de même que sur leur viabilité future.

Nous avons vérifié cette hypothèse en examinant les ratios d'évaluation attribués aux actions de sociétés inscrites à des bourses canadiennes et américaines. Nous sommes arrivés à la conclusion, sur la base d'un éventail de mesures, que les actions des entreprises se négociant au Canada étaient sous-évaluées entre 1991 et 2000 par rapport aux actions échangées aux États-Unis. Cet écart existe en dépit du fait que l'entreprise canadienne médiane a payé moins cher ses fonds propres et a été plus rentable en moyenne au cours des dix dernières années que les sociétés comparables inscrites à une bourse américaine. D'après une comparaison des entreprises cotées dans les deux pays et dont les états financiers sont dressés à la fois selon les PCGR (principes comptables généralement reconnus) appliqués au Canada et aux États-Unis, cet écart de valeur ne peut s'expliquer par des différences comptables.

Nous nous sommes concentrés sur le ratio de la valeur comptable à la valeur marchande des actions ainsi que sur le ratio bénéfice-cours. Nous avons constaté que, conformément aux enseignements de la théorie financière, l'écart observé est dû en partie à des facteurs propres aux sociétés, tels que le secteur d'activité auquel elles appartiennent, leur taille, le coût de leurs fonds propres et leur rentabilité. L'évaluation est également in-

fluencée par les caractéristiques du marché boursier sur lequel les actions se négocient. Cependant, un écart persiste même lorsqu'on tient compte des facteurs propres aux sociétés et aux marchés concernés. Ce résultat corrobore ceux d'études antérieures, ce qui donne à penser que les marchés financiers canadiens et américains demeurent segmentés (Doukas et Switzer, 2000; Jorion et Schwartz, 1986).

Méthodologie

Notre analyse s'appuie sur les comptes annuels des sociétés inscrites à la cote d'une bourse et sur les cours mensuels de leurs actions pour les années 1990 à 2000. Les données proviennent de l'agence Compustat de Standard & Poor's et du Canadian Financial Markets Research Centre. L'échantillon compte près de 10 000 entreprises, dont environ 7 % sont cotées au Canada et le reste sont cotées aux États-Unis. Les sociétés canadiennes dont les titres s'échangent à des bourses des deux pays ont été exclues de l'échantillon afin de permettre une évaluation des effets propres au pays.

Facteurs influant sur la valeur

Les écarts de valeur entre les actions d'une société donnée et celles de sociétés comparables peuvent être attribués à une combinaison de facteurs propres aux sociétés, aux marchés et aux pays concernés. Les facteurs propres aux sociétés englobent le secteur d'activité auquel celles-ci appartiennent, leur taille, le coût de leurs fonds propres, leur rentabilité, leur politique de versement des dividendes et la liquidité du marché secondaire. Les variables propres aux marchés traduisent les différences de caractéristiques des marchés boursiers qui touchent toutes les entreprises dont les actions sont cotées et négociées à une même bourse, telle la tenue relative de l'ensemble du marché boursier. Enfin, les facteurs propres aux pays sont les particularités institutionnelles des marchés financiers qui s'appliquent à toutes les sociétés dont les actions sont cotées et échangées dans un même

* La présente note constitue un résumé d'un document de travail publié récemment par la Banque du Canada (King et Segal, 2003).

territoire, comme les systèmes comptables utilisés pour l'établissement des états financiers.

Existence d'un écart imputable au pays

Pour déterminer s'il existe des écarts importants entre la valeur des actions cotées en bourse au Canada et celle des actions cotées aux États-Unis, nous avons analysé celle des actions qui se négocient uniquement dans l'un des deux pays. Chaque société inscrite à une bourse canadienne est évaluée en regard d'entreprises de taille comparable et du même secteur d'activité cotées aux États-Unis. Elle est comparée à la médiane de ces entreprises sous l'angle de quatre ratios : le ratio de la valeur comptable à la valeur marchande, le ratio bénéfice-cours, le rapport des flux de trésorerie disponibles à la valeur de l'entreprise et, enfin, le quotient du bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement par la valeur de l'entreprise.

À l'aune de ces différentes mesures, la société médiane cotée à une bourse canadienne était sous-évaluée par rapport aux sociétés comparables inscrites à une bourse américaine, et ce, malgré sa plus grande rentabilité. Les écarts observés entre les entreprises cotées au Canada et celles cotées aux États-Unis sont à la fois statistiquement significatifs et importants sur le plan économique. À titre d'exemple, signalons que le ratio de la valeur comptable à la valeur marchande des actions de la société canadienne médiane était supérieur de 8 % au ratio des entreprises inscrites à une bourse américaine, même si le rendement des capitaux propres de cette société était de 1,5 % plus élevé. Entre 1991 et 1995, les sociétés ayant opté pour une bourse canadienne devaient payer jusqu'à 2 % de plus pour leurs fonds propres, mais la situation s'est inversée à leur profit depuis 1996.

Incidence des systèmes comptables

Les écarts d'évaluation entre le Canada et les États-Unis seraient-ils alors dus à des différences entre les PCGR appliqués dans les deux pays? Nous avons testé cette hypothèse en examinant la valeur de quelque 160 sociétés canadiennes cotées tant au nord qu'au sud du 45^e parallèle. Ces sociétés présentent leurs résultats financiers conformément aux PCGR en vigueur au Canada, de même que selon les PCGR des États-Unis. À partir de ces deux séries de résultats, nous avons calculé les ratios d'évaluation et les taux de rentabilité de chacune d'elles. Cette comparaison a révélé que les PCGR suivis dans les deux pays peuvent presque

se substituer les uns aux autres, une conclusion qui s'accorde avec celles d'études antérieures (Bandyopadhyay, Hilton et Richardson, 2002). Il n'existe aucun écart statistique dans le rendement des capitaux propres, le rendement de l'actif ou le ratio bénéfice-cours. Quant aux différences que présentent les autres mesures, ou bien elles n'étaient pas importantes sur le plan économique, ou bien elles n'étaient pas systématiques. Cette analyse comparative donne donc à penser que les écarts de valeur entre les entreprises cotées au Canada et celles cotées aux États-Unis ne peuvent s'expliquer par des différences comptables.

Incidence des facteurs propres aux marchés

Les écarts de valeur tiennent aussi peut-être à des facteurs propres aux marchés, tels que les caractéristiques ou la tenue du marché boursier sur lequel l'action se négocie. Nous avons vérifié cette autre hypothèse à l'aide d'une série de régressions multivariées, dont la variable dépendante est le ratio valeur comptable-valeur marchande dans une spécification, et le ratio bénéfice-cours dans une autre. Chaque régression comprend des variables propres aux sociétés qui ont une influence avérée sur la valeur des actions, à savoir : le secteur d'activité auquel les sociétés appartiennent, leur taille, leur rentabilité, le coût de leurs fonds propres et leur taux de réinvestissement des bénéfices. La prise en compte de ces variables permet d'en isoler l'incidence, pour qu'il devienne possible de mesurer celle des facteurs propres aux marchés.

Chaque régression comprend deux variables propres aux marchés. Nous avons inclus une mesure du volume de transactions afin de tenir compte du degré de liquidité des actions d'une société. Nous avons également inclus une variable reflétant toute prime attribuée aux actions des bourses américaines par suite d'une « exubérance irrationnelle », pour le cas où il y aurait un écart entre les rendements corrigés du risque au Canada et aux États-Unis. Cette variable sert à mesurer, à l'aide d'un ratio de Sharpe, l'excédent de rendement de chaque marché boursier corrigé des primes de risque. Son ajout vise à déterminer si celui d'une variable muette relative au pays peut aider à expliquer la valeur attribuée à une entreprise. Les coefficients des variables propres aux sociétés et aux marchés sont significatifs et sont affectés du signe attendu. Mais surtout, celui de la variable muette est également significatif, malgré la présence de ces autres variables, ce qui confirme que les entreprises cotées au Canada sont sous-évaluées relativement à celles cotées aux États-Unis.

Conclusion

Notre étude montre que les entreprises inscrites à une bourse canadienne sont sous-évaluées par rapport aux sociétés comparables cotées aux États-Unis, d'après une analyse comparative de divers ratios d'évaluation. Si des variables telles que le coût des fonds propres, la liquidité du marché secondaire et le rendement du marché boursier corrigé des primes de risque expliquent en partie les écarts de valeur, les entreprises dont les actions se négocient au Canada restent tout de même systématiquement sous-évaluées une fois tous ces facteurs pris en considération.

Ces résultats corroborent ceux d'études antérieures qui donnent à penser que les marchés boursiers canadiens et américains ne sont pas aussi parfaitement intégrés que la théorie financière ne l'avance. Les investisseurs ne considèrent pas les actions cotées au Canada et les actions cotées aux États-Unis comme de parfaits substituts et attribuent une prime de risque aux premières. L'existence d'écarts de valeur systématiques pourrait inciter les entreprises canadiennes à se tourner vers les marchés boursiers américains. Compte tenu des conclusions qui se dégagent de notre étude, il conviendrait d'effectuer d'autres recherches pour cerner les causes de cette segmentation des marchés.

Bibliographie

- Bandyopadhyay, S., A. Hilton et G. Richardson (2002). « A Re-examination of Reconciling Items Between Canadian and United States GAAP », *Managerial Finance*, vol. 28, p. 37-56.
- Doukas, J., et L. Switzer (2000). « Common Stock Returns and International Listing Announcements: Conditional Tests of the Mild Segmentation Hypothesis », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, p. 471-502.
- Foerster, S., et G. Karolyi (1999). « The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 981-1013.
- Jorion, P., et E. Schwartz (1986). « Integration vs. Segmentation in the Canadian Stock Market », *Journal of Finance*, vol. 41, p. 603-614.
- King, M., et D. Segal (2003). « Valuation of Canadian- vs. U.S.-Listed Equity: Is There a Discount? », document de travail n° 2003-6, Banque du Canada.