

### Table des matières

#### Introduction

1. Les notions d'escompte et le coût du capital
2. Comparaison de valeur des entreprises
3. Les études de la prime d'interlistage
4. Comparaisons du coût du capital
  - 4.1 Approche historique
  - 4.2 Approche prospective
5. Évolution du coût du capital autour des opérations d'interlistage
6. Synthèse : escompte et les carences réglementaires

#### Conclusion

### Résumé

Nous analysons l'argument selon lequel les entreprises canadiennes feraient face à un coût du capital plus élevé que leurs homologues américaines et transigeraient à escompte par rapport à ces mêmes entreprises. Selon les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, cette situation découlerait de la structure provinciale de la réglementation. Nous montrons qu'il n'existe pas de différence de coût du capital entre les deux pays. Les écarts constatés par les divers travaux universitaires sont infimes et parfois à l'avantage du Canada. Par ailleurs, selon une analyse internationale, le coût du capital au Canada serait largement inférieur à celui qui est estimé dans divers pays à réglementation centralisée, comme le Royaume-Uni, la Chine (Hong Kong), l'Australie ou les États-Unis. Les preuves relatives à un escompte canadien applicable aux grandes entreprises reposent sur une seule étude. Les auteurs de cette étude n'établissent aucun lien entre un éventuel escompte et la structure provinciale de la réglementation. L'étude de la valeur des entreprises au moment où elles s'inscrivent aux États-Unis entraîne en général une augmentation de valeur temporaire, pour les entreprises de la majorité des pays. Ce phénomène n'est donc pas propre au Canada. Les travaux récents montrent que cette « prime à l'interlistage » ne semble pas être liée à des facteurs de nature réglementaire. Nous avons enfin réévalué l'argument voulant que le coût du capital des entreprises canadiennes diminue lorsqu'elles s'inscrivent sur une bourse américaine. Nous n'observons aucun effet de cette nature. L'argument de l'escompte canadien, souvent utilisé dans le débat sur la centralisation, nous apparaît sans aucun fondement scientifique. L'énoncé selon lequel cet escompte coûterait des milliers d'emplois au Canada n'est appuyé par aucune preuve et relève de la spéculation.

Mode de référence : (2010) 2 B.D.E.

ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

## L'escompte canadien dans le débat sur la structure de la réglementation des valeurs mobilières

Jean-Marc SURET  
Cécile CARPENTIER\*

L'escompte canadien (*"Canadian Discount"*) est l'un des arguments avancés, de façon récurrente, par les promoteurs de la commission unique des valeurs mobilières (1). Le rapport du Groupe d'experts énonce que « des recherches récentes ont montré que le coût du financement au Canada était supérieur de 25 points par rapport aux États-Unis. Les chercheurs ont comparé les multiplicateurs des entreprises cotées au Canada et aux États-Unis lorsque tous les autres facteurs pertinents étaient constants et ont observé que les multiplicateurs étaient plus élevés sur le marché américain, et ce, à raison d'environ 10 % » (2). Les entreprises canadiennes vaudraient donc moins que leurs homologues américaines, en raison de la structure déficiente de la réglementation des valeurs mobilières. Elles devraient donc offrir des taux de rendement supérieurs pour attirer les investisseurs, ce qui leur infligerait un désavantage comparatif important. Selon le rapport du Groupe de travail : « Si un marché financier est perçu comme intrinsèquement risqué, peut-être parce qu'on le croit peu réglementé ou parce qu'on juge que la réglementation existante n'est pas appliquée avec suffisamment de rigueur pour contrer les contraventions, le prix des actions en subira le contrecoup, ce qui entraînera une prime de risque pour tous les émetteurs. Cette prime de risque fait monter le coût du financement pour tous les participants qui vendent des titres » (3). Selon Paul Coffee de la *Columbia University Law School*, cette situation coûterait annuellement 10 milliards de dollars et 65 000 emplois à l'économie canadienne (4).

L'objectif du présent document est en premier lieu d'expliquer les diverses notions qui sont utilisées dans cette facette du débat. Notre second objectif est de présenter des études qui permettent d'appuyer ou d'infirmer la thèse de l'escompte canadien, de les expliquer et de faire le point sur le sujet. Nous présentons dans la première partie les notions d'escompte et de coût du capital. La deuxième partie est dédiée aux travaux qui ont mis en évidence un escompte canadien entre des sociétés similaires dans des pays différents. La troisième partie est consacrée à la prime d'interlistage, c'est-à-dire à l'augmentation de valeur qui serait associée à l'inscription des entreprises canadiennes aux États-Unis. La quatrième partie récapitule les comparaisons de coût de capital et la cinquième partie porte sur l'évolution de ce coût de capital lorsque les entreprises s'inscrivent sur une bourse américaine. Dans la sixième partie, nous revenons sur les affirmations de Coffee et effectuons une synthèse des divers travaux.

## 1. Les notions d'escompte et le coût du capital

Le coût du capital-actions (« coût du capital » dans la suite du texte) est le taux de rendement demandé par les investisseurs pour acquérir les actions d'une entreprise. Il sera d'autant plus élevé si l'entreprise est plus risquée. Cela vaut pour les entreprises, les secteurs ou les pays. Si la réglementation est perçue comme déficiente dans un pays donné, les investisseurs seront réticents à investir, car ils s'estimeront mal protégés. Pour les attirer dans ce pays, les émetteurs devront offrir un taux de rendement supérieur; le coût du capital sera donc plus élevé. Ce coût de capital plus élevé implique que les actions des entreprises de ce pays vaudront moins que celles d'entreprises semblables situées dans des pays à réglementation forte. En effet, l'un des principes de base de la finance veut que la valeur d'une action soit égale à la valeur actualisée des flux monétaires que recevront les actionnaires. Le taux d'actualisation est justement ce coût du capital. Ainsi, une action privilégiée (A) qui promettrait 100 \$ par période à perpétuité vaudra 1000 \$ si le coût du capital (le taux d'actualisation) est de 10 %. La même action, émise par un concurrent (B) plus audacieux pour qui le coût du capital est de 12 %, vaudra 833,33 \$ (soit  $100/0,12$ ). L'action B est vendue à escompte par rapport à l'action A. Cette dernière est vendue à prime. L'escompte est ici de 166,55 \$. La prime est symétrique à l'escompte : l'action A sera échangée avec une prime de 166,55 \$ par rapport à l'action B.

Un escompte canadien éventuel découlerait d'une différence dans le coût du capital et, dans ce débat, les travaux portant sur l'escompte rejoignent ceux qui traitent du coût du capital. Pour savoir si le Canada souffre d'un désavantage par rapport aux États-Unis, on peut donc procéder de plusieurs façons. Il est possible de comparer les valeurs d'entreprises similaires situées dans les deux pays. Il est également possible de déterminer s'il existe des différences de coût de capital entre ces deux pays. Les deux façons de procéder présentent des difficultés considérables.

Comparer la valeur d'entreprises semblables, situées dans deux pays, est fort difficile. Il est nécessaire de tenir compte de tous les facteurs autres que le pays d'origine, pour isoler cet effet. Les entreprises doivent nécessairement présenter les mêmes possibilités de croissance, puisque cette croissance influence directement les flux futurs. Si la croissance est plus élevée dans le pays A que dans le pays B, les entreprises du pays A vaudront davantage que celles du pays B, même si le coût du capital est le même dans les deux pays. L'observation d'escompte ou de primes peut donc simplement traduire des anticipations de croissance différentes. Pour cette raison, les chercheurs se sont surtout intéressés aux changements de valeurs observés au moment où les entreprises s'inscrivent sur une bourse étrangère. Cette technique a l'avantage de permettre la comparaison de l'entreprise avec elle-même, à des moments différents. On observe alors, dans

certain cas, une prime d'interlistage, que nous désignerons sous le terme classique de CLP (*cross listing premium*).

Les estimations et comparaisons de coût de capital sont également fort difficiles. Le coût du capital actions a deux composantes. La première est le taux de base des obligations gouvernementales auquel s'ajoute la prime de risque du marché. Cette prime est la rémunération supplémentaire requise par les investisseurs pour déplacer leurs fonds des titres sûrs des gouvernements vers le marché boursier. Seule cette prime peut éventuellement être influencée par la qualité de la réglementation. Lorsque cette réglementation est jugée laxiste et permet, par exemple, aux dirigeants d'exproprier facilement les investisseurs, cette prime sera élevée. Plusieurs travaux analysent le coût du capital dans sa totalité. Les différences observées dans un tel cas proviennent alors soit de différences de taux des obligations gouvernementales, soit de la prime, soit des deux composantes. Nous prendrons soin de différencier les deux types d'études.

La mesure de la prime de risque est très délicate, car elle ne peut être observée. Une bonne présentation des diverses méthodes d'estimation et de leurs limites est disponible dans le travail de Desrosiers, L'Her et Tnani (5). Certains travaux sont basés sur la synthèse des primes prévues par les gestionnaires et analystes financiers, ce qui comporte des risques d'erreur élevés. La prime de risque est, par définition, le taux de rendement que les investisseurs attendent, en plus du taux des titres des gouvernements. Pour estimer ce coût, il faut estimer les flux monétaires futurs et résoudre l'équation qui veut que le prix actuel soit égal aux flux monétaires futurs actualisés. On obtient alors un coût du capital prospectif ou ex ante. Pour cela, les chercheurs emploient le plus souvent les prévisions de bénéfice, effectuées par des analystes financiers, des entreprises. Comme les prévisions des analystes financiers sont sujettes aux erreurs et parce qu'elles ne conviennent pas à un horizon très long, les utilisateurs de cette méthode doivent poser plusieurs hypothèses relatives au taux de croissance à long terme des bénéficiaires. Les estimations de primes de risque qui sont produites sont donc approximatives. Pour éviter ces problèmes, certains chercheurs utilisent les taux observés dans le passé pour un indice ou un secteur donné. Cette approche, dite historique, pose également divers problèmes. Nous évoquerons les tentatives des chercheurs pour comparer le coût du capital au Canada et aux États-Unis. Ici encore, certains chercheurs ont tenté de déterminer si le coût du capital change lorsque les entreprises s'inscrivent sur une bourse étrangère.

Nous pouvons donc schématiser la recherche pertinente à l'argument de l'escompte canadien sous la forme d'un tableau. Nous passons ensuite en revue les divers types d'études.

**Tableau 1**  
**Les divers types d'analyses pertinentes à la problématique de l'escompte canadien**

	Entreprises existantes dans des pays différents	Entreprises canadiennes qui s'inscrivent aux États-Unis
Études de l'escompte	Comparaison des valeurs, en tenant compte des caractéristiques des entreprises	Analyse de la prime d'interlistage (CLP)
Études du coût du capital	Comparaison des coûts de capital, ou des primes, pour l'ensemble du marché ou pour des secteurs	Étude des rendements postérieurs à l'opération, employés comme une mesure du coût du capital des entreprises

## 2. Comparaisons de valeur des entreprises

Il est difficile de comparer les valeurs d'entreprises de deux pays différents, puisque cette comparaison doit se faire en tenant compte de tous les facteurs, autres que le pays d'origine, qui peuvent influencer la valeur. Il est possible de comparer les valeurs en utilisant des multiples, couramment utilisés en évaluation d'entreprises et en analyse financière. Un multiple est un ratio entre le cours des titres et un indicateur tiré des états financiers, qui donne une idée approximative du prix relatif d'un titre. Ainsi, le multiple cours/bénéfice est calculé en divisant le prix de l'action par le bénéfice par action. Leur utilisation est toutefois délicate parce que nombreux facteurs, dont la croissance future, les influencent.

King et Segal ont mené cette analyse et comparé les valeurs d'entreprises canadiennes et américaines de même taille et de même secteur (6). Ils utilisent pour cela des multiples de valeur tels que le ratio cours/bénéfice ou la valeur marchande à la valeur aux livres des actions. King et Segal utilisent un modèle où chacun des multiples est expliqué par un ensemble de variables, dont la variable associée au pays. Les auteurs concluent qu'il existe une forte différence de valeur entre les entreprises des deux pays, et ce, au désavantage du Canada, et que cette différence tend à augmenter au fil des ans. Les marchés américain et canadien seraient donc segmentés. Il s'agit d'une conclusion importante. En effet, dans des marchés segmentés, des actifs de même niveau de risque peuvent procurer des taux de rendement différents. Les facilités d'investissement entre les deux pays rendent cette conclusion assez peu plausible et la plupart des travaux dans le domaine de la segmentation concluent que les marchés américain et canadien sont au moins partiellement intégrés.

King et Segal ne s'avancent pas sur les causes de la différence constatée et suggèrent que des travaux complémentaires soient menés pour déterminer ces origines.

Plusieurs causes pourraient expliquer des différences, si elles étaient confirmées par d'autres travaux. Tout d'abord, le marché canadien permet une moins grande liquidité que le marché américain, car les volumes de transaction y sont moindres. Or, la liquidité influence les prix, puisque la faible liquidité représente un risque supplémentaire. Ensuite, le marché canadien est, selon les normes internationales, un marché junior fort semblable à l'*Alternative Investment Market* de Londres, en ce qui concerne la répartition des capitalisations. Au Canada, les normes minimales d'inscription en bourse sont largement plus permissives que celles en vigueur aux États-Unis. Pour cette raison, le marché canadien peut être considéré comme globalement plus risqué que le marché américain. Pour tenter de valider cette hypothèse, Carpentier, Cumming et Suret ont comparé les valeurs d'émissions initiales comparables, appuyées par le capital de risque, dans les deux pays (7). Ils observent une différence importante de valeur, qui ne peut être expliquée ni par les caractéristiques des entreprises ni par les différences de liquidité. Il existerait donc un escompte pour des entreprises qui accèdent au marché boursier canadien. Toutefois, aucun des travaux de King et Segal ou de Carpentier, Cumming et Suret n'invoque un effet du cadre réglementaire canadien.

## 3. Les études de la prime d'interlistage

Pour rendre les comparaisons plus fiables, les chercheurs se sont intéressés aux entreprises inscrites en bourse qui demandent leur inscription dans un autre pays. Ce phénomène est fréquent au Canada, où l'on recense le plus grand nombre d'entreprises interlistées. Depuis 1986, 524 sociétés canadiennes se sont inscrites sur l'une ou l'autre des bourses américaines. Ces émetteurs se sont ajoutés aux 95 déjà inscrits sur une bourse américaine au début de 1986. S'il existait un escompte canadien, les entreprises qui s'inscrivent aux États-Unis devraient voir leur valeur augmenter.

De façon générale, on observe que la valeur des entreprises qui s'interlistent est supérieure à celle d'entreprises comparables qui n'effectuent pas cette démarche. L'inscription sur une bourse américaine est associée à une appréciation de la valeur des actions (la CLP). Doidge, Karolyi et Stulz montrent que la CLP existe pour les entreprises canadiennes, mais également pour celles qui proviennent des Pays-Bas, de l'Allemagne, du Royaume-Uni ou la France (8). Il s'agit donc d'un phénomène qui ne peut être attribué à des caractéristiques de la réglementation canadienne. Par ailleurs, la majorité des travaux récents indiquent que la CLP est temporaire et s'efface au cours des quelques années qui suivent l'inscription. Ainsi, Sarkissian et Schill, après avoir étudié 1 676 inscriptions sur un marché étranger, concluent que les gains d'évaluation disparaissent rapidement, y compris lorsque l'inscription s'effectue dans un marché qui procure de meilleures protections légales ou un bassin plus important d'investisseurs potentiels (9).

Sur la base de données canadiennes, King et Segal rapportent que l'augmentation de la valeur à la suite de l'inscription aux États-Unis n'est permanente que pour certains émetteurs (10). Ceux qui attirent et maintiennent la reconnaissance des investisseurs américains semblent conserver l'appréciation de valeur. Cette capacité d'attraction se traduit par l'élargissement de la base d'investisseurs et le suivi par les analystes. La disparition rapide de la prime et son maintien par les seules entreprises reconnues par le marché américain semblent indiquer que l'augmentation des possibilités d'expansion ou encore l'accroissement de la demande pour les titres expliqueraient davantage les primes que les différences réglementaires.

Plusieurs explications peuvent être apportées aux décisions et effets observés lors de l'interlistage. L'une de ces explications est probablement l'effet de certification, connu sous le terme de *bonding effect*. Les entreprises de pays où la réglementation est relativement faible s'inscriraient sur un marché à réglementation forte pour se soumettre volontairement à une supervision plus rigoureuse et indiquer de façon crédible leur volonté de ne pas exproprier les actionnaires minoritaires. Les différences de réglementation seraient alors un facteur clé pour expliquer les décisions des entreprises et les éventuelles primes associées à la décision d'interlistage. Toutefois, divers travaux récents réfutent cette explication. La CLP serait surtout liée au comportement opportuniste des dirigeants qui décideraient d'inscrire leurs entreprises sur les bourses qui ont connu de forts accroissements de valeur. C'est ce que défendent Sarkissian et Schill, pour qui l'appréciation des cours autour des dates d'interlistage serait davantage une cause qu'une conséquence de l'opération (11). Ils observent des vagues successives d'interlistage vers des pays différents, depuis 1900. Ces vagues ont lieu lorsque l'évaluation dans les marchés cibles est plus élevée que la normale. La CLP n'aurait donc que peu de rapport avec les différences de réglementation et les gains associés à l'interlistage seraient liés à la valorisation temporairement plus élevée dans le marché hôte. Litvak obtient des résultats de même nature (12). La prime serait variable dans le temps et culminerait autour de la bulle des années 2000. Elle ne serait observable que lorsque les entreprises étrangères s'inscrivent sur les marchés principaux aux États-Unis. Litvak considère que ces résultats sont davantage explicables par les effets de demande et de liquidité que par des considérations de nature réglementaire. Pour King et Segal, l'effet de la réglementation serait limité au cas des entreprises à classe d'actions multiples (13). La CLP serait essentiellement expliquée par un effet de demande pour les titres, puisqu'elle n'est observable que pour ceux qui attirent un bassin suffisant d'investisseurs dans le pays hôte. La conclusion de Litvak se lit comme suit: « *These results, taken together, weaken the law-based explanation for cross-listing premia (bonding to U.S. securities regime) and strengthen the non-law-based explanations (liquidity and visibility)* » (14).

En résumé, il semble bien exister une prime d'interlistage, mais elle n'est pas spécifique au Canada. Sur cette base, il semble difficile d'invoquer un escompte canadien.

#### 4. Comparaisons du coût du capital

Déterminer dans quelle mesure le coût du capital est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis ou autre pays à réglementation plus performante requiert la résolution de problèmes méthodologiques considérables. Le coût de financement par capitaux propres, ou coût du capital, ne peut être mesuré avec précision pour une entreprise, un secteur ou un pays. Il s'agit en effet du taux, non observable, que les investisseurs exigent d'un investissement. Pour comprendre les divers travaux, il importe de définir correctement le coût du capital. Il est le résultat de l'addition d'une prime de risque au taux de base des titres gouvernementaux. Seule la prime de risque peut éventuellement être influencée par des différences de réglementation ou de protection des investisseurs ou par divers autres facteurs liés au risque de l'entreprise tels que son secteur d'activité ou sa taille. On ne peut donc conclure à un effet de la réglementation sur le coût du capital que si l'on prend en compte les différences de taux de base. Seules les différences entre les primes peuvent indiquer un effet possible du cadre réglementaire. Les estimations se font sur une base historique, selon une approche prospective ou encore en utilisant les entreprises qui s'interlistent.

##### 4.1 Approche historique

Selon l'analyse historique, la prime de risque est estimée par l'écart cumulé entre le taux de rendement passé du marché boursier et celui des titres gouvernementaux à court ou à long terme. Le volume de Dimson, Marsh et Staunton (15) et ses mises à jour ultérieures, répertoriées par Damodaran (16), constituent la référence la plus courante des données sur les primes. Nous avons récapitulé au tableau 2 les résultats des analyses menées au cours de diverses périodes par ces auteurs. Ces analyses montrent que la prime de risque est plus faible au Canada qu'aux États-Unis.

L'écart est particulièrement net si on analyse la prime durant de très longues périodes. La prise en compte de la crise de 2008 réduit toutefois fortement les différences. Les tableaux 5 et 6 de Damodaran montrent que le Canada a eu, historiquement, l'une des primes de risque les plus basses au monde. On ne peut défendre, sur la base de ces résultats, que les différences de réglementation conduisent à augmenter la prime de risque au Canada.



**Tableau 2**

**Primes de risque : moyennes arithmétiques des primes de risque au Canada et aux États-Unis, et différence entre ces primes annuelles, au cours de diverses périodes**

	États-Unis, en %	Canada, en %	Monde, en %	Différence EU - Canada, en %
1900-2005	7,41	5,88	6,07	1,53
1969-2008	1,70	1,00	1,60	0,70
1990-2008	3,80	3,70	3,60	0,10

Sources : ASWARH DAMODARAN, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - A Post-Crisis Update, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=3D1492717>, (2009), sur la base de données de E. DIMSON, P. MARSH and M. STAUNTON, *Triumph of the optimists*, (2002).

#### 4.2 Approche prospective

L'approche prospective consiste à déterminer le taux que les investisseurs utilisent implicitement pour établir les prix des actions, sur la base des résultats attendus. Il existe plusieurs techniques qui reposent sur l'exploitation des prévisions de dividendes ou de bénéfices. Les chercheurs exploitent l'idée que le taux requis par les investisseurs est le taux qui fait correspondre la valeur actualisée des flux futurs à la valeur actuelle des titres. Comme ils disposent de prévisions de bénéfices, de dividendes ainsi que des prix établis sur les marchés, il est possible d'inférer un taux. Les diverses méthodes et les problèmes d'application sont décrits par Witmer et Zorn (17). La figure 1 illustre la diversité des résultats des travaux antérieurs portant sur ce sujet.

Les prévisions de bénéfices réalisées par les analystes financiers sont la donnée de base de ces techniques, ce qui implique que le coût du capital anticipé est estimé avec une erreur importante. Par des techniques de simulation, des chercheurs ont établi la marge d'erreur pour ce type d'analyse. Les divers travaux situent l'écart type des estimations entre 2 % et 4 %. En terme profane, ceci veut dire que si l'on estime un taux à 12 %, par exemple, le taux réel se situe entre 10 et 14 % avec une probabilité de 66,7 %. En d'autres termes, un écart de 0,20 % ou 0,30 % (20 ou 30 points de base) ne signifie pas que les taux diffèrent en réalité. Certains auteurs combinent plusieurs variations de ce modèle et rapportent un coût du capital moyen. Toutefois, l'analyse menée au moyen de simulations par Daske *et al.* montre que l'agrégation de résultats obtenus à l'aide de diverses méthodes réduit les erreurs, mais que la marge d'incertitude demeure extrêmement élevée (18).

Globalement, et lorsqu'on le mesure à l'aide des données des entreprises de grande taille, le coût du capital semble être identique au Canada et aux États-Unis. Hail et Leuz (tableau 3) accordent un léger avantage aux États-Unis (10,2 % contre 10,5 %) (19), alors que Claus et Thomas accordent un avantage de 20 points de base, mais au Canada cette fois-ci (20). Ces deux études rapportent des coûts de capital et non des primes de risque et leurs résultats peuvent être influen-

cés par les différences de taux d'intérêt. Au contraire, He et Kryzanowski prennent en compte la différence, généralement positive, entre le taux des titres gouvernementaux canadien et américain et estiment la prime (21).

Les comparaisons entre les deux pays sont toutefois difficiles en raison de la différence des structures industrielles. He et Kryzanowski analysent donc les différences au niveau de chacun des secteurs et montrent qu'il n'existe pas de différences significatives au niveau de chacun de ces secteurs. Le Canada disposerait même d'un avantage net au niveau des secteurs financiers et des ressources, avec des différences de l'ordre de 100 points de base. Witmer et Zorn ont réexaminé ces différences, en utilisant diverses méthodologies et en tenant compte des caractéristiques des entreprises (22). Leur analyse porte en moyenne sur 180 entreprises canadiennes par année, dont le tiers sont interlistées, qui excluent le secteur financier. Le coût du capital moyen est supérieur de 30 à 50 points de base au Canada, mais la différence s'estompe depuis 1997. Les auteurs indiquent que la réduction de la différence est liée à la réduction de la différence entre les taux des titres gouvernementaux. Lorsque les différences entre les taux d'intérêt sont prises en considération dans les modèles, il n'existe plus de différence significative entre les primes de risque dans les deux pays.

**Tableau 3**

**Sommaire des principales comparaisons du coût du capital faisant intervenir le Canada et les États-Unis**

Étude	Période	Méthode	Échantillon	Résultats
Claus et Thomas (18)	1985-1998	Prospective, basée sur les prévisions de bénéfice	États-Unis: 1 559 à 3673	Canada : 10,82% États-Unis : 11,04%
Hail et Leuz (17)	1992-2001	Prospective, basée sur les prévisions de bénéfice	Canada : 1 560 observations annuelles; États-Unis : 4 267	Canada : 10,53% États-Unis : 10,24%
He et Kryzanowski (19)	1956-2005	Mesure historique du rendement réalisé par les actionnaires	indices S&P /TSX et S&P 500 Indices sectoriels	Canada : 11,09%; États-Unis : 11,62%
Witmer et Zorn (15)	1988-2006	Prospective, basée sur les prévisions de bénéfice	Canada : 3 419 entreprises; États-Unis : 31 005	Canada : 9,5 à 13,10% États-Unis : 9,3-12,3%

Les études comparées du coût du capital montrent qu'il n'existe pas de différence entre les primes de risque au Canada et aux États-Unis, dans des secteurs comparables. Les différences de coût de capital qui sont parfois évoquées sont essentiellement explicables par le fait que les taux des titres gouvernementaux ont historiquement été plus élevés au Canada qu'aux États-Unis. La présentation de Coffee réfère à la seule étude qui montre une légère différence qui désavantage le Canada, mais cette différence n'est pas significative.

Hail et Leuz indiquent que le coût du capital est supérieur à celui du Canada dans plusieurs pays où la réglementation est centralisée, comme le Royaume-Uni ou l'Australie (23). Ces données sont présentées au tableau 4. Ce tableau indique que le coût du capital est au Canada l'un des plus faibles au monde, ce qui correspond aux estimations de la qualité de la réglementation et de la divulgation.

**Tableau 4**  
**Analyse de la relation entre le coût du capital et la qualité de la réglementation, dans divers pays. Le coût des capitaux propres qui est rapporté est la moyenne de quatre estimations utilisant des modèles différents, appliqués entre 1992 et 2001**

	Coût des capitaux propres	Indice de qualité de la divulgation	Indice de qualité de la réglementation des valeurs mobilières	Indice de la qualité du système légal
United States	10,24%	1	0,97	1
France	10,37%	0,75	0,58	0,9
Canada	10,53%	0,92	0,91	1
Italy	10,61%	0,67	0,46	0,83
United Kingdom	10,64%	0,83	0,73	0,86
Australia	10,72%	0,75	0,77	1
Belgium	11,00%	0,42	0,34	1
New Zealand	11,14%	0,67	0,48	1
Austria	11,21%	0,25	0,18	1
Israel	11,41%	0,67	0,65	0,48
Netherlands	12,75%	0,5	0,62	1
Finland	13,40%	0,5	0,49	1
India	14,39%	0,92	0,75	0,42
Hong Kong	14,58%	0,92	0,81	0,82
Mexico	15,59%	0,58	0,35	0,54
Brazil	20,85%	0,25	0,39	0,63
Egypt	25,27%	0,5	0,34	0,42
Total (Average)	12,97%	0,65	0,56	0,74

Source : Hail et Leuz (17)

## 5. Évolution du coût du capital autour des opérations d'interlistage

Si le coût du capital est plus faible aux États-Unis qu'au Canada, les entreprises qui s'inscrivent sur une bourse américaine devraient bénéficier d'une baisse de leur coût de capital. Les chercheurs qui ont utilisé cette approche admettent l'idée qu'en moyenne, et sur une période de plusieurs années, le taux de rendement que l'on observe devrait être un bon estimateur du taux de rendement exigé par les investisseurs, c'est-à-dire du coût du capital. Si, à la suite de l'inscription sur le marché américain, le taux de rendement des titres canadiens est anormalement faible, nous pouvons croire que le coût du capital a diminué à la suite de cette inscription (24). Mittoo estime la contre-performance des actions canadiennes qui s'interlistent à 13 % au cours de la période postérieure à 1990 (25).

Ce résultat est considéré comme une preuve de l'existence d'un coût de capital plus faible aux États-Unis qu'au Canada. Nous avons réexaminé ces résultats et affirmations à l'aide de l'ensemble des sociétés canadiennes qui se sont inscrites sur une bourse américaine depuis 1990. Nous avons utilisé diverses méthodes modernes d'estimation des rendements anormaux (26). Nous avons repris les résultats antérieurs en utilisant la méthodologie utilisées dans ces articles. Toutefois, nous concluons que le rendement qui suit les inscriptions aux États-Unis est parfaitement normal. Si ce taux de rendement postérieur est une estimation du coût de capital, alors celui-ci n'est pas modifié par l'inscription aux États-Unis. L'inscription est toutefois précédée de rendements fortement positifs, ce qui fait en sorte que les sociétés qui s'interlistent sont généralement performantes et que les actionnaires voient dans l'annonce de cette opération un certain nombre d'avantages. Par contre, nos résultats contredisent l'argument voulant que l'inscription aux États-Unis soit suivie de rendements anormaux négatifs, qui pourraient indiquer une diminution du coût du capital. Notre conclusion rejoint celle de Sarkissian et Schill qui n'observent que des effets transitoires à la suite des interlistages et concluent à l'inexistence de changements significatifs à long terme dans le coût du capital (27). Les résultats antérieurs semblent donc être expliqués par les choix méthodologiques.

Une étude rigoureuse de l'évolution du coût du capital autour des opérations d'interlistage a été menée par Hail et Leuz, sur la base de mesures ex ante du coût du capital, basées sur les prévisions de bénéfice (28). Ils observent une diminution du coût du capital de l'ordre de 70 à 120 points de base pour l'ensemble des pays. Mais le Canada est exclu, puisque les entreprises canadiennes peuvent s'inscrire directement aux États-Unis dans le cadre du MJDS. Toutefois, les réductions les plus faibles sont observées pour les entreprises provenant de pays à régime réglementaire solide.

## 6. Synthèse : escompte et les carences réglementaires

Compte tenu de la diversité des résultats, de la faible taille des échantillons étudiés et des conclusions des divers travaux, il est impossible d'affirmer qu'il existe des différences significatives entre les primes de risque appliquées par les investisseurs aux entreprises canadiennes et américaines. Les différences rapportées sont en effet de faible amplitude, alors que les erreurs d'estimation sont considérables. Plusieurs études ne tiennent pas compte des différences importantes entre le taux des titres gouvernementaux et ne permettent donc aucune conclusion relative à la prime de risque, seule quantité que peut influencer la réglementation.

La CLP est temporaire; on ne peut l'associer à des caractéristiques permanentes comme un écart entre les primes de risque.

Elle affecte les entreprises de nombreux pays : on ne peut pas la lier à des caractéristiques canadiennes. Enfin, elle n'est vraisemblablement pas liée aux caractéristiques réglementaires, pour deux ensembles de raisons. Nous avons rapporté, au tableau 9, les estimations du coût du capital effectuées par Hail et Leuz (29). Ce tableau rapporte également les estimations de la qualité de la réglementation et de la divulgation faites par Hail et Leuz dans les divers pays. Ces estimations rejoignent celles publiées par l'OCDE. Dans un rapport publié par cet organisme, de Serres, Kobayakawa, Slok et Vartia classent le Canada au second rang mondial (derrière la Nouvelle-Zélande, mais devant les États-Unis et le Royaume-Uni) pour ce qui est de l'indicateur global de réglementation des marchés d'actions (*Overall securities market regulation*) et au second rang mondial pour ce qui est de la protection des investisseurs (30). Le Canada est donc en meilleure position que les deux pays souvent utilisés comme points de référence, l'Australie et le Royaume-Uni, en raison de la centralisation de la réglementation.

Notre analyse des divers travaux indépendants menés par des chercheurs reconnus et soumis à l'arbitrage de pairs indiquent qu'il n'existe pas de différence significative entre les primes de risque canadiennes et américaines : le coût du capital serait donc du même ordre dans les deux pays. L'augmentation de valeur observée lorsque les entreprises canadiennes s'interlistent n'est pas spécifique au Canada. Elle a été observée quelle que soit l'origine des entreprises, ce qui exclut l'idée qu'elle puisse provenir d'un déficit réglementaire spécifique au Canada. Elle est par ailleurs temporaire, ce qui est peu compatible avec la notion d'escompte canadien.

### Conclusion

Selon Coffee, le coût du capital plus élevé au Canada induirait une perte de production de 10 milliards de dollars annuellement, et de 65 000 emplois. Coffee renvoie à une seule étude pour établir la différence de coût de capital. Nous ne disposons d'aucune indication quant au mode de calcul de la perte de production et d'emploi, qui ne semblent être que spéculation. Sur la base du raisonnement proposé dans cette présentation, des pays tels que le Royaume-Uni, l'Australie ou la Chine (Hong-Kong) subiraient des pertes colossales en raison de leur coût de capital supérieur à celui des États-Unis et du Canada.

En revanche, l'analyse de l'ensemble des travaux récents et nos propres analyses conduisent à deux constats. Le coût du capital est très certainement identique au Canada et aux États-Unis; il n'existe pas de preuve empirique solide de l'existence d'une différence significative quant à la dimension économique ou à la dimension statistique. Les différences rapportées par les divers chercheurs sont largement comprises dans la marge d'erreur de ce type de modèle.

La prime d'interlistage existe pour la plupart des entreprises, quelle que soit leur pays d'origine et on ne peut donc y voir une spécificité canadienne. Cette prime, temporaire dans la plupart des cas, ne peut être associée à la dimension réglementaire. Une différence de valeur entre les entreprises de grande taille a été constatée dans une étude, mais aucun chercheur ne lie cette différence à la structure de la réglementation. Il ne semble donc exister aucune preuve solide voulant que la structure provinciale de la réglementation canadienne des valeurs mobilières génère un escompte canadien ou un écart défavorable en matière de coût de capital. D'ailleurs le Canada est considéré, en 2009 comme en 2008, comme étant « *the Best Market for Business Access to Capital* », parmi 122 pays, selon le Milken Institute (31).

## Notes de bas de page

- (1) The Hon. Peter de C. CORY and Marilyn L. PILKINGTON, *Critical Issues in Enforcement, Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada*, 2006; Uptal BHATTACHARYA, *Enforcement and Its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market, Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada*, 2006.
- (2) GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage, Rapport Final*, 2006.
- (3) *Idem*, p. 28.
- (4) John C. COFFEE, "Canadian Position in a Globalizing World of Securities Markets: An Outsider Perspective", *Lac Meech Conference*, 19 juin 2007, p. 20.
- (5) Stéphanie DESROSIERS, Jean-François L'HER et Yassine TNANI, «Estimation du coût des fonds propres» (2000) *Revue internationale de gestion* 38-48.
- (6) Michael KING and Dan SEGAL, "Market Segmentation and Equity Valuation: Comparing Canada and the United States" (2008) 18 *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 245-258.
- (7) Cécile CARPENTIER, Douglas J. CUMMING and Jean-Marc SURET, "The Valuation Effect of Listing Standards: An Analysis of Venture Capital-Backed IPOs", *EFM Symposium on Entrepreneurial Finance*, Montreal 2010.
- (8) Graig DOIDGE, Andrew KAROLYI and René STULZ, "Why Are Foreign Firms that List in the U.S. Worth More?" (2004) 71 *Journal of Financial Economics* 205-238.
- (9) Sergei SARKISSIAN and Michael J. SCHILL, "Are There Permanent Valuation Gains to Overseas Listing? Evidence from Market Sequencing and Selection" (2009) 22 *Review of Financial Studies* 371-412.
- (10) Michael R. KING and Dan SEGAL, "The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure on Valuation" (2008) *Forthcoming Review of Financial Studies*.
- (11) Sergei SARKISSIAN and Michael J. SCHILL, "[Cross Listing Waves and the Search for Value Gains](#)", *Working Paper*, 2008.
- (12) Kate LITVAK, "[The Relationship Among U.S. Securities Laws, Cross-Listing Premia, and Trading Volumes](#)", *CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies*.
- (13) Michael R. KING and Dan SEGAL, *op. cit.*, note 10.
- (14) Kate LITVAK, *op. cit.*, note 12, p. 1.
- (15) Elroy DIMSON, Paul MARSH and Mike STAUNTON, *Triumph of the optimists*, 2002.
- (16) Aswarh DAMODARAN, "[Equity Risk Premiums \(ERP\): Determinants, Estimation and Implications - A Post-Crisis Update](#)", *Working Paper*, 2009.
- (17) Jonathan WITMER and Lorie ZORN, "Estimating and Comparing the Implied Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms", *Working Paper 2007-08, Bank of Canada*, (September 2007).
- (18) Holger DASKE, Jörn A. VAN HALTEREN and Ernst G. MAUG, "[Evaluating Methods to Estimate the Implied Cost of Equity Capital: A Simulation Study](#)", 2009.
- (19) Luzi HAIL and Christian LEUZ, "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?" (2006) 44 *Journal of Accounting Research* 485-531.
- (20) James CLAUS and Jacob THOMAS, "Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets" (2001) 56 *The Journal of Finance* 1629-1666.
- (21) Zhongzhi HE and Lawrence KRYZANOWSKI, "Cost of Equity for Canadian and U.S. sectors" (2007) 18 *The North American Journal of Economics and Finance* 215-229.
- (22) Jonathan WITMER and Lorie ZORN, *op. cit.*, note 17, p. 32.
- (23) Luzi HAIL and Christian LEUZ, *op. cit.*, note 19.
- (24) Vihang ERRUNZA and Darius P. MILLER, "Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets" (2000) 35 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 577-600.
- (25) Usha R. MITTOO, "Globalization and the value of US listing: Revisiting Canadian evidence" (2003) 27 *Journal of Banking & Finance* 1629-1661.
- (26) Cécile CARPENTIER, Jean-François L'HER and Jean-Marc SURET, "[Long-Run Performance Following Cross-Listing: A Re-Examination](#)", *Working Paper*, 2009.
- (27) Sergei SARKISSIAN and Michael J. SCHILL, *op. cit.*, note 9.
- (28) Luzi HAIL and Christian LEUZ, "Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listings" (2008) *Forthcoming Journal of Financial Economics*.
- (29) Luzi HAIL and Christian LEUZ, *op. cit.*, note 19.
- (30) Alain DE SERRES, Shuji KOBAYAKAWA, Torsten SLØK and Laura VARTIA, "Regulation of Financial Systems and Economic Growth", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 506, *OECD Publishing*, doi:10.1787/870803826715, (2006).
- (31) James R. BARTH, Tong LI, Wenling LU and Glenn YAGO, "[Capital Access Index 2009 : Best Markets for Business Access to Capital](#)", *Report, The Milken Institute*, 2010.

\*Jean-Marc Suret, Ph.D., CBV, Fellow CIRANO  
Professeur titulaire,  
École de comptabilité,  
Université Laval  
([jean-marc.suret@ctb.ulaval.ca](mailto:jean-marc.suret@ctb.ulaval.ca))

Cécile Carpentier, D.Sc.G., CFA, Expert-Comptable, Fellow  
CIRANO  
Professeur titulaire,  
École de comptabilité,  
Université Laval  
([cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca](mailto:cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca))

© Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier 2010