

# Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger

Éric Chouinard et Chris D'Souza, département des Marchés financiers

- *La cotation d'entreprises à une bourse étrangère a gagné en importance au cours des dernières décennies, compte tenu de la vocation de plus en plus internationale d'un grand nombre de sociétés. En outre, les progrès technologiques et la libéralisation des mouvements de capitaux ont suscité une vive concurrence entre les bourses mondiales désireuses d'augmenter les inscriptions à leur cote ainsi que leur volume de transactions.*
- *La configuration géographique des cotations à l'étranger s'est considérablement modifiée depuis le milieu des années 1980, les places boursières américaines accueillant une part grandissante des entreprises intercotées.*
- *D'après les études empiriques, une société qui s'inscrit en bourse à l'étranger voit généralement le coût de ses fonds propres diminuer, par suite d'une réduction des coûts de transaction ou d'une hausse de la qualité et de la quantité des renseignements qui sont mis à la disposition des investisseurs la concernant.*
- *En raison de la présence d'asymétries d'information entre les pays, les prix ne sont pas déterminés simultanément sur les différentes places boursières.*

La structure des marchés boursiers mondiaux s'est sensiblement modifiée au cours des dernières décennies, les progrès technologiques et la libéralisation des flux de capitaux ayant fait reculer les barrières entre les marchés nationaux. S'il est vrai que les investisseurs peuvent accéder plus facilement aux marchés étrangers de capitaux, le facteur géographique joue encore un rôle important. Les obstacles qui entravent les mouvements internationaux des capitaux — tels que les restrictions juridiques à l'égard de la mobilité de ceux-ci et de la propriété étrangère, les coûts liés à l'exécution de transactions et à l'acquisition d'information sur les titres cotés outre frontières et la question de la protection des investisseurs dans certains pays étrangers — n'ont pas disparu. La segmentation des marchés qui résulte du maintien de ces barrières incite les dirigeants d'entreprises à adopter des mesures telles que l'intercotation internationale, c'est-à-dire l'inscription des actions à la cote d'au moins deux bourses situées dans des pays différents<sup>1</sup>.

Le présent article examine les motivations — et les conséquences — de l'inscription en bourse à l'étranger, en mettant l'accent sur les différentes manières dont celle-ci influe sur le coût des fonds propres. Il sera également question du degré d'intégration des marchés boursiers nationaux. L'information présentée ici est fondée pour une large part sur les conclusions d'études empiriques publiées sur le sujet.

1. Dans le reste de l'article, le mot *intercotation* sera employé seul pour désigner cette pratique. Signalons que, même si de nombreux titres sont cotés à plus d'une bourse au sein d'un même pays, les raisons qui motivent ces inscriptions doubles ou multiples ne seront pas abordées ici.

## Portrait géographique de l'intercotation

Depuis vingt ans, les entreprises canadiennes sont de plus en plus nombreuses à s'inscrire à la cote de bourses étrangères. En novembre 2003, 181 sociétés canadiennes étaient cotées à une bourse américaine, soit près du double du nombre constaté il y a vingt ans<sup>2</sup>; vingt et une l'étaient à la Bourse de Londres, qui est généralement considérée comme la plus internationale des places européennes. La hausse des inscriptions de sociétés canadiennes à l'étranger est moins impressionnante lorsqu'on la ramène à l'échelle du total des entreprises cotées à la Bourse de Toronto. La proportion des sociétés canadiennes intercotées est passée d'environ 10 % à la fin des années 1980 à près de 15 % ces dernières années (Graphique 1). Ces sociétés représentent un large éventail de secteurs d'activité, dont les ressources naturelles, la haute technologie, les transports et les communications. Pendant la majeure partie des deux dernières décennies, le volume d'activité sur les actions d'entreprises canadiennes a été réparti à peu près également entre le Canada et les États-Unis, la part

des bourses américaines dans la valeur des transactions ayant oscillé entre 40 et 50 % (Graphique 2).

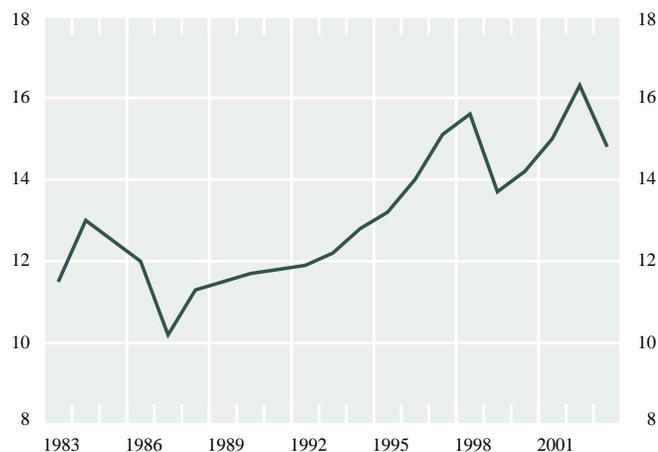
Les bourses américaines semblent s'être internationalisées davantage depuis vingt ans, alors que les européennes ont eu tendance à se recentrer. Le nombre d'entreprises européennes cotées à l'étranger s'est fortement accru entre le milieu des années 1980 et celui des années 1990, mais la plupart ont opté pour des bourses américaines plutôt que pour celles d'autres pays européens. Au cours de cette période, le nombre de sociétés établies aux États-Unis et cotées en Europe a diminué du tiers (Pagano et coll., 2001 et 2002). Certains attribuent cette évolution à l'avantage concurrentiel des bourses américaines, jugées mieux placées pour attirer les grandes sociétés internationales en quête de marchés profonds et liquides pour combler leurs besoins de financement et mener à bien leurs programmes d'acquisitions. Les résultats exposés ci-après montrent que les entreprises souhaitent également s'associer au cadre réglementaire des États-Unis.

Malgré ses coûts plus élevés, l'inscription à la cote d'une bourse américaine est devenue un moyen de se démarquer pour les entreprises innovantes de grande qualité. Pagano et coll. constatent que les caractéristiques et la rentabilité des sociétés européennes diffèrent grandement selon que ces dernières sont

Graphique 1

### Part des entreprises canadiennes cotées à la fois à la Bourse de Toronto et à une bourse étrangère

Pourcentage



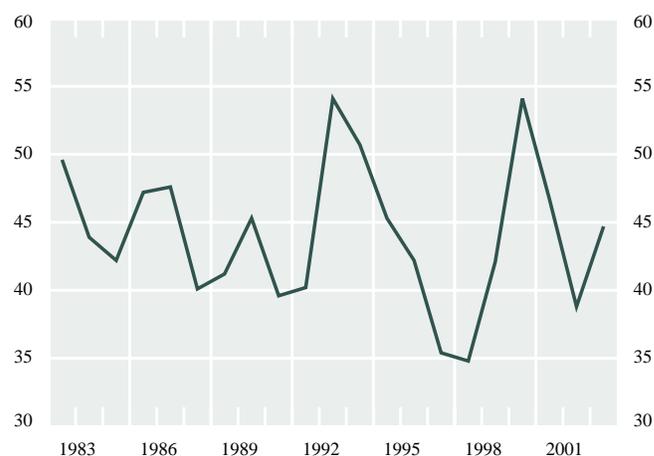
Source : Toronto Stock Exchange Review

2. La plupart des entreprises canadiennes cotées aux États-Unis sont inscrites soit à la Bourse de New York (80 sur 181), soit au NASDAQ (78). Les 23 autres sont cotées à des bourses régionales ou à l'American Stock Exchange (AMEX).

Graphique 2

### Part des bourses américaines dans la valeur des transactions portant sur les actions de sociétés canadiennes

Pourcentage



Source : Toronto Stock Exchange Review

cotées sur une place américaine ou européenne. Celles dont les titres se négocient en bourse aux États-Unis sont souvent des entreprises de haute technologie à vocation exportatrice qui connaissent une expansion rapide et recourent peu à l'emprunt. D'après les résultats de ces auteurs, les sociétés seraient aussi enclines à inscrire leurs titres aux bourses de pays qui partagent des caractéristiques culturelles ou linguistiques communes avec le pays où elles sont établies.

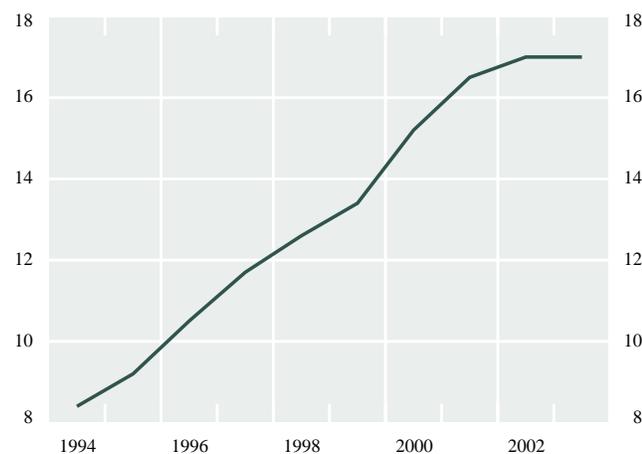
La proportion des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York a doublé au cours de la dernière décennie, passant graduellement d'environ 8,5 % en 1994 à 17 % à la fin de 2003 (Graphique 3). Durant cette période, la part des titres étrangers dans la valeur des opérations effectuées sur cette place boursière a légèrement reculé; elle est tombée de quelque 10 % à 8 % (Graphique 4).

La proportion des sociétés étrangères au NASDAQ a moins augmenté quant à elle et est passée de 7 % à la fin de 1992 à un peu moins de 10 % en 2002. Le nombre de titres étrangers cotés au NASDAQ a atteint un sommet en 2001, avant de redescendre avec la forte correction des cours des valeurs technologiques, qui avaient connu une ascension rapide à la fin des années 1990. Le Tableau 1 présente une ventilation géographique des sociétés étrangères inscrites à la Bourse de New York et au NASDAQ.

**Graphique 3**

**Part des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York**

Pourcentage

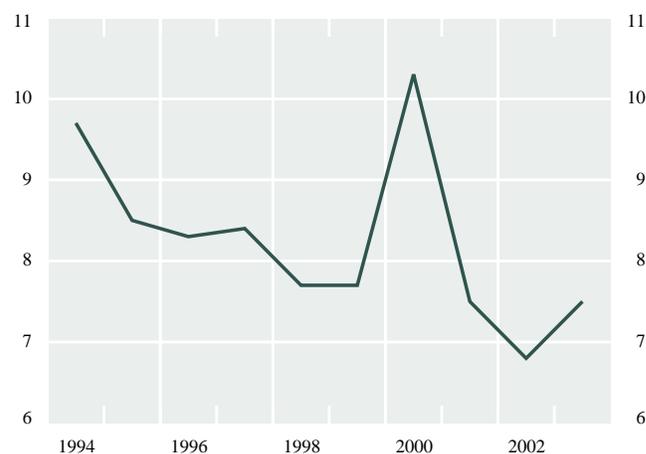


Source : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>)

**Graphique 4**

**Part des titres étrangers dans la valeur des opérations effectuées à la Bourse de New York**

Pourcentage



Source : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>)

**Tableau 1**

**Ventilation géographique des sociétés étrangères inscrites à la Bourse de New York et au NASDAQ**

Au 31 décembre 2003

	NYSE	NASDAQ
Asie et Pacifique	80 (17,1 %)	50 (14,7 %)
Europe	189 (40,3 %)	95 (27,9 %)
Proche-Orient et Afrique	13 (2,8 %)	76 (22,3 %)
Amérique du Sud et Antilles	106 (22,6 %)	42 (12,3 %)
Canada	81 (17,3 %)	78 (22,9 %)
<b>Total</b>	<b>469</b>	<b>341</b>

Sources : Site Web de la Bourse de New York (<http://www.nyse.com>) et NASDAQ (<http://www.nasdaq.com>)

**Les coûts de la cotation à l'étranger**

L'inscription à la cote d'une bourse étrangère présente de nombreux avantages, mais elle comporte aussi des coûts. Ceux-ci sont liés au respect d'obligations accrues en matière d'information financière, au règlement des frais d'enregistrement auprès des organismes de réglementation et au paiement des droits d'admission à la cote (Karolyi, 1998). Pour répondre aux besoins d'une vaste gamme d'entreprises, les bourses ont créé plusieurs catégories de cotation, chacune étant assortie de sa propre série d'exigences et offrant aux investisseurs avisés différents avantages potentiels.

À une extrémité du spectre se trouve la cotation ordinaire — la plus prestigieuse, mais aussi celle qui impose le plus d'exigences. Une société demandant l'admission de ses titres à la cote doit satisfaire à certains critères minimaux établis par la bourse. Ainsi, sa capitalisation boursière et certaines variables comptables, telles que son bénéfice, doivent atteindre une taille minimale. L'entreprise doit également se conformer aux conditions posées par les organismes de réglementation, qui exigent normalement que les états financiers soient retraités selon les normes et principes prescrits par les instances comptables locales. Elle doit en outre prendre des dispositions aux fins de la compensation et du règlement des transactions dans le pays où elle veut inscrire ses titres.

---

*L'inscription à la cote d'une bourse étrangère présente de nombreux avantages, mais elle comporte aussi des coûts.*

---

Les sociétés qui souhaitent être cotées en bourse aux États-Unis ont la possibilité de participer à un programme d'émission de certificats américains d'actions étrangères. Ces derniers sont des certificats négociables émis par une banque et représentant une quantité déterminée d'actions sous-jacentes, qui sont détenues en fiducie dans une banque dépositaire étrangère. La banque dépositaire fait office d'agent de transfert et d'agent comptable des registres, s'occupant notamment de l'inscription des porteurs de certificats et du règlement des transactions effectuées par les courtiers. La banque émettrice se charge de verser aux porteurs la contre-valeur en dollars É.-U. des dividendes reçus en devise étrangère. Les sociétés intéressées à émettre ces certificats peuvent choisir parmi différentes catégories de cotation, comportant chacune leurs propres exigences en matière d'information financière<sup>3</sup>.

---

3. Les certificats américains d'actions étrangères de catégorie 1 se négocient sur le marché hors cote des « Pink Sheets » et sont peu liquides; les exigences d'information imposées à leur émetteur par la Securities Exchange Commission (SEC) sont minimales et les états financiers n'ont pas à être dressés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis. Les certificats de catégorie 2 sont admis à la négociation en bourse, mais ils ne permettent pas la mobilisation de capitaux. Les certificats de catégorie 3 constituent la cotation la plus prestigieuse et la plus coûteuse. Les sociétés qui optent pour cette catégorie d'instruments doivent satisfaire à l'ensemble des obligations d'information établies par la SEC et se conformer aux règles de cotation de la bourse où ceux-ci seront négociés.

## **Pourquoi inscrire ses titres à la cote d'une bourse étrangère?**

Les dirigeants d'entreprises canadiennes interrogés dans le cadre d'enquêtes estiment généralement que les principaux avantages de l'intercotation résident dans l'accessibilité à un plus grand nombre d'investisseurs et la facilité accrue de négociation des titres. Par ailleurs, ils considèrent comme un coût majeur l'obligation de se plier aux exigences d'information des autorités étrangères. Ils pensent majoritairement que les avantages de l'intercotation l'emportent sur les coûts, mais pas forcément de beaucoup. La supériorité des avantages sur les coûts dépend de la hausse éventuelle du volume total des transactions à la suite de l'inscription en bourse à l'étranger (Mittoo, 1992).

---

*Les dirigeants d'entreprises canadiennes estiment généralement que les principaux avantages de l'intercotation résident dans l'accessibilité à un plus grand nombre d'investisseurs et la facilité accrue de négociation des titres. Par ailleurs, ils considèrent comme un coût majeur l'obligation de se plier aux exigences d'information des autorités étrangères.*

---

Si certains dirigeants sont motivés en partie par la perspective d'accroître la notoriété de leur entreprise ou la visibilité de ses produits, l'objectif premier de l'intercotation est de réduire le coût des fonds propres de la société. L'inscription à la cote d'une place étrangère ne devrait avoir aucune incidence sur le cours des titres lorsque les marchés boursiers du pays d'origine et du pays étranger sont parfaitement intégrés. Cependant, s'il existe des barrières entre les marchés, la valeur de l'action de l'entreprise peut fluctuer à l'annonce de l'inscription à une bourse étrangère. D'après les travaux empiriques, les actions intercotées ont tendance à connaître une forte progression de leur valeur avant leur inscription à l'étranger et peu après. Sur une période plus longue, toutefois, la situation est très variable d'une société à

l'autre. Dans bon nombre de cas, la hausse initiale de la valeur de l'action se dissipe dans l'année qui suit l'admission à la cote de la bourse étrangère.

Ce recul de la valeur de l'action — qui est généralement plus prononcé dans le cas de petites entreprises encore jeunes — est souvent attribué non à l'intercotation en soi, mais à des facteurs propres à la société. Il se peut par exemple que les dirigeants aient fait coïncider l'inscription avec le moment où culminait la valeur de l'entreprise. Il est vraisemblable également que les petites sociétés aient du mal à s'adapter aux exigences du nouveau pays, qui sont souvent plus rigoureuses que celles de leur pays d'attache. Une autre possibilité est que l'entreprise ait émis plus d'actions au moment de son inscription en bourse à l'étranger que ce que les investisseurs étaient disposés à absorber (Karolyi, 1998; Foerster et Karolyi, 1999). Des travaux récents donnent à penser que, dans le cas des entreprises canadiennes, l'ampleur de la réaction des cours a nettement diminué durant les années 1990. Cette évolution tiendrait à l'intégration croissante des économies canadienne et américaine (Mittoo, 2003).

La baisse qu'accuse le cours de l'action dans les mois qui suivent l'inscription à une place étrangère peut aussi être liée à une réduction de la sensibilité des investisseurs nationaux à son évolution et, partant, à un recul des attentes de ces derniers en matière de rendements. Une société qui décide de faire coter ses titres à l'étranger peut en effet bénéficier d'un bassin d'investisseurs plus hétérogènes, et donc mieux en mesure de mutualiser les risques. Autrement dit, les actionnaires exigeraient des rendements attendus moins élevés qu'auparavant puisqu'une partie du risque systématique antérieur à l'inscription est maintenant répartie entre des investisseurs plus hétérogènes. Les travaux empiriques indiquent que l'entreprise voit le coût de ses fonds propres diminuer après l'admission de ses titres à la cote d'une bourse étrangère (Karolyi, 1998; Stulz, 1999; Errunza et Miller, 2000).

Les coûts de transaction et les considérations informationnelles sont deux catégories de facteurs pouvant donner lieu à une baisse des rendements attendus à la suite de l'inscription à une bourse étrangère.

### *Les coûts de transaction*

L'intercotation a pour effet de réduire les coûts de transaction en accroissant la liquidité du titre sur le marché (Karolyi, 1998). Un marché est jugé liquide si

des transactions peuvent y être effectuées rapidement sans grande incidence sur les cours.

La relation entre la liquidité et l'intercotation s'explique en grande partie par la concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres (c.-à-d. les transactions). Les bourses cherchent continuellement de nouvelles façons d'améliorer les mécanismes de négociation en vue de hausser la qualité de leur marché et de maintenir ou d'augmenter le flux d'ordres<sup>4</sup>. L'exécution des transactions, la disponibilité de l'information relative à ces dernières et le rôle joué par les teneurs de marché sont autant d'aspects de la négociation susceptibles d'être améliorés<sup>5</sup>.

---

*La relation entre la liquidité et l'intercotation s'explique en grande partie par la concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres (c.-à-d. les transactions).*

---

En théorie, lorsqu'un titre s'échange sur plusieurs marchés, les opérateurs qui ne disposent pas d'une information supérieure au sujet des rendements futurs fonderont essentiellement leur choix sur les coûts de transaction. Si ceux-ci sont plus faibles sur une bourse particulière, ces opérateurs achemineront leurs ordres vers celle-ci. Les opérateurs souhaitant tirer parti de renseignements qui n'ont pas été largement diffusés ou parfaitement digérés seront portés à négocier eux aussi sur ce marché afin de mieux masquer leurs intentions. La bourse en question finira par attirer le gros du volume des transactions sur le titre et par dominer le marché (Chowdhry et Nanda, 1991; Huddart, Hughes et Brunnermeier, 1998).

---

4. Il n'existe pas de définition précise de la qualité d'un marché, mais on considère généralement la liquidité comme un aspect important de celle-ci. L'efficience du marché sur le plan du fonctionnement et de l'information, sa transparence et sa volatilité sont d'autres considérations clés.

5. Les teneurs de marché ont pour rôle d'assurer la liquidité, l'équité et le fonctionnement ordonné du marché. Bien qu'on retrouve ces spécialistes dans la plupart des bourses, leurs responsabilités et la proportion de titres dont ils ont la charge peuvent varier de l'une à l'autre.

Selon divers travaux empiriques basés pour la plupart sur des données canadiennes, les écarts entre les cours acheteur et vendeur auraient tendance à se resserrer sur le marché d'origine une fois le titre coté à l'étranger. Ce serait tout particulièrement le cas des actions pour lesquelles le volume des transactions est en hausse sur le marché d'origine. Cette amélioration des écarts acheteur-vendeur peut être interprétée comme une réaction des teneurs de marché dans le pays d'origine à la concurrence exercée par leurs homologues étrangers. On a aussi noté une hausse du volume total des opérations et une accentuation de la profondeur du marché. La mesure dans laquelle la liquidité s'accroît dépend de la part de l'activité qui se reporte sur le nouveau marché et des restrictions qui frappent les transactions émanant de l'étranger avant l'inscription à la cote (Karolyi, 1998; Foerster et Karolyi, 1998). La liquidité augmente le plus lorsque le marché d'origine conserve une bonne part de son volume d'activité et que les restrictions à l'égard des transactions des non-résidents étaient très contraignantes. L'existence de liens informationnels entre les différentes bourses favorise aussi une plus grande liquidité, surtout lorsque la société est établie dans un pays à marché émergent. Si ces liens étaient ténus, la cotation à l'étranger se traduirait plutôt par une liquidité réduite et une plus grande volatilité du titre sur le marché d'origine, car les opérateurs mieux informés dirigeraient leurs transactions vers l'autre marché (Domowitz, Glen et Madhavan, 1998).

Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de la liquidité devrait entraîner une diminution du coût des fonds propres, car les actionnaires attachent beaucoup d'importance à la liquidité. Il a été démontré que le taux de rendement exigé est une fonction concave croissante de l'écart entre les cours acheteur et vendeur du titre (Amihud et Mendelson, 1986).

Si l'on examine de plus près le cas des sociétés étrangères cotées à la Bourse de New York, on constate que leurs actions sont habituellement moins liquides que celles des entreprises établies aux États-Unis. L'écart acheteur-vendeur est en effet plus important, le marché moins profond et les cours plus volatils. La différence est généralement plus marquée dans le cas des sociétés de marchés émergents que dans celui des sociétés de pays industrialisés. Les spécialistes semblent aussi moins disposés à avoir une position ouverte en actions étrangères à la clôture (Bacidore et Sofianos, 2002). Ces résultats sont imputables à l'asymétrie d'information et au risque accru d'antisélection associé aux actions étrangères.

La section suivante traite de ces deux derniers facteurs.

### *Les considérations informationnelles*

L'intercotation peut aider à contourner cette autre source de segmentation des marchés que constituent les « considérations informationnelles ». On entend surtout par là les coûts de l'acquisition d'informations pertinentes sur les sociétés étrangères, ceux de leur analyse et la question de la fiabilité de cette information. Plusieurs auteurs soutiennent que l'inscription à la cote de plusieurs bourses permet de réduire le coût des fonds propres en améliorant l'accès à l'information relative aux entreprises intercotées.

---

*Même si les analystes paraissent généralement moins optimistes en ce qui concerne les perspectives de bénéfices des sociétés étrangères qu'à propos de celles des entreprises de leur propre pays, l'intercotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions.*

---

Il semblerait que la cotation à l'étranger augmente la visibilité de l'entreprise et facilite la reconnaissance des investisseurs, du fait d'une plus grande couverture médiatique et du nombre accru d'analystes qui suivent l'entreprise après son inscription en bourse à l'étranger. Même si les analystes paraissent généralement moins optimistes en ce qui concerne les perspectives de bénéfices des sociétés étrangères qu'à propos de celles des entreprises de leur propre pays, l'intercotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions. Comme il coûte moins cher de suivre les activités et les résultats d'une entreprise, le nombre potentiel d'investisseurs augmente, tout comme la demande du titre (Lang, Lins et Miller, 2003; Baker, Nofsinger et Weaver, 2002; Das et Saudagaran, 1998).

Les obligations d'information imposées à l'égard des transactions et de la comptabilité ainsi que le degré de protection des actionnaires minoritaires influent tous sur l'évaluation de l'entreprise. Les travaux empiriques portent à croire que l'inscription en bourse dans un pays où les obligations d'information sont

plus strictes et où l'investisseur est mieux protégé est avantageuse (Doidge, Karolyi et Stulz, 2003), car des normes de comptabilité et de divulgation plus élevées réduisent les coûts que ce dernier doit assumer pour se renseigner. La cotation à la bourse d'un pays où les normes sont plus rigoureuses que dans le marché d'origine atténue aussi le risque que les dirigeants de l'entreprise exploitent des informations privilégiées. La diminution consécutive des coûts d'information et des coûts de surveillance des dirigeants permet aux sociétés de réduire la prime de risque rattachée à leurs actions (Reese et Weisbach, 2002). Certains auteurs estiment que les sociétés établies dans des pays aux normes peu rigoureuses peuvent aussi profiter de l'effet de signal que produit l'inscription à la bourse d'un pays aux exigences plus grandes. Selon eux, l'inscription à l'étranger pourrait signaler un engagement crédible à respecter des normes de gouvernance accrues. Les entreprises chercheraient alors à faire coter leurs titres dans des pays imposant des obligations d'information et des règles de conformité plus strictes que celles de leur pays d'attache (Coffee, 2002). Cette hypothèse de « crédibilité par association » a été testée empiriquement à l'aide de données canadiennes. Les résultats obtenus indiquent que les entreprises canadiennes peuvent accroître la valeur de leurs actions en s'alliant volontairement au cadre réglementaire américain par l'inscription de leurs titres à une bourse des États-Unis (King et Segal, 2003).

La notion d'une « course vers le sommet » en matière d'obligations d'information a été formalisée dans le modèle théorique de Huddart, Hughes et Brunnermeier (1998). Selon ce modèle, l'activité des opérateurs non informés, qui ont tout intérêt à s'adresser aux marchés où les exigences de divulgation sont plus grandes, empêche les initiés d'inscrire leur société à la cote d'une bourse moins contraignante — et donc d'exploiter les renseignements privilégiés dont ils disposent. Ce modèle contredit l'hypothèse selon laquelle, en l'absence d'organismes de réglementation, les bourses seraient tentées de faire preuve de laxisme en matière de divulgation afin d'attirer la clientèle d'un plus grand nombre de sociétés.

L'inscription à une bourse étrangère a aussi pour avantage de faciliter l'évaluation des actions à l'ouverture de la séance boursière si celles-ci sont cotées sur des marchés situés dans des fuseaux horaires différents. À l'ouverture de la séance, les cours des titres qui se sont échangés durant la nuit sur une autre place boursière sont moins volatils que ceux des autres actions, ce qui a pour effet de réduire les

erreurs d'évaluation (Yamori, 1998; Lowengrub et Melvin, 2002).

## L'interaction des prix

Un nouveau courant de la littérature s'intéresse aux fluctuations du cours d'une action sur différents marchés. Si les marchés boursiers étaient parfaitement intégrés entre eux, les écarts de prix seraient réduits au maximum une fois convertis dans la même devise. De plus, tous les marchés prendraient acte des nouvelles informations presque simultanément. L'intégration des prix entre les marchés devrait ainsi favoriser l'efficacité et la liquidité de ces derniers en faisant en sorte que chaque ordre présenté soit apparié au meilleur ordre de sens opposé sur l'ensemble des places où l'action se négocie.

Cependant, les liens informationnels sont rarement assez étroits pour qu'il y ait intégration parfaite des marchés et « découverte » simultanée des prix sur les différentes bourses<sup>6</sup>. Comme les asymétries d'information et les coûts de transaction entraînent une certaine segmentation des marchés, la bourse où est déterminé le cours d'une action n'est pas nécessairement toujours la même. Bien que le jeu de l'arbitrage oblige les cours à se réaligner sur les autres marchés pour maintenir un équilibre de non-arbitrage, la bourse qui fait office de chef de file en matière de prix pourrait attirer une part appréciable des ordres si ce rajustement met du temps à se réaliser.

Ce genre de désalignement peut par exemple se produire lorsque les heures de négociation ne se chevauchent pas. En pareil cas, la bourse du pays d'attache de l'entreprise jouit d'un avantage, puisque les nouvelles sur l'entreprise seront vraisemblablement annoncées dans ce pays durant les heures normales d'ouverture. Un autre exemple d'asymétrie d'information susceptible de causer une segmentation des marchés est celui des entreprises qui sont réputées « de premier ordre » dans leur pays d'attache — où elles disposent d'un vivier relativement important d'investisseurs et sont suivies par de nombreux analystes — mais qui sont moins connues à l'étranger. Dans ce cas, il est raisonnable de supposer que le cours de l'action aura tendance à être déterminé sur le marché d'origine de l'entreprise. Toutefois, on pourrait également faire valoir qu'il sera établi sur le marché étranger si celui-ci est de meilleure qualité.

6. On entend par découverte des prix le processus par lequel de nouvelles données fondamentales se répercutent sur les prix.

Les prix sont-ils déterminés d'abord sur le marché d'origine ou sur le marché étranger? Si l'on en croit les études empiriques, les cours des actions d'entreprises canadiennes cotées au pays et à l'étranger s'ajustent mutuellement sur les deux marchés. La contribution de chaque marché au processus de découverte des prix varie beaucoup d'un titre à l'autre. La prédominance de la bourse étrangère dépend de sa part du volume d'activité sur le titre, de son avantage comparatif sur le plan de la liquidité et des liens économiques qui existent entre la société inscrite et le pays où cette bourse est située (Eun et Sabherwal, 2003).

## Conclusions

Même si les marchés financiers dans le monde sont de plus en plus intégrés, le facteur géographique pèse encore dans la balance. Les bourses tentent de contourner les obstacles aux mouvements inter-

nationaux de capitaux en formant des alliances stratégiques qui transcendent les frontières. Les entreprises s'efforcent elles aussi constamment de surmonter la segmentation des marchés en adoptant des mesures telles que l'inscription à la cote de bourses étrangères. L'intercotation permet aux entreprises d'abaisser le coût de leurs fonds propres en réduisant le risque systématique que leurs actions présentent pour les investisseurs, en augmentant la liquidité de ces dernières et en améliorant le cadre d'information.

La concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les ordres et l'élévation consécutive de la qualité des marchés profitent non seulement, sur le plan financier, aux entreprises, mais aussi aux investisseurs. Les travaux empiriques donnent à penser que les cours des actions d'entreprises canadiennes cotées au pays et à l'étranger s'ajustent mutuellement sur les deux marchés.

---

## Bibliographie

- Amihud, Y., et H. Mendelson (1986). « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, p. 223-249.
- Bacidore, J., et G. Sofianos (2002). « Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-Listed Non-U.S. Stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, p. 133-158.
- Baker, H. K., J. R. Nofsinger et D. G. Weaver (2002). « International Cross-Listing and Visibility », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, n° 3, p. 495-521.
- Chowdhry, B., et V. Nanda (1991). « Multimarket Trading and Market Liquidity », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 3, p. 483-511.
- Coffee, J. C. (2002). « Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance », *Columbia Law Review*, vol. 102, n° 7, p. 1757-1831.
- Das, S., et S. M. Saudagaran (1998). « Accuracy, Bias, and Dispersion in Analysts' Earnings Forecasts: The Case of Cross-Listed Foreign Firms », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 9, n° 1, p. 16-33.
- Doidge, C., G. A. Karolyi et R. M. Stulz (2003). « Why Are Foreign Firms That List in the U.S. Worth More? », *Journal of Financial Economics*. Article sous presse accessible à l'adresse sciencedirect.com.
- Domowitz, I., J. Glen et A. Madhavan (1998). « International Cross-Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 2001-2027.
- Errunza, V. R., et D. P. Miller (2000). « Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 4, p. 577-599.
- Eun, C., et S. Sabherwal (2003). « Cross-Border Listings and Price Discovery: Evidence from U.S.-Listed Canadian Stocks », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 2, p. 549-575.
- Foerster, S. R., et G. A. Karolyi (1998). « Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada-US Interlistings », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, n° 3-4, p. 393-412.

- Foerster, S. R., et G. A. 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, n<sup>o</sup> 3, p. 981-1013.
- Huddart, S., J. S. Hughes et M. Brunnermeier (1998). « Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, n<sup>os</sup> 1-3, p. 237-269.
- Karolyi, G. A. (1998). « Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 7, n<sup>o</sup> 1, p. 1-60.
- King, M. R., et D. Segal (2003). « Corporate Governance, International Cross-Listing and Home Bias », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n<sup>o</sup> 4, p. 8-19.
- Lang, M. H., K. V. Lins et D. P. Miller (2003). « ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n<sup>o</sup> 2, p. 317-345.
- Lowengrub, P., et M. Melvin (2002). « Before and After International Cross-Listing: An Intraday Examination of Volume and Volatility », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12, n<sup>o</sup> 2, p. 139-155.
- Mittoo, U. R. (1992). « Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 4, n<sup>o</sup> 1, p. 40-62.
- (2003). « The Value of U.S. Listing: Does A U.S. Listing Improve Stock Performance in the Long Run? », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n<sup>o</sup> 3, p. 31-37.
- Pagano, M., O. Randl, A. A. Roell et J. Zechner (2001). « What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions », *European Economic Review*, vol. 45, n<sup>os</sup> 4-6, p. 770-782.
- Pagano, M., A. A. Roell et J. Zechner (2002). « The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? », *Journal of Finance*, vol. 57, n<sup>o</sup> 6, p. 2651-2694.
- Reese, Jr., 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, n<sup>o</sup> 1, p. 65-104.
- Stultz, R. (1999). « Globalization, Corporate Finance and the Cost of Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n<sup>o</sup> 3, p. 8-25.
- Yamori, N. (1998). « Does International Trading of Stocks Decrease Pricing Errors? Evidence from Japan », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 8, n<sup>os</sup> 3-4, p. 413-432.

