

Université de Reims Champagne-Ardenne

*Faculté des Sciences Economiques, Sociales et de Gestion
Ecole Doctorale des Sciences de l'Homme et de la Société*

Multicotation, protection des actionnaires minoritaires et valorisation des entreprises

*Thèse présentée et soutenue publiquement par **Sonia MAKNI ZOUARI***

Le Jeudi 17 Juin 2010

*En vue de l'obtention du Doctorat en Science de Gestion
(Option Finance)*

*Sous la direction de **Monsieur Mehdi NEKHILI***

Membres du jury :

- M. **Moez BENNOURI**, Professeur associé, Rouen Business School, Suffragant.
- M. **Mondher CHERIF**, Maître de Conférences H.D.R à l'Université de Reims Champagne-Ardenne, Président de Jury.
- M. **Mehdi NEKHILI**, Maître de Conférences H.D.R à l'Université de Reims Champagne-Ardenne, Directeur de thèse.
- M. **Eric PICHET**, Professeur associé à Reims Management School, Rapporteur.
- M. **Guillaume SCHIER**, Professeur associé à l'ESCEM, Rapporteur.

L'université n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Multicotation, protection des actionnaires minoritaires et valorisation des entreprises

Résumé : Cette thèse traite la question de la multicotation sous le prisme du gouvernement des entreprises. L'objectif est double. En premier lieu, elle vise à tester l'effet des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur la décision de multicotation. En second lieu, elle étudie l'impact du choix du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises multicotées. La problématique de notre étude ne se limite pas à la vérification de l'impact de la décision de multicotation sur la valorisation des entreprises, mais intègre aussi la question de l'appartenance juridique des entreprises multicotées. Elle met ainsi en exergue des différences notables entre le contexte commun et civil. La première partie de cette thèse fait un état de lieu des travaux traitant la question de la multicotation et de ses conséquences en termes de protection des actionnaires minoritaires. La deuxième partie est une analyse empirique des données relatives à 200 entreprises provenant de 28 pays durant la période 2002-2006. Il ressort des résultats empiriques trouvés que la décision de s'introduire dans une bourse américaine est une décision complexe dépendant de certains mécanismes de gouvernement d'entreprise. Il est également montré que les entreprises provenant des pays de droit civil ne s'introduisent pas dans une bourse américaine pour des raisons similaires à celles des entreprises provenant des pays de droit commun. En outre, les entreprises, provenant des pays de droit civil français, sont les plus incitées à être cotées aux États-Unis (par le biais des ADRs niveau 2 ou niveau 3). Finalement, nos résultats montrent que la cotation dans les bourses américaines conduit à une meilleure valorisation des entreprises multicotées provenant des pays de droit civil. En revanche, elle n'a aucun effet sur la valorisation des entreprises originaires des pays de droit commun.

Mots-clés : Multicotation, protection des droits des actionnaires minoritaires, valorisation des entreprises, hypothèse de « crédibilité par association », tradition légale des pays.

Cross-listing, minority shareholders' protection and firms' value

Abstract: This thesis treats the question of cross-listing under the prism of corporate governance. The goal of this thesis is twofold. First, it aims at testing the effect of corporate governance mechanisms on cross-listing decision. Second, it examines the impact of the choice of cross-listing mode on the firms' value. The problem of our study is not limited to verify the impact of the cross-listing decision on the firms' value, but also incorporates the issue of listed firms' legal ownership. Our analysis shows several important points which put forward the differences between common and civil context. The first part of this thesis gives a report of works treating the cross-listing decision and its consequences in terms of minority shareholders' protection. The second part is an empirical analysis examining a sample of 200 firms from 28 countries over the period from 2002 to 2006. The empirical results suggest that the decision to enter into U.S. exchange is a complex decision which depends on certain corporate governance mechanisms. It is also shown that firms from civil law countries are not listed on a U.S. exchange for similar reasons to those of firms from common law countries. Further, firms from french civil law are more likely to be listed on a U.S. exchange (via ADRs level 2 or level 3). Finally, our results show that cross-listing on U.S. exchanges leads to higher market valuation of firms from civil law countries. However, it has no effect on the valuation of firms from common law countries.

Key Words: Cross-listing, minority shareholders' protection, firms' value, « bonding hypothesis », countries legal systems.

SOMMAIRE

<i>INTRODUCTION GENERALE.....</i>	<i>5</i>
<i>PREMIERE PARTIE : POSITIONNEMENT THEORIQUE DE LA RECHERCHE.....</i>	<i>21</i>
<i>CHAPITRE I : MOTIVATIONS ET CONSEQUENCES DE LA COTATION A L'ETRANGER.....</i>	<i>24</i>
<i>CHAPITRE II : COTATION A L'ETRANGER ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES.....</i>	<i>57</i>
<i>CHAPITRE III : PERFORMANCE DES ENTREPRISES COTEES A L'ETRANGER.....</i>	<i>105</i>
<i>DEUXIEME PARTIE : PROTECTION DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES.....</i>	<i>143</i>
<i>CHAPITRE I : OBJECTIFS DE L'ETUDE ET METHODOLOGIE DE RECHERCHE.....</i>	<i>145</i>
<i>CHAPITRE II : ANALYSE ET DISCUSSION DES RESULTATS EMPIRIQUES.....</i>	<i>182</i>
<i>CONCLUSION GENERALE.....</i>	<i>217</i>
<i>REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....</i>	<i>224</i>
<i>ANNEXES.....</i>	<i>246</i>
<i>TABLE DES MATIERES.....</i>	<i>264</i>

Introduction générale

<i>1- Questions de recherche</i>	<i>8</i>
<i>2- Définition de l'objet de la thèse</i>	<i>9</i>
<i>3- Cadre théorique</i>	<i>10</i>
<i>4- Structure globale de la thèse</i>	<i>18</i>

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 domestiques. 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 des transactions et à l'acquisition des informations concernant les titres cotés outre les 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 des entreprises à adopter des mesures telles que la multicotation internationale¹ (cross-listing) (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004).

Dès lors, l'augmentation du nombre des entreprises multicotées dénote une meilleure connaissance des avantages de la cotation à l'étranger. Elle traduit l'incidence des changements technologiques et de la libéralisation des flux de capitaux par abolition des barrières qui séparaient les marchés de capitaux domestiques entre eux. Désormais, les entreprises peuvent accéder aux marchés de capitaux étrangers plus facilement (Pagano et al., 2001). Les cotations multiples ont connu une envolée depuis le début des années 1990², et se sont développées avec la vague de privatisation et l'internationalisation croissante des marchés. La cotation sur une place financière étrangère, notamment aux États-Unis, occupe une place très importante dans la stratégie de globalisation des entreprises. Elle permet une amélioration de la liquidité, des possibilités d'augmentation de capital, l'implémentation des plans de fusions-acquisitions internationales, une meilleure reconnaissance auprès des investisseurs, une amélioration de la crédibilité et de la réputation.

¹ Par multicotation, intercotation, cotation à l'étranger ou encore cotation multiple nous entendons le fait pour un émetteur d'être coté, à sa demande, sur au moins deux marchés situés dans deux pays différents dont le pays d'origine.

² Au début des années 1970, la cotation à l'étranger (essentiellement en Belgique, en Suisse et en Allemagne) revêtait une connotation plutôt symbolique. La volonté d'être coté au Royaume-Uni puis aux États-Unis s'est développée dans les années 1980 et 1990. Près de 70 entreprises françaises sont cotées sur une place étrangère (Hamet, 2001). En 1990, il y a eu 352 programmes d'émission de certificats américains d'actions étrangères (ADRs) au profit d'entreprises provenant de 24 pays (la définition du terme ADRs, American Depository Receipts, est donnée un peu plus tard dans la thèse). En 1999, ce nombre a augmenté pour atteindre 1 800 programmes de 78 pays soit un accroissement de 500 % (Jordan, 2004). Aussi, le nombre de pays dont les entreprises sont inscrites dans les deux principaux marchés américains (NYSE et NASDAQ) a augmenté de 170 en 1990 pour atteindre 750 en 2000, soit 450 % d'augmentation. En avril 2001, plus que 970 entreprises non-américaines sont inscrites dans le marché américain (Coffee, 2002).

Pour plusieurs entreprises cotées, mettre ses actions à la disposition des investisseurs étrangers constitue un objectif primordial. Ces entreprises souhaitent augmenter leurs capitaux à l'étranger, diversifier leur base d'actionnaires pour couvrir un horizon international, améliorer leurs profils aux yeux des investisseurs étrangers, aussi utiliser les fonds récoltés pour faire des acquisitions à l'étranger. À cet égard, Chouinard et D'Souza (2003 et 2004) analysent la vogue grandissante à l'échelle mondiale des cotations à l'étranger. Selon les auteurs, cette pratique traduit chez les dirigeants des entreprises le souhait de surmonter la segmentation du marché, de baisser le coût des fonds propres et d'avoir accès à un plus grand nombre d'investisseurs.

Les études empiriques analysant la multicotation internationale mettent en évidence la réduction des coûts de transaction suite à l'amélioration de la liquidité des marchés, la pertinence des prévisions de bénéfices des analystes et l'évaluation des entreprises. Dès lors, la cotation aux États-Unis a un impact sur la valeur de l'entreprise, réduit la prime de risque (Foerster et Karolyi, 1999), permet un meilleur accès aux marchés de capitaux (Lins et al., 2005), une meilleure divulgation d'informations (Cantale, 1998 ; Moel, 1999 ; Eaton et al., 2003 ; Lang et al., 2003 ; Bailey et al., 2006 ; Bris et al., 2009 ; Fernandes et Ferreira, 2008) et notamment une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires à travers une plus grande surveillance par le marché et de meilleures garanties par les institutions légales (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge, 2004 ; Doidge et al., 2007).

Depuis l'année 2000, les préoccupations se tournent davantage vers des aspects qualitatifs, notamment l'impact des développements réglementaires américains sur la stratégie de divulgation de l'information et le mode de gouvernement des entreprises multicotées. La transparence accrue générée par les obligations en matière de communication financière aurait un impact substantiel sur la valeur de l'entreprise (Doidge et al., 2007). L'augmentation de la fréquence de publication des rapports financiers, le respect des normes plus strictes et le suivi continu par les investisseurs étrangers limitent le risque de défaillance de l'entreprise. Dans le cas où la deuxième bourse de cotation a un fort degré d'exigence en matière de respect des règles de bonne gouvernance, la multicotation sur une bourse de renommée internationale permet de renforcer la réputation de l'entreprise aussi bien auprès des investisseurs domestiques qu'étrangers. Faire le choix d'être cotée sur une telle bourse constitue ainsi un

signal positif sur la performance future de l'entreprise. En effet, la probabilité de défaillance d'une entreprise cotée sur une bourse exigeante est inférieure à celle d'une entreprise cotée sur une bourse moins exigeante (Kammoun, 2008).

1- Questions de recherche

Les progrès technologiques et la libéralisation des capitaux que connaît le monde entier pendant ces vingt dernières années ont conduit à une abolition presque totale des barrières qui séparaient les marchés de capitaux domestiques entre eux. Récemment, les entreprises ont la possibilité d'accéder aux marchés de capitaux étrangers plus facilement. Cette intégration des marchés de capitaux a donné naissance à la multicotation internationale (Pagano et al., 2001).

Il va de soi, la problématique du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires est très préoccupante. Les entreprises établies dans des pays offrant aux actionnaires minoritaires une protection peu efficace signalent leur souhait de respecter les droits de ces minoritaires par inscription de leurs titres dans des bourses étrangères (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999). Dès lors, la cotation aux États-Unis permet aux actionnaires minoritaires de profiter d'un certain degré de protection légale qui inclut la capacité d'intenter gratuitement des procès contre les actionnaires de contrôle pour des déclarations frauduleuses, l'exigence pour ces entreprises de suivre les principes comptables généralement admis des États-Unis et de respecter les procédures de prise de pouvoir qui sont à l'avantage des actionnaires minoritaires.

Dans les travaux de La Porta et al., ce sont les contraintes légales, les réglementations et leurs applications qui sont essentielles à définir les droits de propriété. Ils soutiennent la thèse de la présence d'une causalité entre l'efficacité de la protection juridique des actionnaires minoritaires et le développement des marchés financiers. Si leurs intérêts sont protégés, les investisseurs potentiels n'hésiteraient pas à investir en bourse. Dans le cas contraire, le financement par appel au marché sera moins développé. Ces auteurs distinguent et opposent l'approche anglo-saxonne « droit commun », d'origine britannique, donnant une large place à la jurisprudence, à l'approche civile « droit civil » qui accorde une place importante aux textes. Ils supposent que le premier contexte est plus réactif et plus efficace dans la défense des intérêts des actionnaires minoritaires.

La problématique de notre thèse est centrée sur l'analyse de l'interaction entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises. Plus accessoirement, l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur le choix du mode de multicotation. Dans le but d'explicitier cette relation, notre étude se pose la question suivante :

- Si la multicotation offre une meilleure protection des actionnaires minoritaires, alors quel est l'impact du choix du mode de multicotation sur la valeur de marché des entreprises multicotées ?

À cette question sous-tendent d'autres questions relatives à la tradition légale des pays d'origine des entreprises multicotées :

- Comment varie le choix du mode de multicotation en fonction de la tradition légale du pays d'origine ?

- Sur la base de la tradition légale du pays d'origine, quel est l'impact de la multicotation sur la valorisation des entreprises ?

Ces questions sont au cœur des réflexions sur la multicotation internationale. À travers cette étude, nous ajoutons à la littérature traitant de la multicotation un support empirique des implications de la cotation à l'étranger pour les entreprises et pour les actionnaires. Notre étude examine notamment l'effet de l'activisme des investisseurs institutionnels, domestiques et étrangers, sur la décision des entreprises lors de la sélection du mode de multicotation. Par rapport à la littérature existante sur la multicotation, une importante innovation de ce travail réside dans la proposition d'un modèle de sélection à la Heckman. Cette approche de modélisation permet de corriger le biais de sélection induit par le choix d'un mode de multicotation plutôt qu'un autre.

2- Définition de l'objet de la thèse

Notre recherche ne constitue pas la première recherche à traiter le sujet de l'effet du choix du mode de multicotation sur la valeur des entreprises. Cette association entre multicotation et performance boursière des entreprises a fait l'objet de nombreuses recherches dont les résultats empiriques diffèrent selon les échantillons choisis et les pays étudiés. Notre étude se distingue des autres recherches en considérant la multicotation comme un mécanisme

de protection des actionnaires minoritaires qui devrait conduire à choisir un mode de cotation très rigoureux et par la suite à une meilleure valorisation des entreprises multicotées. Ce qui revient à analyser les raisons qui incitent les entreprises à être cotées sur une bourse à plus forte protection des actionnaires minoritaires et ses conséquences sur leur valorisation. Sur la base de la tradition légale du pays d'origine, nous prévoyons la présence d'une relation positive entre la décision de multicotation en bourse étrangère et la performance boursière des entreprises provenant des pays de droit civil.

En analysant l'interaction du mode de multicotation choisit et la valeur de marché des entreprises, nous distinguons deux types de cotation. D'une part, la cotation directe en bourse ou par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3. D'autre part, la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés. Les différences entre les deux stratégies sont importantes. Par opposition à l'inscription en hors cote et par le biais des placements privés, la cotation en bourse organisée soumet les entreprises à des obligations comptables et à des engagements fermes dont le but est de mieux protéger les droits des actionnaires minoritaires ce qui mène à une meilleure valorisation des entreprises multicotées. Ainsi, nous contribuons à la littérature existante par l'examen du choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises.

Notre recherche se distingue aussi des études antérieures portant sur la multicotation par l'étude de la double influence de la structure de propriété sur la décision de multicotation. Théoriquement, deux composantes de la structure de propriété sont prises en considération, à savoir la dispersion du capital et la nature des investisseurs. À l'instar des recherches récentes (Ferreira et Matos, 2008 ; Aggarwal et al., 2009), nous proposons de scinder les actionnaires institutionnels en deux groupes : les investisseurs institutionnels domestiques et les investisseurs institutionnels étrangers. Nous examinons si la présence des investisseurs institutionnels, domestiques et étrangers, pousse l'entreprise à choisir un mode de multicotation protégeant mieux les actionnaires minoritaires.

3- Cadre théorique

De par ses ambitions à étudier, comprendre et résoudre les relations entre les différentes parties contractuelles de l'entreprise donnant naissance à des conflits d'intérêts, la théorie de l'agence s'impose naturellement comme le cadre référentiel commun aux

réflexions théoriques relatives à l'étude du phénomène de multicotation, comme mécanisme de protection des droits des actionnaires minoritaires, et de son impact sur la valorisation des entreprises multicotées.

L'émergence des questions ayant attiré à la gouvernance dans la littérature économique remonte à l'ouvrage de Berle et Means (1932) dont la thèse centrale est d'expliquer que le développement de la grande entreprise par actions a entraîné la séparation de la propriété et du contrôle. Pour eux, ce mode d'organisation dit « firme managériale », caractérisé par une direction professionnalisée ne détenant pas le contrôle patrimonial de l'entreprise et un actionnariat dispersé, est supposé supérieur aux autres car il permettrait d'obtenir la meilleure allocation des ressources.

Depuis longtemps, les débats sur la gouvernance d'entreprise³ se sont construits autour de cette dialectique : propriété versus contrôle, insiders versus outsiders⁴, pouvoir managérial versus pouvoir actionnarial débouchant sur deux conceptions du système de gouvernement d'entreprise : le modèle shareholder centré sur la création de valeur pour l'actionnaire et le modèle stakeholder visant à créer de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes⁵.

³ La gouvernance des entreprises attire l'attention des chercheurs depuis plus de deux générations. Berle et Means (1932) furent les premiers à s'intéresser à l'impact des structures de propriété sur la performance des entreprises modernes. Le développement de philosophies capitalistes, qui se caractérise par la prolifération de grandes entreprises dont la propriété est de plus en plus dispersée, engendre un phénomène de dissociation entre la propriété des investisseurs et le contrôle de l'entreprise. La théorie de l'agence, telle qu'élaborée par Jensen et Meckling (1976), évoque que cette dissociation crée un problème de conflits d'intérêts potentiels entre les gestionnaires et les actionnaires.

⁴ En développant la théorie positive de l'agence, Jensen et Meckling (1976) divisent les actionnaires en deux groupes : les « actionnaires de contrôle » (inside shareholders) qui siègent et interviennent surtout dans la gestion de l'entreprise et les petits « actionnaires passifs » (outside shareholders) qui n'interviennent ni dans la gestion ni dans les décisions stratégiques telles que l'assemblée générale et qui ne sont rémunérés que par les distributions de dividendes. Les actionnaires de contrôle exercent leur contrôle en choisissant, éventuellement en leur sein, les administrateurs de l'entreprise, tandis que, les actionnaires minoritaires, bailleurs de fonds ou encore actionnaires externes, se distinguent par une participation individuelle faible dans le capital des entreprises bien que ensemble, ils présentent souvent une majorité de fait. Leur isolement et leur désolidarisation rendent cette majorité inefficace.

⁵ Sans verser dans une distinction pure et parfaite, deux modèles sont aujourd'hui identifiables dans le monde occidental entre « shareholder » et « stakeholder ». Le modèle de type « shareholder », référence dans les pays anglo-saxons, favorise la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, soit son profit. Les systèmes financiers sont généralement développés et le capital des entreprises atomisé entre plusieurs actionnaires. Deux types de pression reposent sur les dirigeants : les risques d'OPA et un contrôle assuré par une multitude d'actionnaires. Le modèle de type « stakeholder », présent dans l'essentiel des pays européens à l'exception de la Grande-Bretagne et des pays du Nord de l'Europe, vise, certes, à maintenir le profit des actionnaires mais également à satisfaire les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. À la prise en considération des actionnaires, vient s'ajouter celle des clients, des fournisseurs, des dirigeants, des syndicats, des pouvoirs publics, ... Cette conception considère l'entreprise comme liée à son environnement économique et sociétal à la fois. La France et l'Allemagne sont généralement les deux illustrations emblématiques de ce modèle.

La littérature en matière d'agence met en avant plusieurs facteurs d'une bonne gouvernance⁶ comme la composition du conseil d'administration, la structure de propriété, la rémunération des dirigeants, la protection des actionnaires minoritaires ou encore la transparence de la communication financière. Les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE mettent l'accent sur les intérêts des seuls actionnaires, identifiant les questions essentielles d'ordre pratique : les droits et l'égalité de traitement des actionnaires et autres acteurs financiers, le rôle des acteurs non financiers, la publication des informations et la transparence, ainsi que les responsabilités du conseil d'administration.

La performance des entreprises est aussi au cœur du débat sur le gouvernement d'entreprise. Elle permet une meilleure compréhension des mécanismes de gouvernement d'entreprise. La performance s'inscrit dans une stratégie de croissance basée sur l'investissement. Celui-ci, moyen d'allocation de ressources rares et moteur de la création de valeur par l'entreprise, constitue une variable clé de la gestion de l'entreprise. Par conséquent, tout dirigeant doit maximiser la valeur actionnariale. En revanche, si un dirigeant désire maximiser les richesses de ses actionnaires, il doit nécessairement maximiser la valeur de son entreprise et donc prendre en considération les intérêts des autres actionnaires. Sinon, à long terme, l'entreprise détruira de la valeur et probablement tombera en faillite. La bonne gouvernance d'entreprise contribue ainsi au développement économique en améliorant la performance des entreprises et en leur assurant un meilleur accès aux capitaux extérieurs. Inversement, la mauvaise gouvernance d'entreprise augmente les coûts et limite l'accès aux financements.

⁶ Le thème de la « corporate governance », fait l'objet actuellement de nombreux débats, en Europe et Amérique du nord, en raison des multiples scandales financiers qui ont agité les milieux des affaires depuis quelques années. Cette attention nouvelle, portée à ce domaine particulièrement important pour comprendre les déterminants de la performance des entreprises, a pour fondement une réflexion théorique qui date depuis le début du 18^{ème} siècle. L'une des premières études sur la gouvernance fut le rapport Cadbury (« *Report on the financial aspects of corporate governance* », 1992) qui donna la définition synthétique du terme gouvernance : « ... *governance is the system by which organizations are directed and controlled...* ». Or cette définition se présente selon une allure très large puisqu'elle concernait toutes les organisations aussi bien publiques que privées, et tous les procédés d'organisation qui en découlent (juridique, politique, managériale, économique, etc). D'autres définitions aussi larges mais moins synthétiques sont données par Charreaux (1997) : « *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernement » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* », et par l'OCDE (*Organisation for Economic Cooperation and Development*) : « ... *le gouvernement d'entreprise fait référence aux relations entre la direction de l'entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Il détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs de l'entreprise ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer la surveillance des résultats obtenus...* ».

Le thème de gouvernance d'entreprise fait également l'objet d'un regain d'intérêt depuis les années 1990 dans la littérature économique et juridique en raison de la faillite spectaculaire ou des pertes importantes de quelques grandes entreprises (Enron, Worldcom, Vivendi, ...). Ces événements montrent que les mécanismes de contrôle des activités des entreprises sont largement remis en cause. Ce constat justifie l'intérêt considérable porté à l'approche juridique de la gouvernance d'entreprise aussi bien sur le plan théorique que sur le plan empirique. D'un point de vue pratique, les principes de « bonne gouvernance » ont été signalés dans la loi américaine Sarbanes-Oxley⁷ de 2002 et le Combined code britannique de 2002 et 2003. En France, elles ont été instaurées dans les rapports Viènot I et II, le rapport Bouton, et dans les recommandations de l'Association Française de Gestion (AFG) en 1998, 2001 et actualisées en 2004. Elles ont été recommandées universellement dans le rapport de l'OCDE « Les principes de gouvernement d'entreprise » de 1999 révisé en profondeur en 2004.

Si les problèmes entre dirigeants et actionnaires ont pour origine l'asymétrie informationnelle pouvant profiter aux dirigeants pour investir les cash-flows de l'entreprise dans des projets non rentables, les conflits entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires proviennent principalement de la séparation entre propriété et contrôle. Ces derniers se trouvent principalement dans les pays où la propriété des entreprises est concentrée (Ginglinger, 2002). Lorsque le capital est concentré dans les mains de quelques

⁷ Votée par le Congrès en juillet 2002 et ratifiée par le président Bush le 30 du même mois, la loi Sarbanes-Oxley (SOX) a été adoptée le 29 août 2002, avec la volonté d'obliger les dirigeants des entreprises cotées à assumer l'entière responsabilité des actes réalisés au sein de leur organisation. Compte tenu de l'implication des dirigeants d'Enron et de WorldCom dans les fraudes découvertes, cette loi apporte une innovation majeure dans le domaine de la responsabilité des dirigeants vis-à-vis des comptes publiés par les entreprises en instaurant l'approbation et la certification personnelle des rapports financiers par le directeur général et le directeur financier, ainsi qu'un durcissement des sanctions pénales pouvant atteindre 25 ans d'emprisonnement en cas de fraude. La promulgation très rapide de cette loi a eu pour objectif de reconquérir la confiance des investisseurs du pays. En complément, la loi Sarbanes-Oxley vise également à assurer la fiabilité des données financières transmises aux investisseurs, et donne une place primordiale à la transparence des informations et à l'indépendance des auditeurs. Guidée par trois grands principes, soit l'exactitude et l'accessibilité de l'information, la responsabilité des gestionnaires et l'indépendance des vérificateurs, la loi vise à :

- Établir un nouvel organe indépendant de surveillance et de réglementation, le « Public Company Accounting Oversight Board » qui contrôle la profession comptable et veille à l'application des standards d'audit ;
- Assurer l'indépendance des commissaires aux comptes ;
- Améliorer les contrôles internes des entreprises émettrices afin d'assurer la qualité et la fiabilité des informations financières ;
- Faciliter la diffusion des communiqués au public dans les plus brefs délais ;
- Augmenter la transparence comptable et financière ;
- Renforcer les principes du gouvernement d'entreprise ainsi que les obligations de la direction et des membres du conseil d'administration ;
- Renforcer les sanctions au civil et au pénal ;
- Assurer l'indépendance des analystes financiers.

actionnaires, tel est le cas des entreprises françaises, les coûts d'agence résultent de la présence de conflits d'intérêts entre les actionnaires de contrôle et minoritaires. Contrairement au contexte anglo-saxon, la majorité des entreprises dans les pays de l'Europe⁸ et de l'Asie sont dominées par des actionnaires de contrôle, souvent des familles, qui détiennent généralement des droits de vote en excès des droits aux flux futurs. Cette séparation entre la propriété et le contrôle est réalisée à travers l'émission de deux classes d'actions assorties de droits de vote différenciés, l'organisation des entreprises selon des structures pyramidales et les participations croisées (La Porta et al., 1999). Les actionnaires minoritaires seront donc lésés. En France, les actionnaires peuvent recevoir des actions à droit de vote double. Ce droit accroît la séparation entre la propriété et le vote, et accentue par conséquent le problème d'agence⁹ émergeant du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires (La porta et al., 1999).

Les travaux de La Porta et al. (1997 à 2000) ont largement contribué à expliquer les disparités entre les différents systèmes financiers en développant une approche du gouvernement d'entreprise basée sur la protection juridique des investisseurs. Ainsi, pour La Porta et al. (2000) la protection des droits des actionnaires constitue le pilier de toute structure financière. Néanmoins, certains autres auteurs réfutent l'idée de la présence d'une relation entre les règles de droit et la structure financière et soutiennent plutôt la thèse de neutralité du droit. Selon celle-ci, le contenu des règles est sans effet sur l'affectation des ressources dans la mesure où, quelque soit la nature des règles, la négociation conduit toujours à un optimum, soit directement entre les parties, soit indirectement par l'intermédiaire du juge. En se basant sur la théorie de l'incomplétude des contrats, La Porta et al. ont remis en cause l'idée posée a priori et soutenue selon laquelle le système juridique n'est pas sans effet sur la structure

⁸ Selon Ginglinger (2002), hormis les plus grandes d'entre elles, la plupart des entreprises françaises ont un actionnariat concentré.

⁹ Selon le travail pionnier de Jensen et Meckling (1976), la théorie de l'agence traite particulièrement des conflits d'intérêt entre actionnaires externes et dirigeants au sein de la firme managériale qu'il convient de minimiser. Dans ce cas, une augmentation des droits de propriété interne peut assurer un alignement de leurs intérêts, et cet actionnaire majoritaire sera moins incité à prendre des décisions nuisant à l'intérêt de la firme puisqu'il va supporter une partie importante des coûts. D'après Shleifer et Vishny (1986), la présence d'un actionnaire majoritaire peut constituer une solution efficace à ce problème d'agence. Elle peut en effet apporter réponse au problème de passager clandestin « free rider » inhérent aux structures à actionnariat dispersé où chaque actionnaire aurait plutôt une attitude passive et ne sera pas incité à engager des efforts de contrôle bénéficiant aux autres (Grossman et Hart, 1980). Mais cela ne veut pas dire que les problèmes d'agence disparaîtront avec l'augmentation de concentration de propriété. Shleifer et Vishny (1997) stipulent par ailleurs que les détenteurs de blocs d'actions peuvent représenter leurs propres intérêts, lesquels ne coïncident pas forcément avec les intérêts des autres actionnaires. Les actionnaires de contrôle enracinés peuvent donc infliger des coûts importants aux minoritaires sous forme de redistribution de richesse puisque les droits de vote qu'ils détiennent leur permettent d'exercer une influence notable sur l'ensemble des décisions prises par l'entreprise.

financière des entreprises. Ces auteurs parviennent au résultat que les pays où les investisseurs sont mieux protégés sont également ceux où les marchés de capitaux sont les plus actifs et les plus liquides. Ces auteurs montrent que le système juridique (anglo-saxon, français, allemand, ou scandinave), le contenu des règles et leurs conditions d'application influencent non seulement le degré de protection accordé aux investisseurs, mais aussi le niveau de développement des marchés financiers¹⁰.

En soulignant l'impact déterminant du droit sur le financement et la gouvernance des entreprises, le courant droit et finance met en perspective l'idée de la supériorité du système de droit commun britannique sur le système de droit civil français. Malgré son influence, ce courant de recherche repose sur des fondements théoriques et méthodologiques supposés fragiles¹¹. Plusieurs travaux récents prônent une approche moins ambitieuse de l'interaction droit-finance reposant sur l'analyse microéconomique des relations entre les règles juridiques, les pratiques de gouvernance des entreprises et la forme des contrats de financement.

Les limites de la théorie juridique de la protection des investisseurs de La Porta et al. ont été signalées par Roe (2000)¹². Celui-ci conteste le rôle unique donné à l'environnement légal et institutionnel dans la présence de structures de contrôle de majoritaires ou au contraire dans la détermination d'un actionnariat dispersé. L'analyse de Roe permet de dépasser le déterminisme un peu univoque de la théorie juridique de la protection des investisseurs

¹⁰ Traditionnellement, on oppose les systèmes juridiques de droit commun (basé sur la jurisprudence) et de droit civil. L'approche de La Porta et al. (1998) souligne que l'essentiel des différences entre les systèmes de gouvernance résulte des écarts dans la nature des obligations légales des dirigeants vis-à-vis des investisseurs ainsi que des différences dans la façon dont les tribunaux font appliquer et interprètent ces obligations. Selon eux, les systèmes reposant sur le droit civil auraient une qualité de protection légale des investisseurs et d'application des lois plus faible que les systèmes de droit commun. En d'autres termes, La Porta et al. supposent que les pays de droit civil sont caractérisés par un plus faible niveau d'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise.

¹¹ La « supériorité » du système de droit anglo-saxon est évidemment contestable. Elle se fonde sur l'idée que la qualité institutionnelle se résume au contenu des règles de droit (en l'occurrence au niveau de la protection des investisseurs). De ce point de vue, il n'est pas certain que le constat de la possibilité pour un actionnaire américain de voter à distance alors que la plupart des actionnaires en Europe se voient dépourvus de cette possibilité suffise à décrire correctement les différences entre les systèmes juridiques. Étudier le rôle du droit suppose intégrer dans l'analyse les conditions de production des règles, ainsi que leurs modalités de mise en oeuvre. C'est d'ailleurs plus à ce niveau que se situent les principales différences entre les traditions juridiques (degré de formalisme, rôle des tribunaux, place du législateur, traitement de l'information, ...).

¹² Roe (2000) a pris acte des constats de La Porta et al. (1999) et distingue, lui aussi, les États-Unis où la grande firme cotée à l'actionnariat peu concentré domine celle de l'Europe Continentale où l'actionnariat est concentré. Cependant, il apporte une explication en des termes politiques et non juridiques. Selon cet auteur, l'explication politique prend le pas sur l'explication juridique. De nombreux pays, tels l'Allemagne ou la France, ont une bonne législation contractuelle sans qu'il n'y ait beaucoup d'entreprises cotées. De même, des lois favorables à l'actionnariat ne constituent pas un pré-requis historique comme le développement américain le montre (les lois américaines datent de 1933 et 1934 après l'expansion des entreprises cotées et de l'actionnariat diffus).

minoritaires de La Porta et al., elle permet de souligner l'efficacité économique du modèle groupe de contrôle/actionnariat extérieur qui peut expliquer la coexistence de situations très diverses entre pays et au sein de différents pays. Une interprétation alternative de la faible protection des investisseurs en Europe Continentale comparée aux États-Unis et au Royaume-Uni a été signalée par Pagano et Volpin (2005)¹³. Ces auteurs développent une théorie politique visant à endogénéiser le degré de protection des investisseurs qui résulterait de compromis politiques entre les entrepreneurs (les familles fondatrices des grandes entreprises) et les dirigeants d'un côté et les syndicats ouvriers de l'autre, au détriment des investisseurs¹⁴.

Par ailleurs, la protection des investisseurs est un mécanisme externe efficace du gouvernement d'entreprise dans la mesure où l'environnement légal est capable de limiter les agissements opportunistes des dirigeants ou des actionnaires de contrôle. L'étude de La Porta et al. (1998) montre que le niveau de protection des investisseurs est lié à la tradition du système juridique des pays. Selon leur analyse, les droits des investisseurs sont uniformes entre toutes les entreprises d'un même pays, ce qui veut dire qu'elles sont incapables de développer des stratégies pour échapper aux conditions défavorables de leur contexte.

Il est important de signaler que si La Porta et al. soutiennent l'idée que « les marchés ne peuvent pas se développer en l'absence d'un système légal protégeant l'investissement financier », d'autres auteurs comme Coffee (2002) proposent une vision opposée en disant qu'il existe des mécanismes de substitution de nature privée qui sont apparus pour offrir cette protection. Autrement dit, le système juridique importe non pas en offrant une technique de protection des droits des investisseurs, mais en tant que cadre permettant aux modes de régulation privés de se développer de façon décentralisée, facilitant ainsi le développement des marchés financiers (Charreaux, 2004). En particulier, Coffee (1999, 2002) stipule que les entreprises d'un même contexte institutionnel peuvent se différencier quant à la protection de leurs investisseurs. L'argument qui prévaut est que les entreprises, localisées dans des pays

¹³ À l'appui des développements de Roe (2000), Pagano et Volpin (2005) stipulent que le cœur du débat se situe entre la protection des investisseurs et celle des salariés. Certains pays, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, privilégient la protection des investisseurs, d'autres, comme en Europe Continentale, la sécurité de l'emploi.

¹⁴ Face à la thèse « politique » développée par les chercheurs (la tradition juridique romano-germanique favoriserait la mise en place d'institutions juridiques renforçant le pouvoir des États au détriment des droits individuels alors que le droit commun irait dans l'autre sens, contribuant ainsi au développement économique), une autre piste séduisante considère la capacité d'adaptation des systèmes juridiques aux changements de l'environnement économique (Beck et Levine, 2004). Selon la thèse de « l'adaptabilité », les traditions juridiques qui évoluent rapidement pour réduire l'écart entre les besoins de l'économie et les capacités du système juridique contribueraient significativement au développement économique et financier des nations.

offrant une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires, peuvent se soustraire des conditions peu favorables de leur environnement en soumettant leurs actions à la négociation sur des bourses américaines.

En général, ces arguments ont été corroborés par plusieurs études empiriques. Une des plus récentes études sur le sujet est celle de Karolyi expose ensuite les plus récentes observations effectuées sur les avantages de la multicotation pour l'entreprise, insistant principalement sur les effets du « legal bonding », l'hypothèse de « crédibilité par association ». Cette théorie prône que les entreprises multicotées vont profiter d'un cadre juridico-financier plus contraignant pour améliorer leur système de gouvernance. Elle stipule aussi, que la loi, et particulièrement américaine, est un facteur significatif influençant les mouvements d'actionnariat internationaux et contribue à l'amélioration du gouvernement d'entreprise. Par voie de conséquence, l'amélioration en termes de protection des droits des actionnaires minoritaires et de transparence de l'information a un impact certain sur la qualité perçue de l'entreprise multicotée.

En outre, notre recherche s'appuie sur la littérature portant sur la valeur de l'entreprise multicotée en fonction de son gouvernement d'entreprise (Becht et al., 2003 ; Dennis et McConnell, 2003). Il existe selon ce courant une forte interaction entre le gouvernement d'entreprise et la valeur des entreprises multicotées ainsi que le bénéfice des actionnaires minoritaires d'un meilleur gouvernement d'entreprise (Doidge et al., 2004 ; Durnev et Kim, 2005 ; Dahya et al., 2008 ; Aggarwal et al., 2009). Certains travaux mettent en perspective le rôle joué par les investisseurs institutionnels. Bushee et al. (2008) trouvent que la présence des investisseurs institutionnels américains est associée à une amélioration des droits des minoritaires. McCahery et al. (2009) stipulent que les investisseurs institutionnels s'engagent de plus en plus dans l'activisme des actionnaires. D'autres études examinent la préférence des institutionnels d'un seul pays de destination (Japon dans Khang et Stulz, 2005 ; Suède dans Dahlquist et Robertsson, 2001 et dans Giannetti et Simonov, 2006), d'un seul pays d'origine (les États-Unis dans Aggarwal et al., 2005 ; leuz et al., 2009). Dans l'étude réalisée par Aggarwal et al. (2009), les investisseurs institutionnels affectent les mécanismes de gouvernance des entreprises. Les institutionnels domestiques jouent un rôle prédominant dans l'amélioration du gouvernement d'entreprise dans les pays à forte protection des droits des actionnaires minoritaires (entreprises américaines). Contrairement aux institutionnels domestiques, la présence des institutionnels étrangers a un effet positif sur les mécanismes de

gouvernement d'entreprise dans les pays de droit civil. Dans ces pays, offrant une protection inadéquate aux minoritaires, les investisseurs institutionnels domestiques cherchent plutôt à partager les bénéfices privés du contrôle (Gillan et Starks, 2003 ; Stulz, 2005 ; Ferreira et al., 2009). D'autres recherches, exposent le rôle central des investisseurs institutionnels étrangers à faciliter les fusions-acquisitions. Pour un échantillon composé de 3 329 fusions-acquisitions de 26 pays durant la période 2000-2005, Ferreira et al. (2010) montrent que la propriété institutionnelle, notamment celle des étrangers, est associée à une activité importante des fusions-acquisitions internationales.

4- Structure globale de la thèse

Notre thèse traitant de la performance boursière des entreprises multicotées sera organisée en deux parties. Une première partie théorique, composée de trois chapitres, est consacrée au développement théorique des concepts et des prédictions. Le premier chapitre a pour objectif de conduire une étude exploratrice dont l'objectif est de faire une synthèse de la littérature traitant de la cotation à l'étranger. La première section de ce chapitre présente les techniques de multicotation. La deuxième section analyse les motivations des investisseurs et des entreprises à être cotées dans des marchés étrangers en mettant en perspective les avantages et les coûts de cette multicotation. La troisième section examine le rôle de la cotation à l'étranger dans les stratégies de globalisation. Finalement, la quatrième section examine l'impact de cette multicotation sur l'environnement financier et concurrentiel de l'entreprise multicotée.

Dans le deuxième chapitre, nous décrivons l'impact de la cotation à l'étranger sur le degré de protection des actionnaires minoritaires. La première section de ce chapitre met en évidence l'interaction entre la protection des actionnaires minoritaires et la multicotation. Cette relation est jugée ambiguë par plusieurs chercheurs. La deuxième section étudie l'incidence de la multicotation sur la capacité des actionnaires de contrôle à extraire des bénéfices privés du contrôle. Dans cette section, nous nous intéressons aux dirigeants et aux actionnaires de contrôle qui doivent trouver un équilibre entre la perte de ces bénéfices privés, les avantages d'accès aux marchés extérieurs et l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. La troisième section analyse l'impact de la structure de propriété et de contrôle sur la décision de multicotation.

Le troisième chapitre analyse la performance boursière des entreprises cotées à l'étranger. La première section de ce chapitre analyse l'impact de la cotation à l'étranger sur la valeur des entreprises. L'effet de la multicotation sur les cours des actions est abordé dans la deuxième section. Une troisième section examine l'impact de la structure de propriété sur la valorisation des entreprises multicotées. Finalement, la quatrième section étudie la relation entre la performance des entreprises et le choix des places boursières.

La partie opérationnelle débute par un premier chapitre consacré à l'exposé du protocole méthodologique : les procédures d'échantillonnage, choix de mesure des variables et construction du modèle. À ce niveau, le choix méthodologique a, sans doute, des conséquences sur l'analyse empirique réalisée. Notre méthodologie suit une démarche hypothético-déductive. Cette dernière se résume en cinq phases : rappel des différentes hypothèses à tester, description des procédures de sélection de l'échantillon et de collecte des données, présentation des méthodes d'analyse de ces données et discussion et interprétation des résultats. Il s'agit de créer par déduction un cadre d'analyse de l'impact du choix du mode de multicotation sur la performance boursière des entreprises.

L'objectif visé par cette recherche est de tester la relation entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises, sachant que le choix du mode de multicotation est déterminé par les mécanismes de gouvernance des entreprises. Afin de tester la plausibilité de nos hypothèses émises dans la partie théorique, nous nous basons sur un échantillon composé de 200 entreprises provenant de 28 pays pendant une période de 5 ans, de l'année 2002 jusqu'à l'année 2006. Nous distinguons deux groupes d'entreprises en fonction de la tradition légale de leurs pays d'origine. Un premier groupe composé de 100 entreprises originaires des pays de droit commun et un deuxième groupe composé de 100 entreprises domiciliées dans des pays de droit civil. Pour fournir des éléments de réponse à notre problématique et tenir compte du problème d'endogénéité entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises, il y est proposé de tester les hypothèses par un modèle de type Heckman à deux étapes avec intégration dans le modèle de valorisation des entreprises multicotées de l'*Inverse Mills Ratio* issu du modèle de choix du mode de multicotation.

Le deuxième et dernier chapitre de notre thèse présente les statistiques descriptives et commente les résultats empiriques de l'étude. Nos résultats empiriques révèlent plusieurs

points importants qui mettent en exergue des différences entre le contexte commun et civil. Il est montré que la décision de s'introduire dans une bourse américaine est une décision complexe dépendant de plusieurs mécanismes de gouvernement d'entreprise (le degré de protection des actionnaires minoritaires, les caractéristiques des pays d'origine, la dispersion du capital et la propriété institutionnelle) qui affectent le choix d'un mode de cotation plutôt qu'un autre. L'étude comparative montre que les entreprises provenant des pays de droit civil ne s'introduisent pas dans les bourses américaines pour des raisons similaires à celles des entreprises provenant des pays de droit commun. La cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 conduit à une meilleure valorisation des entreprises multicotées provenant des pays de droit civil. Toutefois, le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 n'a aucun effet sur la valorisation des entreprises originaires des pays de droit commun. L'intégration des marchés de capitaux parmi les pays de droit commun (les États-Unis est l'un de ces pays) est arrivée à un stade avancé. Les résultats de l'analyse du groupe composé de 100 entreprises cotées dans des pays de droit civil montrent que les entreprises, provenant des pays de droit civil français, sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines, connues pour leurs réglementations rigoureuses en matière de protection des investisseurs.

La conclusion générale de la thèse présente une synthèse théorique et empirique des résultats les plus significatifs de la recherche. Ensuite, nous discuterons les limites de notre étude et nous ferons des suggestions pour des recherches futures.

Première partie :

*Positionnement théorique de la
recherche*

La première partie de cette thèse constitue une étude exploratrice des recherches théoriques antérieures traitant la décision de multicotation et ses conséquences sur la valorisation des entreprises. En mettant en évidence le rôle de la protection légale des actionnaires minoritaires dans notre interprétation, nous vérifions l'hypothèse d'une meilleure valorisation des entreprises suite à la cotation sur une bourse étrangère à plus forte protection des minoritaires, comme celle des États-Unis.

L'étude des motivations de la cotation des entreprises étrangères aux États-Unis a donné lieu à une littérature abondante, en particulier depuis 1998 sous l'impulsion de Karolyi. L'impact principal de la cotation sur un marché américain serait ainsi une meilleure valorisation des titres des entreprises multicotées (Doidge et al., 2004). Un aspect essentiel de la multicotation entre en jeu dans cette problématique de valorisation est le choix du mode de multicotation.

La concurrence instaurée par la multicotation entre les différentes places boursières conduirait à une plus grande intégration des marchés (Mittoo, 2003). L'accès à une base d'actionnaires potentiels élargie permet de limiter le « home bias »¹⁵ (King et Segal, 2003) et de développer à la fois la liquidité des titres multicotés et la profondeur du marché pour ces titres (Karolyi, 1998 ; Foerster et Karolyi, 1999). À travers l'impact favorable de la multicotation, une entreprise étrangère cotée aux États-Unis bénéficierait ainsi d'un coût du capital réduit (Karolyi, 1998 ; Stulz, 1999 ; Errunza et Miller, 2000). Certains auteurs insistent plus particulièrement sur l'évolution de la quantité et de la qualité de l'information disponible sur une entreprise confrontée aux exigences du marché américain. Plusieurs auteurs parlent de « bonding hypothesis », ou hypothèse de « crédibilité par association », pour décrire l'attitude d'une entreprise étrangère souhaitant se soumettre aux standards américains exigeants en termes de comptabilité, de transparence voire aussi de protection des actionnaires minoritaires (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge, 2004 ; King et Segal, 2004 ; Doidge et al., 2007). La réduction des coûts d'agence et de l'asymétrie d'information entre investisseurs et dirigeants et/ou actionnaires de contrôle, ainsi que l'effet de signal d'une cotation aux États-Unis permettent de réduire la prime de risque sur les actions considérées (Reese et Weisbach, 2002), et créer ainsi de la valeur pour les actionnaires (Doidge et al.,

¹⁵ Biais provenant du fait que les investisseurs surinvestissent généralement dans des entreprises de leur nationalité. Ainsi par exemple, les français investissent à 80 % dans des actions françaises, alors qu'au niveau mondial les actions françaises représentent 5 % de la capitalisation boursière mondiale.

2004). Cette revue de la littérature récente relative à la multicotation met en évidence l'intérêt porté par les chercheurs aux problématiques de marchés soulevées par ces instruments (liquidité, coût du capital, intégration des marchés, efficacité informationnelle, protection des droits des actionnaires minoritaires et valorisation des entreprises). Dès lors, il existe une relation positive entre multicotation et valeur d'entreprise (Doidge et al., 2007).

Il est important d'évoquer le rôle central des investisseurs institutionnels dans l'amélioration du gouvernement d'entreprise et la valorisation des entreprises multicotées. En fait, le rôle des investisseurs institutionnels domestiques et celui des étrangers divergent. Les études récentes réalisées par Ferreira et Matos (2008) et par Aggarwal et al. (2009) mettent en perspective l'impact positif de la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital sur la valorisation des entreprises multicotées. En particulier, Aggarwal et al. (2009) constatent que la valeur de marché de l'entreprise multicotée est liée positivement à la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers et négativement liée au pourcentage du capital détenu par les actionnaires de contrôle. Si la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers est élevée, ils peuvent demander à l'équipe dirigeante d'améliorer la gouvernance d'entreprise et privilégier la valeur actionnariale. Ceci permet de protéger les investissements des actionnaires minoritaires en évitant le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle. Ces constats permettent d'expliquer pourquoi les capitaux des investisseurs institutionnels étrangers influent positivement sur la performance boursière des entreprises multicotées. Contrairement à l'activisme des institutionnels étrangers, la présence des investisseurs institutionnels domestiques dans le capital a un effet négatif sur la valorisation des entreprises multicotées (Ferreira et Matos, 2008).

Chapitre I :

Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger

<u>SECTION 1 - TECHNIQUES DE MULTICOTATION</u>	26
1- <i>Inscription directe des titres</i>	27
2- <i>Programmes d'émission de certificats d'actions étrangères</i>	28
<u>SECTION 2 - MOTIVATIONS ET COUTS DE LA COTATION A L'ETRANGER</u>	35
1- <i>Motivations des investisseurs</i>	36
2- <i>Motivations des entreprises</i>	37
3- <i>Coûts de multicotation</i>	42
<u>SECTION 3 - ROLE DE LA COTATION A L'ETRANGER DANS LES STRATEGIES DE GLOBALISATION</u>	45
1- <i>Financement des investissements</i>	46
2- <i>Fusions et acquisitions</i>	47
3- <i>Privatisation des entreprises</i>	49
<u>SECTION 4 - IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR L'ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE</u>	51
1- <i>Impact de la multicotation sur le marché étranger</i>	51
2- <i>Impact de la multicotation sur le marché domestique</i>	53
3- <i>Impact de la multicotation sur les entreprises concurrentes</i>	54
<i>Conclusion du chapitre</i>	55

Depuis le début des années 1980, les marchés financiers ont connu sur le plan mondial une forte croissance en termes de capitalisation. Cette croissance résulte toutefois davantage d'effets de valorisation que de progressions des émissions de capital. L'ouverture internationale des bourses de valeurs mobilières n'est pas récente. Depuis longtemps, bon nombre d'entreprises utilisent parallèlement leur marché domestique et des marchés étrangers pour procéder à leurs émissions de titres.

Le phénomène de multicotation a attiré l'attention de plusieurs chercheurs qui se sont essentiellement intéressés aux motivations des entreprises à inscrire leurs titres dans des bourses étrangères. L'importance de ce phénomène nous conduit à nous poser une question primordiale à savoir : pourquoi ce soudain intérêt des grandes entreprises à être cotées dans les marchés internationaux ?

La multicotation a une dimension internationale permettant d'accompagner le développement des entreprises à l'étranger. Ce développement est accompli par le renforcement de la notoriété dans le cadre d'une stratégie d'implantation, l'élargissement de la base de l'actionnariat, les facilités pour procéder à des fusions-acquisitions transfrontières et l'accès à des marchés secondaires très liquides. Une telle stratégie est d'autant plus souhaitable que le montant des capitaux levés est important dans la mesure où elle permet de réduire le risque de l'entreprise de faire face à une saturation du marché domestique. Cette saturation contraindrait l'entreprise à réduire le prix proposé et ainsi sa capacité à lever des fonds. Récemment, les travaux de recherche mettent en évidence la protection des actionnaires minoritaires comme étant la principale motivation de multicotation. La seule contrainte repose sur la nécessité pour les entreprises de se conformer aux exigences du marché d'accueil. Avec la mobilité internationale du capital et l'harmonisation des normes comptables et des réglementations internationales, la multicotation perd progressivement de son intérêt.

Ce chapitre constitue une étude exploratrice dont l'objectif est de faire une synthèse de la littérature portant sur la cotation à l'étranger. La première section décrit les principales techniques de cotation à l'étranger et leur niveau respectif d'exigence. La deuxième section s'intéresse aux motivations de la cotation à l'étranger et à l'intérêt qu'elle peut revêtir ainsi que les coûts d'une telle décision. Le rôle de la multicotation dans les stratégies de

globalisation est analysé dans la troisième section. La quatrième section examine l'impact de la multicotation sur l'environnement financier et concurrentiel de l'entreprise.

Section 1 - Techniques de multicotation

Toute entreprise doit financer ses activités en envisageant plusieurs sources de financement. Si l'entreprise crée assez de profits, elle va se financer par les sources internes. Autrement, elle peut choisir entre le financement par dettes ou par actions. Auparavant, la plupart des entreprises se contentaient d'inscrire leurs titres dans la bourse de leurs pays d'origine (Coffee, 2002). Face aux contraintes de financement (spécialement dans les marchés émergents), les entreprises cherchent, de plus en plus, à être cotées dans des marchés étrangers.

Les trois principaux marchés américains constituent les plus importants marchés internationaux qui sont : la bourse de New York (NYSE)¹⁶, l'American Stock Exchange (AMEX)¹⁷ et le National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)¹⁸. En Europe, les plus importantes places boursières sont : Amsterdam, Bruxelles, Francfort, Londres, Madrid, Milan, Paris, ... Vers la fin de l'année 1980, la bourse de Londres (LES) est devenue la place boursière privilégiée de la majorité des entreprises européennes. Elle domine ainsi toutes les autres bourses européennes. L'admission des titres à la cote d'un pays étranger se fait par inscription directe tout comme une cotation ordinaire. Les entreprises ont aussi la possibilité de participer à un programme d'émission de certificats d'actions étrangères (Depositary Receipts, DRs).

¹⁶ NYSE (New York Stock Exchange) est la bourse de New York considérée comme la plus importante et la plus ancienne des bourses américaines. À l'instar du premier marché de la bourse de Paris, ce marché est réservé aux entreprises ayant les plus fortes capitalisations des États-Unis. Des valeurs de renommée internationale, implantées dans le monde entier et issues de secteurs divers telles que : General Motors, Ford, American Express, Coca Cola, ... sont cotées sur ce marché.

¹⁷ L'AMEX (American Stock Exchange) est le second marché new-yorkais. C'est le plus important marché d'actions après le NYSE, mais il ne représente pourtant qu'un volume de transactions équivalent à 10 % de celui du NYSE. Les entreprises cotées sur l'AMEX sont de taille plus réduite que celles cotées sur le NYSE. L'AMEX a permis à de nombreuses valeurs étrangères d'être cotées sur les marchés américains et notamment, une grande majorité de titres canadiens. Cette ouverture vers l'international a été en grande partie initiée à cause de la forte concurrence du NYSE et du NASDAQ.

¹⁸ NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) est un réseau d'information télématique et de cotation des entreprises créé par l'association des courtiers aux États-Unis. Il se distingue des bourses traditionnelles par l'utilisation des technologies modernes d'information, informatique et télécommunication permettant d'effectuer des transactions automatisées sur écran. Ce marché regroupe majoritairement des valeurs des nouvelles technologies, des biotechnologies et des entreprises à fort potentiel de croissance.

1- Inscription directe des titres

À une extrémité du spectre, se trouve la cotation ordinaire la plus prestigieuse qui impose le plus d'exigences. Une entreprise qui souhaite l'admission de ses titres à la cote d'un autre pays doit satisfaire certains critères minimaux établis par la bourse étrangère. Ainsi, sa capitalisation boursière et certaines variables comptables doivent atteindre une taille minimale. L'entreprise doit également se conformer aux conditions imposées par les organismes de réglementation qui exigent que les états financiers soient retraités selon les normes et les principes prescrits par les instances comptables locales. L'entreprise doit prendre des dispositions aux fins de la compensation et du règlement des transactions dans le pays où elle veut inscrire ses titres (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004).

Dans les faits, seules les entreprises originaires du Canada, et plus rarement de certains pays tels que Israël, Hong Kong et les Pays-Bas, maintiennent une cotation directe de leurs titres aux États-Unis. Historiquement, ces pays ont mis en place des règles de fonctionnement de leurs marchés financiers et des normes comptables proches des réglementations américaines (Cochrane et al., 1996 ; Foerster et Karolyi, 1999 ; King et Segal, 2003). Ainsi, une cotation ordinaire sur une place financière américaine pour ces entreprises répond aux mêmes exigences que celles imposées aux entreprises américaines. Ce procédé a cependant été simplifié en 1991 par le « Multi Jurisdictional Disclosure System » (MJDS) qui permet aux entreprises canadiennes de s'affranchir des formulaires de l'autorité boursière américaine (SEC) et de présenter des documents canadiens dans le cadre des publications d'informations requises par la commission de régulation américaine.

Une autre catégorie d'entreprises étrangères peut être contrainte d'établir une cotation ordinaire directe aux États-Unis si deux conditions sont remplies soit 50 % ou plus des actions de l'entreprise concernée sont détenues par des citoyens américains, soit le siège social de l'entreprise concernée est situé aux États-Unis, ou plus de la moitié des cadres dirigeants de l'entreprise sont des citoyens américains, ou plus de 50 % des actifs de l'entreprise sont situés aux États-Unis.

La réaction des entreprises ne s'est pas fait attendre. Depuis novembre 1998, les entreprises européennes n'inscrivent plus leurs titres directement dans des bourses

américaines. La plupart des cotations sur les marchés américains sont désormais réalisées par le biais des programmes d'émission de certificats d'actions étrangères.

2- Programmes d'émission de certificats d'actions étrangères

Par définition, un programme d'émission de certificats d'actions étrangères (DR) est un certificat nominatif négociable émis sur un marché étranger. Habituellement, il matérialise la propriété d'un titre de participation d'une entreprise multicotée¹⁹. Cependant, il peut aussi matérialiser une dette d'une entreprise cotée dans un marché étranger. Ces DRs sont ainsi émis lorsqu'une entreprise souhaite que ses actions (ou dettes) soient échangées sur une bourse étrangère.

À travers les DRs, les investisseurs peuvent détenir des titres d'une entreprise étrangère sans se déplacer dans les marchés extérieurs (Holicka, 2004). Ils leur permettent d'acheter, de garder ou de vendre les titres étrangers sans l'obligation de les posséder physiquement (tout en recevant des dividendes, voire exerçant un droit de vote). Ils contribuent, aussi, à l'abolition des barrières à l'entrée que les investisseurs étrangers font face, particulièrement dans les marchés émergents. Ainsi, le nombre d'investisseurs potentiels qui manifestent leur intérêt aux DRs ne cesse d'augmenter. Dès lors, les investisseurs sont capables de faire librement des transactions sur les marchés étrangers conformément aux conventions réglementaires et éviter les problèmes liés à la conversion de monnaie. En outre, les DRs permettent aux investisseurs institutionnels d'investir au niveau international et de contourner les obstacles liés à l'achat ou à la vente en dehors de leur marché domestique.

Il existe plusieurs appellations pour désigner les DRs. Les principales sont : les certificats américains d'actions étrangères (ADRs), les certificats mondiaux d'actions étrangères (GDRs) et les certificats européens d'actions étrangères (EDRs)²⁰. Un exemple d'instrument qui représente la dette est le certificat américain des dettes étrangères (American Depositary Debentures, ADDs) (Holicka, 2004).

¹⁹ Il est impératif de signaler qu'un DR ne représente qu'une fraction ou un multiple de la valeur de l'action sous-jacente de l'entreprise multicotée et qu'un DR peut être à tout moment retiré de la circulation et reconverti en action.

²⁰ La différence entre ADRs, GDRs et EDRs réside au niveau du nom. Le choix est généralement dicté par des considérations de marketing et par la place où l'offre est réalisée (à chaque marché correspond un nom commun).

2-1- Certificats américains d'actions étrangères (American Depositary Receipts, ADRs)

Les premiers certificats américains d'actions étrangères (ADRs) ont été créés par J.P. Morgan en 1927 en réponse à une loi votée au Royaume-Uni interdisant l'enregistrement et l'échange des titres d'entreprises britanniques à l'étranger²¹. Adaptés par l'autorité boursière américaine (la Securities and Exchange Commission, SEC) en 1955, ils ont connu une véritable explosion dans les années 1990, et constituent aujourd'hui un instrument privilégié d'investissement dans les entreprises étrangères pour les acteurs financiers américains. Les ADRs sont également le principal moyen utilisé par les entreprises étrangères pour établir une cotation aux États-Unis. La taille et la renommée du marché américain ont en fait une destination privilégiée des entreprises.

Les ADRs sont des certificats négociables émis aux États-Unis par une banque américaine²². Ils représentent une quantité déterminée d'actions sous-jacentes et certifient qu'un certain nombre d'actions étrangères a été déposé dans l'une des succursales étrangères de cette banque, ou bien qu'une autre institution financière dans le pays d'origine de ces titres en a la garde. La banque dépositaire fait office d'agent de transfert et d'agent comptable des registres. Elle s'occupe notamment de l'inscription des détenteurs de certificats et du règlement des transactions effectuées par les courtiers. La banque émettrice se charge de verser aux détenteurs la contre-valeur en dollars américains des dividendes reçus en devise étrangère. Les entreprises intéressées par l'émission de ces certificats peuvent choisir parmi les trois niveaux de cotation, comportant chacun ses propres exigences en matière de divulgation d'informations comptables et financières (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004).

²¹ L'annexe 1 présente l'historique des certificats d'actions étrangères.

²² En émettant des ADRs, les banques américaines (tel que J.P. Morgan) prennent les actions étrangères en dépôt et mettent en échange des certificats en circulation. En 1985, il y a eu la création de trois niveaux d'ADRs. En avril 1990, un nouvel instrument a été adopté révisé par la règle 144A. Ces ADRs sont enregistrés auprès de l'autorité boursière américaine (Securities Exchange Commission, SEC), cotés et valorisés en dollars américains. L'offre s'est considérablement élargie depuis, puisqu'elle concerne désormais plus de 2 000 entreprises dans 80 pays au moins. Les investissements américains en titres étrangers ont eux aussi explosé, de 19 milliards de dollars en 1980 à 3 270 milliards de dollars en mars 2006. Les ADRs constituent une bénédiction pour les non-américains également, puisqu'ils leur permettent d'investir relativement facilement dans des actions individuelles de marchés émergents. Investir dans les actions des marchés émergents n'est pas toujours simple. Car soit le courtier ou la banque ne permet pas d'y accéder, soit les coûts sont extrêmement élevés. C'est pour cette raison qu'il existe les American Depositary Receipts (ADRs), certificats qui se substituent aux actions d'entreprises non-américaines.

Pour l'investisseur américain, les ADRs présentent une série d'avantages. Ils sont facilement négociables en dollars et les dividendes sont eux aussi libellés dans cette monnaie. De nombreux investisseurs institutionnels sont incapables d'acquérir des titres non négociables sur un marché boursier américain, les ADRs leur permettent donc d'ajouter des actions internationales à leur portefeuille. Les ADRs constituent, en outre, une solution à moindre coût, vu que les frais de transaction applicables sont les frais domestiques (pas d'intervention de courtiers étrangers) et qu'aucun frais de change n'est pris en compte.

Il est nécessaire de distinguer les ADRs parrainés des ADRs non parrainés, selon que l'entreprise concernée en est l'initiatrice ou non²³. Les certificats américains d'actions étrangères parrainés sont émis par un dépositaire pour le compte d'une entreprise qui souhaite s'établir aux États-Unis ou y élargir son actionnariat. Le dépositaire agit donc en coopération avec l'émetteur et reçoit une commission de ce dernier. Il s'agit d'actions qui sont déjà en circulation, ou bien d'actions ayant spécifiquement été émises lors d'une offre de vente d'ADRs aux États-Unis. Ces certificats parrainés permettent aux entreprises de garder plus facilement le contrôle et d'augmenter leurs capitaux (Holicka, 2004).

Trois niveaux d'ADRs parrainés peuvent être distingués en plus du programme des placements privés réservé aux seuls investisseurs institutionnels²⁴. Les programmes d'ADRs niveau 1 et niveau 2 visent à augmenter l'activité de l'entreprise dans le marché américain. Les programmes d'ADRs niveau 3 et les placements privés sont utilisés par les entreprises pour augmenter leurs capitaux aux États-Unis. Les programmes niveau 2 et niveau 3 sont inscrits dans les bourses américaines ou cotés au NASDAQ, ils imposent donc la soumission aux exigences de l'autorité boursière américaine (SEC), contrairement aux deux autres catégories d'ADRs (ADRs niveau 1 et placements privés) (Holicka, 2004).

2-1-1- ADRs parrainés niveau 1

Les certificats américains d'actions étrangères niveau 1 (ADRs niveau 1) constituent la manière la plus simple permettant aux entreprises d'accéder aux marchés américains et

²³ Un ADR non parrainé est un certificat d'actions étrangères qu'un dépositaire émet sans attendre l'accord préalable de l'émetteur des actions. Les ADRs doivent désormais être parrainés par l'entreprise étrangère concernée mais certains programmes non parrainés antérieurs à 1983 existent encore.

²⁴ L'annexe 2 présente un tableau qui récapitule les principales caractéristiques des différents types d'ADRs.

susciter de l'intérêt envers leurs actions. Ces ADRs sont très intéressants pour les entreprises qui ne cherchent pas à augmenter leurs capitaux parmi le public américain ou qu'elles ne peuvent pas être cotées sur les marchés américains réglementés.

Ces ADRs sont traités sur le marché américain « Over The Counter » (OTC)²⁵ et ne peuvent servir ni à lever des fonds ni à acquérir une entreprise américaine cotée (Holicka, 2004). Ils permettent aux entreprises émettrices d'élargir et de diversifier leurs bases d'investisseurs et d'être présentes sur le marché américain.

Dans les faits, les états financiers ne sont pas obligés d'être dressés selon les principes comptables généralement admis (PCGA ou GAAP) des États-Unis²⁶ (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004). Les obligations en matière de publication des rapports sur le marché hors cote sont relativement restreintes. Permettant un accès peu contraignant au marché américain, ces certificats doivent être enregistrés auprès de la SEC grâce au formulaire F-6, mais sont généralement exemptés, par la règle 12g3-2b, des publications périodiques, en particulier du formulaire 20-F, à condition de fournir à la SEC la traduction ou le résumé en anglais de tout document transmis au public dans le pays d'origine de l'entreprise multicotée. Par ailleurs, les coûts de ces programmes sont faibles tandis que les bénéfices peuvent être assez significatifs (Holicka, 2004). Toutefois, se pose parfois le problème de la faible liquidité. Les actions sous-jacentes à certains ADRs n'étant quasiment pas négociées.

2-1-2- ADRs parrainés niveau 2

Les certificats américains d'actions étrangères niveau 2 (ADRs niveau 2) offrent l'avantage d'une cotation sur l'un des marchés américains : la bourse de New York (NYSE), au NASDAQ ou bien à l'AMEX. Ces certificats offrent à l'entreprise une meilleure notoriété, une liquidité élevée et un volume de transaction très important. Ils sont largement couverts par la presse financière américaine et par les analystes. Ils fournissent aux investisseurs plus

²⁵ C'est le marché en hors cote, non réglementé, où les transactions se concluent de gré à gré. Les actions « OTC » sont négociées par des teneurs de marché, qui annoncent des cours de vente et d'achat (Bid et Ask). Ces « cours » sont collectés et rassemblés sur des feuilles roses, les « Pink Sheets ». Ainsi, chacun peut prendre connaissance des cours affichés par les teneurs de marché. Ce système était plus ou moins efficace, présentant des problèmes de mise à jour. Actuellement, les « Pink Sheets » sont encore publiés, mais sont mis à jour quotidiennement et sur ordinateur.

²⁶ GAAP : « U.S. generally accepted accounting principles » est l'ensemble des principes comptables américains.

d'informations à propos de l'entreprise et de ses titres (Holicka, 2004). Toutefois, ils ne permettent pas la mobilisation des capitaux.

Les entreprises cotées sur un marché américain réglementé doivent être entièrement soumises aux obligations d'enregistrement et de publication des rapports imposées par l'organe de surveillance américain. Ils doivent évidemment être enregistrés auprès de la SEC (Form F-6), mais également se soumettre au « registration statement » en vertu de l'« Exchange Act »²⁷ et fournir à la SEC chaque année un rapport annuel (Form 20-F). Cependant, les informations requises par la SEC sont allégées pour les entreprises étrangères. En ce qui concerne le Form 20-F, les entreprises étrangères bénéficient de certaines exemptions relatives aux informations à fournir sur leurs différents segments d'activité, la rémunération de leurs dirigeants, l'impôt sur le revenu ou les charges de retraites. Ce rapport annuel doit être remis à la SEC dans les 180 jours suivants la clôture des comptes, contre seulement 90 jours pour les entreprises américaines. De plus, les entreprises étrangères peuvent présenter leurs comptes selon les normes comptables de leurs pays d'origine à condition de spécifier les différences existantes avec les principes comptables généralement admis des États-Unis, et de quantifier l'écart de résultat net entre les deux types de normes. Il va de soi que même les obligations d'informations périodiques sont limitées, par exemple les entreprises étrangères n'ont pas à publier de rapports trimestriels (Form 10-Q).

Par conséquent, les coûts des certificats américains d'actions étrangères ADRs niveau 2 sont très élevés. Toutefois, ces certificats permettent de faciliter l'accès aux investisseurs américains et d'accroître le cours des actions de 10 % à 15 % (Coffee, 2002).

2-1-3- ADRs parrainés niveau 3

Les certificats américains d'actions étrangères niveau 3 (ADRs niveau 3) constituent le seul programme permettant aux entreprises d'émettre des titres aux États-Unis dans le but d'augmenter leurs capitaux par une offre publique (Alanko, 2004). Ces certificats constituent

²⁷ L'« Exchange Act » porte plus spécifiquement sur le marché secondaire des titres, soit la négociation de titres déjà en circulation. Il instaure des obligations quant à la quantité d'informations périodiques à diffuser par l'émetteur, et aborde des points plus précis, tel que le délit d'initié. C'est lui qui a créé la SEC. Le rôle majeur de la SEC est d'assurer le bon fonctionnement des marchés, leur transparence et leur liquidité, en particulier grâce à l'examen des « registration statements ».

la cotation la plus coûteuse, ils sont admis à la négociation en bourse (NASDAQ, NYSE ou AMEX).

De la même façon que les ADRs niveau 2, les entreprises qui optent pour ce type d'instrument doivent satisfaire à l'ensemble des exigences du marché sur lequel ils sont cotés et se conformer aux règles de cotation de la bourse où ils seront négociés (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004). Mais comme ce programme d'ADRs permet également de réaliser des offres primaires de titres (ce qui n'est pas le cas des ADRs niveau 2), il est soumis à la réglementation sur les « Initial Public Offering » (IPO) du « Securities Act »²⁸. Si des fonds sont levés aux États-Unis à travers ce programme, les entreprises étrangères multicotées doivent également inscrire leurs actions sous-jacentes aux ADRs sous le « Form F-1 » pour l'enregistrement auprès de la SEC. Ce type de programme est un outil particulièrement adapté dans la perspective d'opérations d'acquisitions aux États-Unis. Par conséquent, les entreprises s'engagent à suivre un meilleur régime de gouvernement d'entreprise par comparaison avec celui exigé par les ADRs niveau 1 et niveau 2 (Alanko, 2004).

2-1-4- Placements privés

Ne souhaitant pas accéder aux marchés américains à travers une offre publique, les entreprises peuvent opter pour des placements privés régis par la règle 144A. En raison de la sophistication de la base des investisseurs auxquels ces placements sont destinés, les exigences d'enregistrement sont minimales. Les entreprises ne sont pas tenues de satisfaire les exigences d'informations imposées par l'autorité boursière Securities Exchange Commission (SEC), ni de réconcilier leurs états financiers avec les principes comptables généralement admis des États-Unis (Holicka, 2004).

Adoptés par l'autorité boursière américaine (SEC) et régis par la règle 144A, ces certificats constituent des placements privés de titres auprès des investisseurs institutionnels,

²⁸ Le « Securities Act » régit l'appel public à l'épargne et le marché primaire. Son caractère principal repose sur l'obligation faite à toute entreprise souhaitant l'émission de titres d'être enregistrée préalablement et de diffuser dans le public des informations susceptibles de se faire une idée sur la qualité des titres émis. En vertu du « Securities Act », toute entreprise étrangère qui établit un programme d'ADRs doit remplir le « Form F-6 » qui inclut essentiellement l'accord de dépôt et l'avis favorable du dépositaire.

des « Qualified Institutional Buyers » (QIB)²⁹, et ne bénéficient que d'une liquidité très réduite. Ces certificats sont échangés d'une manière privée sur le « PORTAL »³⁰ et ne sont éligibles à un programme d'ADRs classique que 2 ans après le dernier appel au marché à travers la règle 144A.

2-2- Certificats mondiaux d'actions étrangères (Global Depositary Receipts, GDRs)

Aux ADRs s'ajoutent les GDRs (Global Depositary Receipts), certificats destinés à obtenir des capitaux ailleurs qu'aux États-Unis. Ils offrent la possibilité aux entreprises non domestiques, basées en Europe, en Asie, aux États-Unis et en Amérique Latine, d'être cotées sur de nombreuses places mondiales. L'avantage de ces certificats pour les entreprises émettrices est qu'ils leur permettent de lever des fonds sur de nombreux marchés, et non seulement sur leur marché domestique. Les investisseurs locaux peuvent, quant à eux, acheter des actions d'une entreprise étrangère sur leur propre marché domestique, ce qui rend l'opération plus facile et moins coûteuse.

Le principal avantage des GDRs est qu'ils permettent d'augmenter le capital sur deux ou plusieurs marchés simultanément³¹. En détenant des GDRs, un investisseur possède les mêmes droits qu'un actionnaire ordinaire, mais typiquement sans droit de vote. Les droits de vote peuvent être exécutés par la banque dépositaire. Ces certificats sont valorisés soit en dollars américains soit en monnaie européenne (EUR). Cotés principalement à Londres et en Luxembourg, les GDRs sont soumis aux règles des marchés boursiers du pays où ils sont cotés. Pour être capable d'inscrire des GDRs sur les marchés américains, les entreprises doivent se soumettre aux mêmes obligations que l'émission d'ADRs, les exigences pour un placement privé et pour les nouvelles émissions comme le cas des ADRs niveau 3. Dans les autres marchés extérieurs, les exigences diffèrent d'une bourse à une autre (Holicka, 2004).

²⁹ Les QIB sont des institutions disposant d'un portefeuille d'investissement d'au moins 100 millions de dollars, considérées comme suffisamment expertes pour ne pas avoir besoin d'un avis préalable de la SEC sur les titres traités. La règle 144A a été introduite par la SEC en 1990 afin de stimuler les levées de fonds réalisées par des entreprises étrangères aux États-Unis.

³⁰ PORTAL: the Private Offerings Retail Trading Automated Linkage.

³¹ En décembre 1990, CitiBank a introduit le premier certificat mondial d'actions étrangères (GDRs), « Samsung Corporation », une entreprise coréenne, voulait augmenter ses fonds aux États-Unis par l'intermédiaire des placements privés. Cependant, elle dispose d'un certain nombre d'investisseurs européens qu'elle voulait inclure dans cette offre. Les GDRs ont permis à « Samsung Corporation » d'augmenter son capital aux États-Unis et en Europe par un seul titre émis sur les deux marchés simultanément.

2-3- Certificats européens d'actions étrangères (European Depositary Receipts, EDRs)

Valorisés en monnaie européenne (EUR), les EDRs permettent aux entreprises d'accéder aux marchés européens. Ces certificats sont émis et échangés dans les plus grandes bourses de l'Union Européen tels que : Londres, Paris, Luxembourg, Francfort, Bruxelles, Amsterdam et Vienne. Ces EDRs sont souvent émis dans le but de compléter l'émission de GDRs ou d'ADRs. Ils offrent ainsi aux investisseurs et aux entreprises émettrices l'occasion de diversifier le risque de change (Holicka, 2004).

2-4- Autres types de placements

Il existe plusieurs autres types de certificats d'actions étrangères dont nous pouvons citer : les International Depositary Receipts (IDRs) et les Dutch Depositary Receipts (DDRs). Valorisés en monnaie européenne (EUR), ces certificats sont respectivement cotés sur la bourse de Bruxelles et d'Amsterdam. Les Singapore Depositary Receipts (SDRs) sont des certificats échangés sur la bourse de Singapour. Ces derniers permettent aux entreprises qui possèdent des affaires asiatiques d'établir une présence dans ce marché important. Finalement, les American Depositary Debentures (ADDs) sont des certificats représentant la dette. Ils sont convertibles en certificats d'actions étrangères et permettent aux entreprises d'augmenter leurs capitaux à travers le financement par dette (Holicka, 2004).

Section 2 - Motivations et coûts de la cotation à l'étranger

Le phénomène de multicotation n'est pas récent, il s'est très largement développé depuis les années 1990 avec la vague de privatisation et l'internationalisation croissante des marchés. La cotation sur une bourse étrangère, notamment aux États-Unis, marque une phase très importante dans la stratégie de globalisation des entreprises. L'importance du nombre des entreprises multicotées dénote une meilleure connaissance des avantages de la cotation à l'étranger. Elle traduit l'incidence des changements technologiques et de la libéralisation des flux de capitaux par l'abolition des barrières qui séparaient les marchés de capitaux domestiques entre eux. Par ailleurs, le contexte institutionnel dans lequel s'inscrit une cotation

aux États-Unis a considérablement évolué et a renchéri de manière significative les coûts de cotation. Par conséquent, plusieurs questions primordiales se posent à savoir : quels sont les motivations des investisseurs à acquérir des titres étrangers ? Quels sont les facteurs susceptibles d'inciter les entreprises à inscrire leurs titres dans une bourse étrangère ? Et quels sont les principaux coûts engendrés par la multicotation ?

1- Motivations des investisseurs

Investir au niveau international est considéré comme la façon la plus rationnelle. L'investisseur qui n'investi pas abandonne l'occasion de réaliser un rendement plus élevé associé à un risque inférieur. Désormais, l'investissement au niveau international permet aux investisseurs d'utiliser convenablement les rendements courants potentiels des différents marchés. Il leur permet de réaliser des bénéfices de diversification globale qui éliminent le risque systématique de leurs portefeuilles. Vu la complexité de l'achat des titres dans des pays étrangers où les transactions se font à des cours différents, les investisseurs sont de plus en plus intéressés par la cotation à travers les programmes d'émission de certificats d'actions étrangères. En outre, les ADRs offrent un intérêt particulier pour les investisseurs américains et représentent une monnaie d'échange de qualité.

En tant qu'outil de diversification du portefeuille à l'international, les ADRs proposent la possibilité d'une exposition renforcée sur les valeurs étrangères, en particulier pour les investisseurs institutionnels américains restreints quant à la part de titres étrangers qu'ils sont autorisés à détenir en portefeuille. Ils offrent la facilité d'achat et de vente en dollars américains et par l'intermédiaire d'une banque dépositaire américaine, la format américain d'enregistrement des titres et de publications des principaux rapports d'activité, comptables et financiers, le paiement des dividendes en dollars américains et les publications périodiques en anglais. Au final, ces certificats sont des instruments américains, même fiscalement, ce qui évite l'application des conventions fiscales parfois complexes (imposition des plus-values, reconnaissance de crédits d'impôts, retenues à la source).

Cependant, l'investissement dans des marchés internationaux ne présente pas uniquement des avantages. Il présente aussi plusieurs obstacles, risques et dépenses. Parmi les

risques engendrés, nous pouvons citer : le risque de change, le risque pays, le risque de surtaxation, le risque d'inefficacité ou d'illiquidité et le risque d'asymétrie d'information.

2- Motivations des entreprises

Non seulement les investisseurs sont motivés à acquérir les titres des entreprises étrangères, une multitude de raisons explique la décision de multicotation prise par une entreprise. Nombreuses sont les études qui examinent les facteurs susceptibles d'influencer la décision de cotation à l'étranger. L'accès limité aux capitaux externes constitue un motif fondamental dans les travaux de Miller (1999), Stulz (1999) et de Chaplinsky et al. (2004). Les études de Karolyi (1998) s'intéressent à la réduction du coût des fonds propres. Foerster et Karolyi (1999) analysent l'importance d'élargir la base des investisseurs comme une motivation de la multicotation. Reese et Weisbach (2002) mettent en évidence l'impact de la multicotation sur la qualité du système de gouvernement d'entreprise. Baker et al. (2002), Lang et al. (2003) insistent sur l'amélioration de la notoriété des entreprises. L'étude de Lins et al. (2005) porte sur le relâchement des contraintes financières et sur l'occasion de profiter de plus grandes possibilités de financement.

2-1- Réduction du coût des fonds propres

Grâce à l'accès aux marchés de capitaux internationaux, les titres des entreprises sont devenus plus accessibles aux investisseurs étrangers. Dans cette perspective, le coût des fonds propres sera de plus en plus réduit suite à la diversification et au partage du risque entre plusieurs investisseurs (Karolyi, 1998 ; Foerster et Karolyi, 1999 ; Errunza et Miller, 2000). En examinant l'impact de la globalisation sur le coût des fonds propres, Stulz (1999) explique la réduction du coût des fonds propres suite à la multicotation par deux raisons. La première raison est que le rendement attendu exigé par les investisseurs, afin de compenser le risque encouru, connaît généralement une baisse. La deuxième raison est que les coûts d'agence liés à l'augmentation du capital deviennent moins importants.

Afin de mesurer les effets de la multicotation sur la volatilité des titres, Jayaraman et al. (1993) examinent le cas de 95 entreprises cotées aux États-Unis par le biais des

programmes d'émission d'actions étrangères (ADRs) durant la période 1983-1988. Leur panel est constitué d'entreprises provenant du Japon, Royaume-Uni, Australie, France, Allemagne, Italie et Suède. Les auteurs trouvent que l'émission d'ADRs sur le marché américain a un impact de 0,47 % sur la performance des actions locales. Une explication possible à ce résultat est que la multicotation permet aux entreprises d'accéder à un nouveau marché, leur permettant ainsi de sélectionner celui qui offre un coût du capital le moins élevé.

Pour un échantillon composé de 764 entreprises provenant de 35 pays, soit 1 256 multicotations dans 24 pays étrangers lors de l'année 1998, Sarkissian et Schill (2009) détectent une réduction significative du coût des capitaux propres durant les cinq voire les dix années post multicotation. Toutefois, le niveau de cette réduction est substantiellement faible par comparaison à celui rapporté par les études antérieures. Les auteurs expliquent leur résultat par l'importante intégration des entreprises multicotées dans les marchés internationaux. L'impact de la cotation subséquente sur le coût des capitaux propres est moins important que celui de la cotation précédente.

2-2- Amélioration de la liquidité

L'interaction entre liquidité et cotation à l'étranger s'explique en grande partie par la concurrence que se livrent les bourses à l'échelle mondiale pour attirer les transactions. Les bourses cherchent continuellement de nouvelles méthodes pour améliorer les mécanismes de négociation en vue d'améliorer la qualité de leur marché et maintenir, voire augmenter le flux d'ordres. L'exécution des transactions, la disponibilité de l'information relative à ces dernières et le rôle joué par les teneurs de marché³² sont autant d'aspects de la négociation susceptibles d'être améliorés (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004).

Suite à la cotation sur plusieurs marchés, les opérateurs, ne disposant pas d'une information sur les taux de rendement futurs, fonderont essentiellement leur choix sur les coûts de transactions. Si ces coûts sont plus faibles sur une bourse particulière, ces opérateurs achemineront leurs ordres vers celle-ci. Souhaitant tirer parti des informations non

³² Les teneurs de marché ont pour rôle d'assurer la qualité, 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 d'une bourse à une autre.

parfaitement diffusées, les opérateurs 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 conséquent, dominer les autres marchés (Chowdhry et Nanda, 1991 ; Huddart et al., 1998). S'adresser à de nouveaux investisseurs entraîne l'augmentation du volume des transactions et la réduction de l'asymétrie d'information à travers une meilleure communication. Dans cette perspective, la multicotation a pour effet de réduire les coûts de transactions tout en améliorant la liquidité des titres (Karolyi, 1998).

Les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs 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 acheteurs-vendeurs peut être interprétée comme une réaction des teneurs de marché dans le pays d'origine à la concurrence exercée par leurs homologues étrangers. 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 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. Par ailleurs, l'existence de liens informationnels entre les différentes bourses favorise aussi une plus grande liquidité. Si ces liens sont affaiblis, la cotation à l'étranger se traduirait plutôt par une liquidité réduite et une plus grande volatilité du titre sur le marché d'origine. Les opérateurs les mieux informés se dirigeraient alors vers le marché étranger (Domowitz et al., 1998).

2-3- Notoriété de l'entreprise et élargissement de son actionnariat

Généralement, les investisseurs étrangers se montrent réticents à diversifier leurs portefeuilles boursiers au-delà des frontières du marché domestique, il en résulte une concentration en titres domestiques. Cette préférence nationale est liée à l'asymétrie d'information. La qualité des informations ou leur actualisation et la possibilité d'un recours aux tribunaux peuvent être moindres dans les pays étrangers. Selon Stulz (1999), Lombardo et Pagano (2000), Martin et Rey (2000), la cotation à l'étranger permet de surmonter la segmentation du marché par la réduction des barrières imposées aux investisseurs, de partager

le risque et de réduire le coût des fonds propres. À travers la multicotation, l'entreprise bénéficie d'un bassin d'investisseurs plus varié et serait donc en mesure de mieux mutualiser les risques. Autrement dit, les actionnaires exigeraient des taux de rendement attendus moins élevés qu'auparavant vu qu'une partie du risque systématique antérieur à l'inscription est maintenant répartie entre des investisseurs plus hétérogènes. Désormais, mêmes les investisseurs institutionnels étrangers peuvent investir dans des entreprises qui n'étaient pas cotées dans des marchés extérieurs auparavant.

Dans son étude, Roell (1996) met l'accent sur l'importance de la notoriété comme étant une des motivations à la cotation à l'étranger. Susceptible d'élargir la base des actionnaires, la multicotation entraîne l'augmentation des cours des titres des entreprises multicotées et l'accroissement de leur prestige et de leur notoriété (Foerster et Karolyi, 1999 ; Miller, 1999 ; Bancel et Mittoo, 2001).

La cotation à l'étranger facilite la reconnaissance des investisseurs du fait d'une plus grande couverture médiatique et du nombre accru des analystes qui suivent l'entreprise après son inscription à l'étranger. Même si les analystes paraissent généralement moins optimistes concernant les perspectives de rentabilité des entreprises étrangères que celles des entreprises de leur propre pays, la multicotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions (Das et Saudagaran, 1998 ; Baker et al., 2002 ; Lang et al., 2004).

2-4- Motivations commerciales

Outre les considérations financières, le choix d'être coté à l'étranger est également guidé par une volonté de conquête commerciale. Non seulement, ce choix a pour effet de réduire le risque dû au cycle économique grâce à la diversification des places géographiques de financement mais il procure des avantages financiers importants, parfois sur le long terme.

À travers la cotation à l'étranger, les entreprises visent surtout la reconnaissance de leur nom auprès des investisseurs étrangers (Saudagaran, 1988). Dans leur étude, Perotti et Cordfunke (1997) montrent que les entreprises allemandes ont longtemps suivi cette stratégie dans le but de promouvoir leurs activités internationales et soutenir les cours de leurs actions. En guise d'exemple, « KLM » a vendu 15 millions d'actions en 1986, 40 % à travers

l'Europe, 55 % aux États-Unis et le reste au Japon. En leur qualité de consommateurs potentiels, les investisseurs connaissent d'ores et déjà l'entreprise grâce à ses produits. Ces investisseurs auront plus tendance à échanger les titres d'une telle entreprise que ceux d'une entreprise qu'ils connaissent moins. Inversement, être cotée sur une bourse étrangère permet à l'entreprise de bénéficier de toute la couverture médiatique sur le marché en question. Ceci lui offre une campagne publicitaire et attire l'attention des agents sur les marchés.

La multicotation crée aussi un impact commercial significatif par le biais notamment du renforcement des liens avec les clients et les fournisseurs. Ces derniers ont ainsi la possibilité de devenir plus facilement des actionnaires de l'entreprise, consolidant ainsi les liens de collaboration et conduisant à une dynamique de fidélisation de ces partenaires de l'entreprise. D'autre part, les investisseurs étrangers sont des clients potentiels aussi bien pour les actifs de l'entreprise que pour ses produits. L'évolution des ventes des titres des entreprises multicotées et celle de leurs produits sont positivement corrélées (Kammoun, 2008).

2-6- Amélioration du gouvernement d'entreprise

Les premières recherches sur la cotation à l'étranger se concentraient sur les coûts de la multicotation et cherchaient à savoir si les entreprises ont réellement réduit les coûts de fonds propres après avoir vaincu les barrières qui empêchaient l'investissement international. Désormais, les recherches récentes se concentrent de plus en plus sur le gouvernement d'entreprise, notamment l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires et les aspects légaux de l'inscription des titres à l'étranger.

L'hypothèse de « crédibilité par association » est l'une des théories les plus intrigantes qui prône que la principale motivation de la multicotation est la protection des investisseurs. Les entreprises localisées dans des pays offrant une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires souhaitent signaler leur adhésion à un meilleur régime de gouvernement d'entreprise (King et Segal, 2004). Dans cette perspective, les études de Doidge (2001), Reese et Weisbach (2002), et de Doidge et al. (2005) révèlent que le niveau de protection des actionnaires est à l'origine de l'inscription des entreprises de leurs titres aux États-Unis.

Les travaux empiriques portent à croire que l'inscription en bourse où les obligations d'informations sont plus strictes et l'investisseur est mieux protégé est plus avantageuse pour les minoritaires (Doidge et al., 2007). Étant plus rigoureuses, les normes comptables et de divulgation des informations, réduisent les coûts que l'actionnaire doit assumer pour se renseigner et atténuent le risque d'exploitation des informations privilégiées par les dirigeants de l'entreprise. La diminution consécutive des coûts d'informations et des coûts de surveillance des dirigeants permet aux entreprises de réduire la prime de risque rattachée à leurs actions. Les entreprises chercheraient alors à inscrire leurs titres dans des pays imposant des obligations d'informations et des règles de conformité plus strictes par comparaison avec celles de leurs pays d'origine (Coffee, 2002).

3- Coûts de multicotation

La cotation à l'étranger semble présenter des avantages théoriques certains. Tandis que nombreuses études trouvent des bénéfices économiques des entreprises multicotées, d'autres plus récentes débattent sur la question de savoir si les coûts associés aux régulations américaines dépassent les bénéfices escomptés. La cotation à l'étranger présente généralement une contrainte pour les entreprises qui doivent se soumettre aux exigences des marchés extérieurs. Ces dernières peuvent différer d'un marché à un autre. Les coûts de multicotation sont liés au respect des obligations accrues en matière d'informations financières, au règlement des frais d'enregistrement auprès des organismes de réglementation et au paiement des droits d'admission à la cote, la réconciliation des états comptables, les frais légaux, ... Ces entreprises subissent aussi plusieurs coûts substantiels induits par l'inscription des titres à l'étranger et des coûts indirects de multicotation tels que les coûts de se conformer aux exigences additionnelles, les coûts de nouveaux matériaux de communication par exemple, les coûts d'opportunité, ... (Hamet, 2001).

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. Afin de pouvoir émettre, coter ou échanger ses actions aux États-Unis, une entreprise étrangère doit satisfaire aux réglementations relatives aux marchés financiers américains. Les lois américaines concernant

les titres émis sur le marché reposent sur deux textes, le « Securities Act » de 1933, et l'« Exchange Act »³³ de 1934.

Le plus souvent, la faiblesse des volumes de transactions ne justifie pas les coûts relatifs à la cotation, notamment en matière de publication d'informations, qui constituent le plus important obstacle associé à la multicotation (Karolyi, 1998). En particulier, l'autorité boursière Securities Exchange Commission (SEC) impose des exigences importantes en matière d'informations communiquées au marché et de publication des états financiers tout comme pour les entreprises américaines. L'entreprise étrangère doit également s'engager à fournir et diffuser toute information rendue publique dans son pays d'origine. Cette information permanente doit être publiée dans un journal ou un magazine à grand tirage et doit comporter : les états financiers courants, l'évolution de l'actif de l'émetteur, l'évolution des capitaux propres et des emprunts, les changements de commissaires aux comptes, les problèmes financiers éventuels. Elle doit être fournie rapidement après sa publication dans le pays d'origine à la SEC en anglais.

De leur côté, les normes IFRS, « International financial reporting standards »³⁴, qui à ce jour sont applicables uniquement aux entreprises cotées européennes, nous éloignent de la

³³ L'« Exchange Act » requiert, pour une entreprise étrangère désirant se faire coter sur les marchés américains, l'enregistrement auprès de la SEC d'un formulaire 20-F. Mis à jour annuellement, ce document contient des informations juridiques, comptables et financières. Il se divise en deux parties : le prospectus et les « autres informations ». Le prospectus doit être rédigé avec la SEC. Il est diffusé auprès des investisseurs et doit contenir les informations suffisantes pour prendre une décision d'investissement :

- résumé des informations permettant de définir les risques liés à l'introduction ;
- utilisation prévue des capitaux ;
- facteurs déterminants du prix de l'offre ;
- dilution du capital due à l'opération ;
- si les titres émis sont ceux des actionnaires, des informations concernant les actionnaires et les relations entre les actionnaires doivent être diffusées ;
- plan de distribution, description du fonctionnement du syndicat de placement ;
- description des titres offerts ;
- intérêts financiers des conseils auprès de l'émetteur ;
- les entreprises étrangères ne doivent donner qu'une partie des informations de la « Form 20-F », à savoir des informations générales sur l'activité de l'entreprise, sur l'actionnariat et sur la direction et les états financiers de l'entreprise.

Les « autres informations » ne sont pas distribuées aux investisseurs mais peuvent être consultées à la SEC, elles concernent :

- les coûts d'émission et de distribution des titres ;
- l'indemnité des dirigeants liée au risque de l'introduction en bourse ;
- la vente récente des titres non enregistrés par la SEC ;
- les informations données par les experts concernant l'introduction.

³⁴ Les IFRS correspondent à l'ensemble des normes comptables élaborées par l'IASB, « International Accounting Standards Board », depuis 2002. L'arrivée des IFRS, a souvent été qualifiée de révolution pour désigner l'ampleur des changements conceptuels et pratiques introduits par les nouvelles normes comptables internationales.

comptabilité européenne pour nous mener vers la comptabilité anglo-saxonne. Ainsi, le principe de « fair value »³⁵ a été repris et les actifs sont valorisés de manière différente. Par conséquent, les entreprises se doivent de fournir plus d'informations pour justifier les calculs de leur valorisation.

Il est important de rappeler qu'au-delà des règles fédérales en vigueur aux États-Unis, toute entreprise souhaitant accéder aux marchés financiers américains doit également se plier aux exigences de la place boursière sur laquelle elle souhaite s'introduire. Une cotation des ADRs niveau 2 et niveau 3 est possible sur les trois places boursières nationales (New York Stock Exchange (NYSE), l'American Stock Exchange (AMEX) et le National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)). Des critères quantitatifs et qualitatifs déterminent l'admission sur ces différents marchés : ancienneté de l'entreprise, nombre d'actionnaires, capitalisation boursière, résultat net historique, ...

Au niveau inférieur, nous retrouvons les lois qui visent spécifiquement à la mise en place de règles assurant la « bonne gouvernance d'entreprise ». En France, la loi sur les nouvelles régulations économiques (2001) complétée par la loi de sécurité financière (2003) a modifié le fonctionnement du conseil d'administration. D'une part en séparant les fonctions, exécutive et de contrôle, et d'autre part en renforçant l'indépendance des administrateurs face au président du conseil. Aux États-Unis, dans le sillage du scandale Enron, la loi Sarbanes-Oxley adoptée en 2002 a également pour but de clarifier la gouvernance des entreprises, en imposant aux entreprises cotées de présenter des comptes certifiés par les dirigeants à la commission américaine des opérations de bourse, et en renforçant l'indépendance des auditeurs. D'où l'obligation, depuis, de séparer strictement les activités d'audit et de conseil. Ces lois qui instituent des règles très détaillées avaient pour objectif de mettre fin au système de l'autorégulation. Cette loi vise à augmenter la responsabilité corporative et à mieux protéger les investisseurs. Elle a pour objet de restaurer la confiance du public en l'intégrité des marchés financiers. En dépit des quelques assouplissements apportés ou projetés par la Securities and Exchange Commission (SEC), la réglementation Sarbanes-Oxley fait en effet

³⁵ La notion de « Fair value » ou juste valeur, implique la valorisation d'actifs et de passifs sur la base d'une estimation de leur valeur de marché ou de leur valeur d'utilité par actualisation des flux de trésorerie estimés attendus de leur utilisation. Fondé en 1973 par les instituts d'experts-comptables de neuf pays avec pour principaux objectifs d'établir des normes comptables acceptables au plan international, de promouvoir leur utilisation et plus généralement, de travailler pour harmoniser les pratiques comptables et la présentation des comptes sur le plan international, l'IASB impose d'utiliser la juste valeur pour comptabiliser les instruments financiers qui n'ont pas vocation à être détenus jusqu'à leur échéance (et notamment les produits dérivés), toutefois, il n'a pas réussi à l'étendre à tous les actifs et passifs.

figure de « repoussoir », compte tenu des coûts de conformité qu'elle induit et de l'accroissement des responsabilités des dirigeants. La mise en place de la loi Sarbanes-Oxley aurait doublé le coût d'une cotation aux États-Unis et provoqué des radiations des entreprises voulant échapper à cette loi. Il semble que le London Stock Exchange a gagné en attractivité pour les entreprises non-américaines souhaitant une cotation sur une place internationale. Leuz et al. (2008) notent que rien qu'en 2003, plus de 200 entreprises cotées ont retiré leurs titres de la cote, probablement à cause de l'introduction de la loi Sarbanes-Oxley une année avant³⁶.

En résumé, la particularité de la multicotation par rapport aux autres sources de financement est qu'elle renvoie à un engagement sur le long terme. La procédure d'une introduction en bourse est une opération coûteuse pour l'entreprise sur le court terme. Outre les frais liés à la mise en conformité et à la restructuration de l'entreprise, la cotation sur une deuxième bourse implique des frais supplémentaires payés aux autorités de marché et des dépenses de maintien de cotation. La part des frais la plus élevée n'est pas celle payée aux autorités de marché mais celle liée au frais de restructuration et de mise en conformité de l'entreprise avec les exigences de la bourse. Afin de sélectionner les meilleures entreprises et préserver leur bonne réputation, certaines bourses imposent des frais importants lors d'un éventuel retrait de la bourse. Une telle mesure permet d'éviter les cotations « opportunistes » des entreprises lors de fort potentiel de croissance sur le court terme (Kammoun, 2008).

Section 3 - Rôle de la cotation à l'étranger dans les stratégies de globalisation

Les programmes d'émission des certificats d'actions étrangères constituent un moyen très important pour les entreprises qui ont des besoins de capitaux pour financer des investissements et celles qui souhaitent faire des restructurations telles que des fusions et des

³⁶ Il faut néanmoins souligner que ces conclusions ne font pas l'unanimité, et que d'autres études récentes minimisent l'incidence de cette loi sur la compétitivité des marchés financiers américains. Doidge et al. (2007) estiment que l'avantage concurrentiel des places boursières américaines pour les multicotations ne s'est pas dégradé par rapport à celui de leurs concurrentes, que les cotations sur les places américaines conservent une prime significative, laquelle n'a pas affiché de net repli ces dernières années. Récemment, Bianconi et Chen (2009) trouvent qu'en dépit de l'impact négatif de l'entrée en vigueur de la loi Sarbanes-Oxley sur la valorisation des entreprises, son effet demeure positif sur la décision de multicotation aux États-Unis.

acquisitions. Récemment, la cotation à l'étranger a aussi attiré l'intention des gouvernements qui cherchent à privatiser les entreprises locales.

1- Financement des investissements

La limitation des types de financements externes disponibles oblige les entreprises à confronter des contraintes pour financer leurs opportunités de croissance, essentiellement celles qui sont en croissance rapide, originaires des pays ayant des institutions légales peu efficaces (Hail et Leuz, 2004). L'inscription des titres dans un pays étranger, notamment aux États-Unis, accroît la valeur de marché de ces entreprises multicotées résultante de l'amélioration de leur capacité à bénéficier des opportunités de croissance (Reese et Weisbach, 2002 ; Lee, 2003 ; Hail et Leuz, 2004 ; Lins et al., 2005).

De son côté, Saudagaran (1988, 1990) stipule que le bénéfice potentiel de la multicotation est lié à des motivations financières, marketing, politique, ... La considération financière consiste d'accéder à des marchés de capitaux importants, réduire la dépendance à des ressources de capitaux domestiques, éviter le déclin des cours des titres dû à la saturation des marchés domestiques, accéder aux capitaux étrangers pour financer l'expansion étrangère et l'opportunité d'émettre des dettes à l'étranger.

La nécessité d'une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires rend la multicotation attractive pour les entreprises qui n'ont pas de demandes de financement externe et beaucoup plus attractive pour celles qui ont des besoins de financement externe. Incapables d'obtenir des financements externes, les actionnaires de contrôle optent pour une amélioration de la protection des minoritaires, en revanche, ceux disposant suffisamment de sources de financement externe ne s'intéressent guère à la multicotation (Lombardo et Pagano, 2000 ; Lamoreaux et Rosenthal, 2005).

En résumé, l'hypothèse des « opportunités de croissance », intégrant l'ensemble des hypothèses des « contraintes de capitaux » de Lins et al. (2005), de « crédibilité par association » de Coffee (1999, 2002), Stulz (1999), Reese et Weisbach (2002), Mitton (2002), Doidge (2004) et de Doidge et al. (2007) et l'hypothèse de « révélation des informations » présentée dans les modèles de Cantale (1998), Fuerst (1998) et de Moel (1999), stipule que

les entreprises ayant des opportunités de croissance suite à la multicotation (les marchés développés) ou que ces opportunités de croissance ne peuvent pas se présenter dans le marché domestique à cause des contraintes de financement (les marchés émergents) peuvent profiter de ces opportunités de croissance par la cotation aux États-Unis dans la mesure où elles offrent une meilleure protection des investisseurs minoritaires suite à la soumission au régime réglementaire américain (O'Connor, 2005).

2- Fusions et acquisitions

La fin du 20^{ème} siècle a apporté une montée de globalisation, et lors du 21^{ème} siècle, la globalisation est déjà devenue une réalité inévitable. Les programmes d'émission de certificats d'actions étrangères constituent un outil utile pour les entreprises faisant des acquisitions dans les marchés américains. Les différents types de certificats d'actions étrangères servent d'instrument pour faciliter des fusions et des acquisitions internationales. Ils fournissent la capitalisation, la flexibilité et la commodité aux acquéreurs des entreprises. Ils constituent aussi une source alternative de consolider des fusions-acquisitions. L'utilisation des programmes d'émission de certificats d'actions étrangères dans les acquisitions peut être avantageuse pour les investisseurs. L'acquisition peut avoir un impact sur leurs achats directs, sur le réinvestissement des dividendes, sur les droits de vote et sur la politique de versement des dividendes. Offrir aux souscripteurs des certificats d'actions étrangères au lieu des actions domestiques est un choix plus judicieux. Fournir aux investisseurs un traitement équitable permet de gagner leur confiance à propos de l'acquisition.

Récemment, certains auteurs se sont penchés sur le rôle stratégique des ADRs dans un contexte de croissance externe aux États-Unis. D'après Coffee (2002) les entreprises localisées dans des pays européens sont essentiellement cotées aux États-Unis afin d'améliorer leurs positions concurrentielles. L'accès aux marchés internationaux permet à ces entreprises d'améliorer leur capacité à réaliser des restructurations telles que des fusions, des acquisitions, des offres publiques, ... et obtenir le financement nécessaire pour réaliser des acquisitions futures des entreprises étrangères (Alanko, 2004). Tolmunen et Torstila (2005) montrent que les entreprises étrangères cotées aux États-Unis sont plus enclines que leurs

consoeurs non cotées à acquérir des entreprises américaines. Une stratégie de croissance par acquisitions aux États-Unis pourrait ainsi justifier la mise en place d'un programme d'ADRs.

« *In fact, many foreign issuers who have reconciled their accounting to U.S. GAAP and listed their ADRs on U.S. exchanges have done so with the express intent of developing viable M&A currencies.* » (J.P. Morgan, 2005). Comme l'explique J.P. Morgan dans son « ADR Reference Guide » (Février 2005), l'opportunité d'acquisitions aux États-Unis est souvent un facteur déterminant pour la mise en place d'un programme d'ADRs. Dans une étude importante menée par Saudagaran (1990), le fait de faciliter une opération de fusion ou d'acquisition est recensé comme un facteur important susceptible d'inciter une entreprise à instaurer ce type de programme. Hamet (2001) s'appuie sur cette étude pour analyser le comportement des entreprises françaises multicotées et souligne qu'une cotation à l'étranger peut faciliter une opération de croissance externe à plusieurs niveaux. En particulier, elle peut atténuer l'image hostile de la prise de contrôle en exprimant l'implication de l'entreprise dans le pays d'accueil. L'auteur précise que ce type de motivation n'est pas toujours explicitement évoqué par les entreprises au moment de leur cotation à l'étranger en raison de la confidentialité de ces opérations.

Aux États-Unis, Fanto et Karmel (1997) ont interrogé les entreprises étrangères ayant décidé de coter leurs titres sur le NYSE et le NASDAQ lors des années 1995 et 1996. Leur enquête montre que les raisons de cotation avancées par les entreprises concernent autant le développement de leur activité aux États-Unis et leur stratégie d'expansion que l'impact financier de l'accès au marché américain (valorisation, liquidité). En particulier, 25 % des responsables interrogés justifient la cotation par le fait qu'elle permet de faciliter des acquisitions aux États-Unis. Plus révélateur encore, les auteurs se sont intéressés aux entreprises ayant mis en place un programme d'ADRs niveau 1 : 35 % d'entre elles envisagent de coter leurs titres en bourse si le développement de leur activité aux États-Unis le justifie. Parmi ces entreprises, 79 % estiment qu'une opportunité d'acquisition pourrait motiver une telle cotation. L'aspect stratégique des opérations de croissance externe aux États-Unis semble ainsi prendre le pas sur les motivations purement financières dans la mise en place d'un programme d'ADRs aux États-Unis.

Sur la base des travaux de La Porta et al. (1998) et de Shleifer et Wolfenzon (2002), qui se sont intéressés à l'impact de l'environnement légal sur le financement d'acquisitions,

Burns (2003) met en évidence différents niveaux de primes pour l'acquisition d'entreprises américaines selon que l'entreprise est cotée aux États-Unis ou non. Il montre que les entreprises étrangères cotées aux États-Unis effectuent peu d'acquisitions en titres lorsque la législation de leurs pays d'origine ne protège pas efficacement les actionnaires minoritaires. De plus, ces entreprises doivent payer des primes d'acquisitions plus élevées, compte tenu du risque plus important pour les investisseurs américains, que leurs consœurs originaires de pays protégeant mieux les minoritaires. Dans une étude ultérieure, Burns et al. (2007) trouvent des résultats semblables qui mettent en perspective l'importance de l'engagement réputationnel. Une étude récente réalisée par Ferreira et al. (2010), sur un échantillon d'entreprises provenant de 26 pays durant la période 2000-2005, montre que la présence des investisseurs institutionnels, spécialement étrangers, est positivement associée aux fusions-acquisitions dans le monde.

3- Privatisation des entreprises

La littérature portant sur la privatisation a identifié plusieurs raisons qui poussent un gouvernement à procéder à la privatisation dans les marchés internationaux par le biais des certificats d'actions étrangères. Lorsque le gouvernement décide de privatiser une entreprise, la question qui se pose est de savoir : comment transférer la propriété de l'État vers le marché ?

L'émission d'actions est devenue une pratique très courante utilisée pour les privatisations des grandes entreprises propriétés de l'État. Néanmoins, la privatisation par émission d'actions exige la présence des marchés de capitaux développés ayant une infrastructure saine et un système institutionnel adéquat. Ces conditions préalables ne sont généralement pas réunies dans les pays émergents caractérisés par des institutions des marchés de capitaux pas assez développées et une liquidité très faible, rendant difficile l'émission des actions sur les marchés. La privatisation d'une grande entreprise à travers les marchés de capitaux peut être problématique aussi bien dans les marchés développés que les marchés moins développés.

Une privatisation internationale améliore aussi la visibilité du gouvernement dans les marchés internationaux. Lorsque le marché domestique ne dispose pas assez de capitaux les

investisseurs domestiques ne sont plus disposés à payer un cours élevé pour les actions offertes. La vente des actions dans un autre marché offre la possibilité de recevoir un cours plus élevé pour ces actions, notamment lorsqu'elles sont offertes par le biais des certificats d'actions étrangères. En effet, les investisseurs étrangers sont prêts à payer un cours plus élevé si ses actions sont structurées sous une forme avec laquelle ils sont familiarisés.

Néanmoins, il s'avère que le développement du marché incite les gouvernements à la privatisation par le biais de la cotation à l'étranger. Lorsque les actions sont inscrites à l'étranger la liquidité est transférée vers l'étranger. La résolution de ce problème se fait à travers une inscription simultanée des actions dans le marché local et le marché étranger. L'inscription sur les deux marchés est susceptible d'améliorer la liquidité beaucoup plus que la seule inscription des titres sur le marché domestique. Elle peut être interprétée comme un signal sur la qualité du marché local et permet de donner une certaine crédibilité aux programmes de privatisation.

Le chevauchement entre l'augmentation de l'activité de privatisation et la globalisation des marchés financiers internationaux est aussi susceptible d'expliquer pourquoi plusieurs gouvernements décident de céder les entreprises publiques à l'étranger. Ainsi, l'offre des titres sur un marché extérieur constitue un outil indispensable pour construire une présence internationale. Dès lors, les gouvernements caractérisés par de faibles règlements des titres peuvent « emprunter » la crédibilité institutionnelle d'un autre gouvernement à travers la multicotation. Lors du choix des certificats d'actions étrangères, quelques facteurs importants spécifiques à l'entreprise tels que la dimension de l'entreprise, le type de programme de DRs désiré et le marché cible doivent être pris en considération.

Bortolotti et al. (2002) étudient la décision des gouvernements de vendre les entreprises dans les marchés domestique et étranger. Sur la base d'un échantillon comportant 392 privatisations de 42 pays, ces auteurs mettent en évidence le besoin de pénétrer les marchés étrangers pour garantir une meilleure protection légale des droits des actionnaires. Dans les pays développés, la liquidité des marchés favorise la multicotation. En revanche, les gouvernements des pays émergents recourent à la multicotation dans le but d'« importer » la liquidité et développer le marché domestique. Les institutions légales jouent aussi un rôle important. La faiblesse de la protection des droits des actionnaires incite les gouvernements à procéder à la multicotation dans le but d'emprunter la réputation et les bonnes pratiques des

marchés étrangers. De nombreuses études se sont intéressées à la performance à court et à long terme de la privatisation par émission des titres. Certaines enregistrent des effets significativement positifs d'ADRs durant la période post multicotation, tandis que d'autres trouvent des effets ambigus ou bien des effets négatifs. Les meilleurs résultats de privatisation ont été accomplis par les marchés développés et non par les marchés émergents.

Section 4 - Impact de la multicotation sur l'environnement de l'entreprise

L'augmentation du nombre des entreprises cotées à l'étranger conduit à une plus grande intégration des marchés boursiers. Plusieurs auteurs analysent les motivations de la multicotation. Il y a ceux qui expliquent ce phénomène à travers l'hypothèse de « segmentation des marchés » (Stapleton et Subrahmanyam, 1977 ; Stulz, 1981). Merton (1987) se base sur l'hypothèse de « l'élargissement de l'actionnariat ». Quant à Amihud et Mendelson (1986), ils se réfèrent à l'hypothèse de « la liquidité ». Récemment l'hypothèse de « crédibilité par association » avancée par Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999) et supportée par Reese et Weisbach (2002), Doidge (2004) et par Doidge et al. (2007) met en évidence l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires associée à la multicotation. Dans cette perspective, une question importante se pose : quel est l'impact de la multicotation sur l'environnement financier et concurrentiel de l'entreprise ?

1- Impact de la multicotation sur le marché étranger

Plusieurs entreprises inscrivent leurs titres non seulement dans leur marché domestique mais aussi dans un ou plusieurs marchés extérieurs. Il est généralement attendu que la multicotation soit accompagnée par une augmentation de la liquidité des actions sous-jacentes. En étudiant les parts de marché des bourses domestiques et étrangères dans les cas d'actions multicotées pour 111 entreprises européennes cotées simultanément en Europe et sur un marché américain et/ou un autre marché européen, Halling et al. (2008) montrent que la fraction moyenne du volume réalisé sur le marché étranger augmente immédiatement après la multicotation mais diminue ensuite à un niveau proche de 5 %³⁷.

³⁷ Ce phénomène est appelé « flow-back ». Il supporte l'idée selon laquelle la présence de forces centripètes conduit à la concentration des transactions dans le marché domestique.

L'impact de la multicotation sur le marché américain est particulièrement prononcé au niveau de la bourse de New York. En effet, l'inscription au NYSE a augmenté approximativement de 2 % de la totalité des inscriptions en NYSE lors de l'année 1975 et tout juste de 5 % en 1990, de 10,5 % en 1996 et plus que 15 % en 2000 pour atteindre les 17 % en 2002. Les inscriptions étrangères ont presque quadruplé depuis l'année 1990. Par conséquent, la bourse de New York (NYSE) se trouve incapable d'assurer un net accroissement d'inscriptions domestiques. Cependant, elle offre aux entreprises non-américaines un avantage radical qui est la transparence du marché par une meilleure divulgation des informations. Ainsi, les inscriptions des entreprises non-américaines augmentent tandis que les inscriptions des entreprises américaines domestiques à la bourse de New York déclinent. Le nombre d'entreprises multicotées au NASDAQ est passé de 6,6 % en 1996 à 9,2 % en 2002.

L'attractivité des marchés financiers américains jusqu'aux années 2000 était suffisante pour que les entreprises étrangères écartent les inconvénients d'une inscription à la cote américaine. Pourtant, les changements post Enron, et la découverte d'une quasi irréversibilité des effets réglementaires d'une cotation aux États-Unis, couplé au phénomène de concentration des marchés financiers pourraient contribuer à un retournement de tendance. En 2003, la capitalisation totale des ADRs cotés sur le NYSE, pour les entreprises non-américaines, représente 680 milliards de dollars. Elle est en progression de 40 % par rapport à 2002, après un fort repli sur les années 2000 et 2001 (respectivement - 20 % et - 17 %), qui avait suivi les niveaux record atteints en 1999 avec 758 milliards de dollars et en 2000 avec 739 milliards de dollars. En effet, la capitalisation a souffert de l'effet conjugué du retournement des marchés boursiers et de l'instabilité réglementaire consécutive à la crise de confiance post Enron. Dans l'année qui a suivi le vote de la loi Sarbanes-Oxley³⁸, seules 13 entreprises étrangères ont été nouvellement cotées au NYSE, alors qu'elles étaient 55 en 2000 et 39 en 2001. Associé à ce phénomène, le renforcement de l'Euro face au dollar en

³⁸ Le nombre d'entreprises étrangères qui optent pour une cotation à la bourse de New York est en diminution. Entre 1996 et 2001, avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley, 50 entreprises étrangères en moyenne se sont présentées à la cotation. Depuis 2002, après l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley, le nombre d'entreprises étrangères introduites en bourse a diminué de moitié. L'impact a été le plus notable sur les entreprises européennes. Depuis le début de l'année 2004, une seule entreprise européenne a été cotée au NYSE. Ce dernier n'attire plus les entreprises européennes. Elles sont de plus en plus nombreuses à désertier Wall Street et à se replier sur leurs places de cotation respectives en Europe. Le 26 Avril 2007, le groupe français Danone a fait part de sa décision de mettre fin à sa cotation sur le NYSE. Ce retrait est actuellement le dernier d'une longue liste où l'on trouve notamment les titres du Britannique British Airways, du Suisse Adecco et de l'Allemand SGL, ainsi que des Français Scor, Vivendi et Sodexo.

2003 a eu un impact positif sur la capitalisation des entreprises européennes au NYSE, qui représentent les deux tiers environ des cotations.

Toutefois, les certificats américains d'actions étrangères demeurent encore le moyen préféré des entreprises non-américaines pour être cotées sur le marché américain. La banque de New York rapporte que durant l'année 2006, 21 entreprises non-américaines ont émis de nouveaux certificats américains d'actions étrangères sur les trois principales bourses américaines qui sont la bourse de New York (NYSE), National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) et l'AMEX, tandis que 28 entreprises non-américaines ont émis des ADRs niveau 1 sur le marché en hors cote. En 2006, le nombre total des programmes d'émission des certificats d'actions étrangères est de l'ordre de 1 984 émis par des entreprises provenant de 76 pays³⁹. Ces programmes sont sous forme d'ADR niveau 1, niveau 2 et niveau 3 et de GDRs. Toutefois, il s'avère que le nombre d'ADR niveau 2 et niveau 3 a baissé pendant la période qui s'étale de l'année 2000 jusqu'à l'année 2006. Plusieurs raisons expliquent ce déclin dont les coûts élevés de maintien de cotation, en particuliers ceux associés à la loi Sarbanes-Oxley, les fusions-acquisitions et le dé-enregistrement⁴⁰ (Banque de New York, 2007).

2- Impact de la multicotation sur le marché domestique

La relation entre la cotation à l'étranger et le développement du marché domestique est très importante. L'étude empirique réalisée par Karolyi (1998) montre que souvent la multicotation s'accompagne d'une augmentation du volume de vente sur le marché domestique. La manière dans laquelle la liquidité s'accroît dépend de l'augmentation du volume total des transactions, de la place de multicotation et de l'étendue des restrictions de la propriété sur le marché intérieur. La liquidité augmente le plus lorsque le marché d'origine conserve une bonne part de son volume d'activité. Leur conclusion est similaire à celle de Domowitz et al. (1998) qui constatent, pour 16 entreprises mexicaines cotées aux États-Unis en 1993, que l'effet de la liquidité dépend des liaisons informationnelles inter-marchées et de la transparence du marché. Si l'information sur les transactions est disponible dans les deux

³⁹ L'annexe 3 présente le nombre total des programmes d'émission de certificats d'actions étrangères (DRs) parrainés durant la période 1990-2006. La répartition des DRs parrainés, émis en 2006 par pays d'origine, est donnée dans l'annexe 4.

⁴⁰ Les entreprises qui ont retiré leurs titres des bourses américaines demeurent toutefois cotées sur le marché américain par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 1.

marchés, de nouveaux investisseurs seront incités à investir entraînant ainsi une amélioration de la liquidité. En revanche, si les canaux d'information sont réduits, les flux vont migrer vers le marché étranger conduisant à une détérioration de la qualité du marché local ce qui se traduit par la baisse de la liquidité.

Ces résultats sont en cohérence avec ceux trouvés par Hargis (2000) pour les entreprises sud-américaines. Le modèle théorique développé par cet auteur montre comment la multicotation peut transformer un marché domestique segmenté caractérisé par une liquidité et une capitalisation du marché faibles en un marché intégré avec une liquidité et une capitalisation élevées. Dans ce contexte, Coffee (2002) constate que seules deux entreprises de l'Amérique Latine étaient multicotées lors de l'année 1989. En janvier 1999, ce chiffre a atteint les 106 entreprises. La capitalisation du marché pour les quatre bourses de l'Amérique Latine était de 66 milliards de dollars en 1990 et a atteint les 439 milliards de dollars en 1996 soit un accroissement de presque 650 %. Cependant, les échanges se sont émigrés des pays de l'Amérique Latine vers les États-Unis.

Il ressort de l'étude empirique menée par Smith et Sofianos (1997) que la multicotation est accompagnée par un accroissement de 40 % à 50 % du nombre et de la valeur des actions, respectivement, dans les deux marchés américains et d'origine par comparaison avec la liquidité dans le marché d'origine avant la multicotation. Comme conséquence, les auteurs déduisent que la multicotation n'est pas un jeu à somme nulle où les gains sur le marché extérieur sont accompagnés par des pertes sur le marché local. Il s'agit plutôt d'une situation gagnant-gagnant où les deux marchés sont bénéfiques. Les auteurs affirment que l'accroissement de la liquidité peut être dû aux arbitragistes qui exploitent temporairement la différence de cours entre le marché domestique et le marché étranger.

3- Impact de la multicotation sur les entreprises concurrentes

En examinant l'impact de 269 cas de multicotation sur les entreprises concurrentes américaines et celles localisées dans le marché local, Bradford et al. (2002) constatent que les entreprises américaines concurrentes réalisent des gains considérables. Cependant, les entreprises rivales du marché domestique n'ont subis aucun effet significatif. Quant à Melvin et Tonone (2003), ils étudient l'impact de la multicotation aux États-Unis sur les entreprises concurrentes du marché local opérant dans la même industrie. Ils utilisent un échantillon

composé de 61 entreprises multicotées et de 61 entreprises concurrentes non multicotées. Ils constatent des rendements des entreprises concurrentes pendant les 5 jours avant la multicotation et 5 jours après la multicotation. Les résultats de leur étude révèlent que la multicotation a deux effets opposés sur les entreprises rivales du marché local. Un effet positif est observé lorsque le coût des fonds propres de ces entreprises diminue à son tour, et un effet négatif lorsqu'elles sont considérées comme étant relativement moins transparentes et lorsque le marché attribue à ces entreprises une faible probabilité d'avoir des opportunités de croissance après la multicotation. Ces auteurs remarquent que l'impact de la multicotation est plus important pour les entreprises concurrentes localisées dans les marchés émergents que pour les entreprises localisées dans les marchés développés. L'effet de diminution de la transparence des entreprises concurrentes et des perspectives de croissance suite à la multicotation des entreprises est l'effet le plus dominant. En particulier, les entreprises concurrentes des marchés émergents seront plus exposées aux méfaits de la multicotation que les entreprises rivales localisées dans des marchés développés.

Le développement des entreprises multicotées est aussi susceptible d'inciter d'autres entreprises du même pays à s'engager à améliorer leur gouvernance et à mieux protéger leurs actionnaires minoritaires, en suivant la trace des entreprises multicotées. La multicotation permet donc aux entreprises multicotées de contribuer au développement économique et financier de leurs pays d'origine.

Conclusion du chapitre

Les entreprises du monde entier souhaitent être cotées dans des bourses étrangères. La plupart des chercheurs sont d'accord pour dire que grâce à la cotation à l'étranger les entreprises bénéficient de la baisse du coût des fonds propres, une amélioration de la liquidité, une meilleure notoriété des entreprises, un plus grand nombre d'investisseurs, l'accès aux marchés de capitaux et le financement de leurs opportunités de croissance qu'ils sont incapables de financer au niveau du marché domestique. Cependant, le débat concerne essentiellement le degré d'engagement effectif des entreprises incorporées dans des pays, dépourvus de régulations efficaces, à améliorer leur régime de gouvernement d'entreprise conformément au marché étranger notamment l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires.

Les recherches récentes sur le gouvernement d'entreprise mettent en évidence les bénéfices engendrés par la multicotation notamment pour les dirigeants et/ou les actionnaires de contrôle des entreprises établies à l'origine dans des pays offrant une faible protection aux investisseurs.

Dans la mesure où la recherche de l'amélioration de l'évaluation du marché peut réduire les possibilités d'extraction des bénéfices privés du contrôle par les actionnaires de contrôle au détriment des autres actionnaires, certains dirigeants excluent l'idée d'inscrire les titres de leur entreprise à l'étranger. Dès lors, ces entreprises sont en quête d'autres alternatives permettant d'avoir les financements nécessaires tout en évitant la contrainte de la transparence et les coûts associés à la multicotation. Elles vont essayer d'accéder à des ressources de financement externe par l'intermédiaire des alliances stratégiques internationales, par exemple.

Chapitre II :

Multicotation : mécanisme de protection des actionnaires minoritaires

<u>SECTION 1- PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DANS LES ENTREPRISES MULTICOTEES.....</u>	59
1- <i>Protection légale des actionnaires minoritaires et hypothèse de « crédibilité par association »</i>	60
2- <i>Protection des actionnaires minoritaires et mode de cotation à l'étranger.....</i>	65
3- <i>Tradition légale et cotation à l'étranger</i>	67
4- <i>Principaux droits des actionnaires minoritaires</i>	71
<u>SECTION 2- IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LES BENEFICES PRIVÉS DU CONTRÔLE</u>	78
1- <i>Valeur des bénéfices privés du contrôle</i>	79
2- <i>Signal du niveau d'extraction des bénéfices privés du contrôle</i>	85
<u>SECTION 3 - IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ SUR LA DÉCISION DE MULTICOTATION</u>	91
1- <i>Structure de propriété et de contrôle des entreprises multicotées.....</i>	92
2- <i>Effet de la structure institutionnelle sur la décision de multicotation</i>	99
<i>Conclusion du chapitre</i>	103

Dans plusieurs pays, les actionnaires minoritaires sont insuffisamment protégés par l'environnement légal et les actionnaires de contrôle peuvent extraire des rentes au détriment des actionnaires minoritaires, « les bénéfices privés du contrôle ». L'extraction de ces bénéfices constitue un facteur très important en finance d'entreprise, elle influe sur la capacité des entreprises à augmenter leurs capitaux. Les actionnaires de contrôle qui souhaitent augmenter leurs capitaux doivent améliorer la protection des droits des actionnaires minoritaires. Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999), adeptes de l'hypothèse de « crédibilité par association », stipulent que la multicotation est à l'origine d'importantes implications en matière de divulgation d'informations et de gouvernement d'entreprise ainsi que d'ordre légal pour les entreprises non-américaines cotées aux États-Unis. Ils supposent qu'à travers la multicotation, les entreprises peuvent contourner la faiblesse de leur environnement légal et offrir aux actionnaires minoritaires une meilleure protection, traduite par un risque faible d'expropriation.

Bien que les décisions de l'entreprise multicotée soient prises pour maximiser la valeur des actionnaires, l'adoption des mesures de gouvernance impose des coûts. Il est ainsi très onéreux de faire appel à des auditeurs externes de renommée internationale ou de nommer des administrateurs externes. Les coûts et les bénéfices des actionnaires minoritaires résultant de l'adoption des mesures de gouvernance sont contingents aux caractéristiques des entreprises et des caractéristiques des pays. En particulier, investir plus pour améliorer un système de gouvernance sera davantage bénéfique pour les entreprises qui sont à la recherche des fonds externes et moins judicieux pour celles dont les actifs peuvent être utilisés par les actionnaires de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires.

L'étude menée par La Porta et al. (2000) montre qu'à travers les pays, le niveau de protection des actionnaires minoritaires détermine les bénéfices privés du contrôle, la structure de propriété, l'évaluation de l'entreprise, le développement des marchés financiers et l'allocation des ressources. Plus que les conflits d'intérêt existant entre actionnaires et dirigeants dans les pays anglo-saxons et soulignés par Berle et Means en 1932, les problèmes d'agence se déplacent en Europe Continentale au sein du groupe des actionnaires entre les détenteurs de blocs de contrôle et les minoritaires. Toutefois, la scission entre les systèmes orientés vers le marché et les systèmes de détenteurs de blocs est insuffisante pour permettre une comparaison entre les pays. Il convient de préciser la structure et le degré de concentration de la propriété et du contrôle, ainsi que les modalités de séparation entre les

droits de propriété et les droits de contrôle à travers les pays. Récemment, nous assistons à une réorientation des banques vers les marchés et surtout un rôle croissant des investisseurs institutionnels dans l'intermédiation financière nationale comme internationale⁴¹. Or, ces investisseurs privilégient le plus souvent la diversification sur des marchés liquides à travers des prises de participation minoritaires. Dès lors, l'importance accordée à la liquidité des marchés et à la protection des actionnaires minoritaires modifie la conception du gouvernement d'entreprise en accordant plus de place aux « petits porteurs ».

Le deuxième chapitre de cette thèse cherche à examiner de plus près l'interaction entre la cotation à l'étranger et le degré de protection des actionnaires minoritaires. Cette relation est jugée par plusieurs chercheurs d'ambiguë. Une première section expose l'hypothèse de « crédibilité par association » ainsi que la littérature afférente. L'incidence de la multicotation sur l'extraction des bénéfices privés du contrôle fait l'objet de la deuxième section. Cette dernière met en perspective la nécessité pour les dirigeants et les actionnaires de contrôle de trouver un équilibre entre la perte de ces bénéfices privés du contrôle et les avantages liés à l'accès aux marchés extérieurs suite à l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. La troisième section analyse l'impact de la structure de propriété et de contrôle sur le choix du mode de multicotation.

Section 1- Protection des actionnaires minoritaires dans les entreprises multicotées

Le gouvernement d'entreprise n'est pas un phénomène nouveau. Toutefois, le contexte des scandales financiers au niveau international (Enron, Worldcom, Parmalat) et la perte de confiance du public et des investisseurs envers la gestion des organisations amènent à un questionnement plus serré des mécanismes de gouvernance. Au cours des 20 dernières années, plusieurs rapports, études, directives et pratiques sont apparus sur la scène internationale. Citons, à titre d'exemples, les changements au niveau législatif (loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, la loi sur la sécurité financière en France) et les principes et règles

⁴¹ Les statistiques de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) mettent en avant l'évolution des actifs totaux gérés par les investisseurs institutionnels. Le poids de ces actifs a augmenté de façon significative entre 1990 et 2001. À titre d'exemple en France, il est passé en pourcentage du PIB de 54,8 en 1990 à 131,8 en 2001.

édictees ou proposées par divers organismes réglementaires (principes de l'OCDE⁴², rapport Dey au Canada, rapport Cadbury et Greenbury en Angleterre, rapport Treadway aux États-Unis, rapports Viènot I, II et rapport Bouton en France), sans oublier les pressions exercées par les investisseurs institutionnels.

Selon Stulz et al. (2005), le gouvernement d'entreprise a deux dimensions. Une première dimension externe liée aux caractéristiques du pays. Les institutions du pays d'origine affectent la manière par laquelle les investisseurs reçoivent les rendements de leur investissement. D'une façon plus importante, les lois du pays spécifient les droits des investisseurs. Dans un pays peu développé, ne protégeant que faiblement ses investisseurs, il est très difficile pour les entreprises de trouver les moyens de s'engager à un meilleur gouvernement d'entreprise. Ces entreprises peuvent inscrire leurs titres dans un pays étranger, comme les États-Unis, offrant une meilleure protection des minoritaires. La deuxième dimension interne du gouvernement d'entreprise est relative aux caractéristiques de l'entreprise. Les entreprises peuvent s'organiser pour être mieux gouvernées. Du moins, elles peuvent s'engager à une meilleure divulgation des informations, ce qui limite considérablement l'extraction des bénéfices privés du contrôle par les actionnaires de contrôle.

1- Protection légale des actionnaires minoritaires et hypothèse de « crédibilité par association »

Comme le nombre d'entreprises multicotées dans les bourses américaines a considérablement augmenté durant les vingt dernières années, les chercheurs ont essayé de mettre en évidence les motivations qui incitent les entreprises à inscrire leurs titres dans des marchés étatsuniens. L'une de ces raisons est expliquée par l'hypothèse de « crédibilité par association » qui considère la cotation à l'étranger comme un mécanisme d'engagement

⁴² Le rapport de l'OCDE, dans sa dernière version datant de l'année 2004, présente un ensemble de recommandations pour des « pratiques exemplaires » des entreprises. Il précise que les administrateurs doivent être « capables de porter un jugement objectif sur les options choisies par la direction », puissent s'auto-évaluer et qu'ils contribuent à la définition de la stratégie. Enfin, la nouvelle dimension introduite dans ce rapport est sociétale. En effet, l'OCDE souligne que les entreprises s'inscrivent dans des cadres économiques et sociaux différents et que chacun doit adapter son mode de gouvernance en fonction de ses contraintes. La flexibilité des systèmes de gouvernance a donc son importance dans cette logique. À la suite de la promulgation des Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, de nombreuses bourses ont, elles aussi, publié des codes et des recommandations, ou activement participé à l'élaboration de codes domestiques.

permettant de contourner la faiblesse des institutions légales des pays d'origine et profiter d'un meilleur régime de gouvernement d'entreprise, notamment l'amélioration de la protection légale des actionnaires minoritaires⁴³.

L'argument de cette hypothèse est introduit par Coffee (1999) qui suppose que les exigences en matière de divulgation et le pouvoir exercé par l'autorité boursière américaine Securities Exchange Commission (SEC) auront pour conséquence la réduction des litiges entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. La soumission à la loi américaine accroît les coûts d'extraction des bénéficiaires privés du contrôle. Par voie de conséquence, l'amélioration en matière de transparence de l'information est de nature à améliorer le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires⁴⁴.

Dans une étude ultérieure, Coffee (2002) présente trois mécanismes par lesquels la cotation aux États-Unis conduit à un meilleur respect des droits des actionnaires minoritaires, et par conséquent, améliore le système de gouvernement d'entreprise. Le premier mécanisme est que les entreprises multicotées subissent le pouvoir de l'autorité boursière Securities Exchange Commission (SEC). Le deuxième mécanisme est que les investisseurs sont capables d'exercer effectivement leurs droits et surtout avec des coûts plus réduits. Ceci n'est pas possible pour les investisseurs des entreprises cotées exclusivement sur le marché domestique. Le troisième mécanisme est que l'accès aux marchés américains permette aux entreprises de fournir des informations financières justes et de les réconcilier avec les principes comptables généralement admis des États-Unis.

L'importance d'une protection efficace des actionnaires minoritaires se manifeste par le souhait des entreprises non-américaines d'« emprunter » la protection légale des actionnaires minoritaires du pays étranger (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge, 2004 ; Doidge et al., 2007). Cette protection est illustrée par la capacité d'intenter gratuitement des procès contre les actionnaires de contrôle pour des déclarations frauduleuses faites à n'importe quel pays (Lamoreaux et Rosenthal, 2005). Ces entreprises s'exposent aux actions juridiques du pays étranger et elles sont contraintes

⁴³ Aggarwal et al. (2007) estiment que les investisseurs étrangers peuvent s'apercevoir que les certificats d'actions étrangères (ADRs) offrent une meilleure protection légale par comparaison avec ceux qui détiennent des actions sous-jacentes domestiques des entreprises des marchés émergents ayant un faible degré de protection des investisseurs ou ayant des règles de gouvernement d'entreprise peu efficaces.

⁴⁴ Les annexes 5 et 6 présentent, respectivement, les prédictions théoriques de l'hypothèse de « crédibilité par association » et les principaux résultats empiriques antérieurs.

d'appliquer les principes comptables généralement admis des États-Unis⁴⁵. Les lois des titres des États-Unis et les normes de divulgation en matière d'informations limitent la discrétion des actionnaires de contrôle (Coffee, 1999). La transparence des règles comptables constitue un aspect important de la protection des droits des actionnaires minoritaires puisqu'elle rend difficile aux actionnaires de contrôle de cacher des actions d'expropriation des valeurs de l'entreprise. Les actions opportunistes que les actionnaires de contrôle pouvaient effectuer dans d'autres régimes sont considérablement limitées après la multicotation. Cette limitation a pour origine la rigidité des lois étatsuniennes relativement contraignantes et coûteuses pour les actionnaires de contrôle (Doidge, 2001).

Choi et Guzman (1998) pensent que la portée d'exterritorialité des lois des titres américaines est « dangereuse ». Dans cette perspective, la mise en application d'actions légales contre les entreprises étrangères peut être difficile voire impossible. Cependant, l'autorité boursière américaine (SEC) peut discipliner ces entreprises. Elle peut suspendre l'échange et mettre fin aux programmes d'émission d'actions étrangères de l'entreprise. Cette suspension prive l'entreprise d'accéder aux marchés américains. De surcroît, la menace d'une action légale assure que les entreprises respectent les obligations régulatrices de l'autorité boursière américaine (SEC) (Doidge, 2001). Par conséquent, cette multicotation permet de réduire les problèmes d'agence potentiels qui résultent des conflits entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires (Reese et Weisbach, 2002). En somme, l'environnement légal américain est destiné à mieux protéger les droits des actionnaires minoritaires et impose de sérieuses contraintes aux actionnaires de contrôle.

Le système de protection légale des investisseurs pourrait avoir des répercussions sur le développement économique d'un pays. Un système rigoureux de protection légale contribue à la croissance économique des nations permettant aux entreprises de recourir plus aisément au financement sur le marché des capitaux (La Porta et al., 1999). Lorsque le système de protection légale des investisseurs est mis en application de façon rigoureuse dans un pays, les gestionnaires connaissent bien leur responsabilité civile envers les actionnaires ainsi que les conséquences qu'ils pourraient subir s'ils allaient à l'encontre de ces lois. La chute de l'entreprise Enron en décembre 2001 constitue un bel exemple des conséquences que les responsables de la gestion des entreprises peuvent subir suite à des actes de mauvaise foi à

⁴⁵ Il est important de savoir que les principes du GAAP américain exigent une présentation des informations non obligatoires dans plusieurs autres pays.

l'égard des actionnaires. Le système légal de protection des investisseurs vise tout d'abord les actionnaires minoritaires des entreprises. Avec des lois bien ancrées et appliquées, les entreprises se doivent de s'y conformer afin d'éviter des conséquences légales importantes.

Il faut toutefois préciser que la relation entre protection légale des minoritaires et cotation à l'étranger demeure encore ambiguë. Si les travaux empiriques récents, supportant l'hypothèse de « crédibilité par association », laissent croire que la multicotation permet aux actionnaires minoritaires de profiter d'une certaine amélioration du degré de protection légale, cette hypothèse a souvent fait l'objet de sérieux débats. La plupart des critiques sont concentrées sur l'engagement des entreprises non-américaines à respecter des exigences de divulgation moins rigoureuses par comparaison avec les entreprises américaines et sur la faiblesse du pouvoir et de l'autorité de la Securities Exchange Commission (SEC) auprès des entreprises non-américaines. Ce débat fournit des prédictions conflictuelles à propos des effets sur le système légal des pays, en particulier, celui de la protection des investisseurs et les systèmes de gouvernement d'entreprise (Aggarwal et al., 2007).

Une analyse critique de la théorie de « crédibilité par association » est menée par Licht (2001) qui baptise cette théorie par la théorie de l'« esquive » (avoiding theory). Cette dernière considère la multicotation comme un mauvais signe envoyé aux marchés financiers. Les entreprises multicotées exploitent l'asymétrie d'information qui existe entre le marché domestique et les autres marchés de cotation. Elles utilisent la multicotation pour accéder à des investisseurs moins informés que ceux du marché national. Allant plus loin, Licht estime que les législateurs américains n'ont pas montré leur capacité, ni leur volonté à faire respecter les lois américaines par les émetteurs étrangers. Il convient effectivement de souligner que les règles de divulgation initiale puis régulière d'informations émises par l'« Exchange Act » ont été adaptées par la SEC aux entreprises étrangères via la création de formulaires spécifiques distincts de ceux qui s'appliquent aux entreprises américaines. Les entreprises étrangères peuvent échapper ainsi à l'obligation de publication de rapports trimestriels et sont dispensées de se soumettre à certaines règles, dont celles relatives à l'octroi de pouvoir aux assemblées d'actionnaires (proxy rules).

En outre, Licht suppose que la théorie de « crédibilité par association » est infondée. Il critique le régime réglementaire appliqué aux entreprises non-américaines qui diffère de celui appliqué aux entreprises américaines. L'auteur stipule que les États-Unis possèdent deux

régimes parallèles de l'autorité boursière (SEC)⁴⁶. Un premier régime est appliqué aux entreprises américaines. Un deuxième régime applicable pour les entreprises non-américaines. Licht (2002) montre que ces dernières ne s'engagent pas à respecter des normes de comptabilités strictes et à suivre un régime de gouvernement d'entreprise plus rigoureux. Le régime étant créé par l'autorité boursière américaine (SEC) pour les entreprises multicotées n'est pas très efficace⁴⁷. Par conséquent, le fait que les États-Unis soient les plus exigeants en termes de respect des règles par comparaison aux autres pays ne procure aucune différence si les entreprises étrangères ne s'engagent pas à respecter ces règles⁴⁸.

Plus encore, sur la base d'un échantillon de 122 entreprises mexicaines pendant la période 1995-2002, Siegel (2009) trouve que la multicotation est associée à une forte probabilité de détournement des actifs des entreprises par les actionnaires de contrôle. L'auteur montre que les lois américaines ne dissuadent et ne sanctionnent pas les actionnaires de contrôle des entreprises mexicaines qui exproprient les actifs de leurs entreprises. Plus loin, Siegel recense toutes les actions légales de l'autorité boursière américaine (SEC) contre les entreprises étrangères pendant la période qui s'étend de l'année 1993 jusqu'à l'année 2003. L'auteur trouve que les tribunaux sont, principalement, inefficaces en matière de sanction des entreprises étrangères. Ce sont plutôt les investisseurs qui ont sanctionné les entreprises mexicaines par la réduction de leur accès aux capitaux. Siegel conclut que l'engagement se traduit par un mécanisme de réputation et non pas à travers les tribunaux.

⁴⁶ Les entreprises cotées dans des bourses américaines ou bien émettent une offre publique aux États-Unis doivent se soumettre à des exigences de divulgation et à des obligations d'enregistrement des titres qui diffèrent de ceux des entreprises américaines. Licht (2002) a énuméré les différences les plus importantes liées au gouvernement d'entreprise :

- 1- La divulgation des conflits d'intérêts à partir desquels les émetteurs étrangers privés peuvent divulguer la totalité des rémunérations et des options pour vendre les titres ;
- 2- Les émetteurs étrangers sont exemptés de la divulgation des données concernant les transactions matérielles avec les responsables, les dirigeants et les personnes de contrôle ;
- 3- Les émetteurs étrangers doivent déclarer les noms des personnes qui possèdent plus que 10 % des droits de votes, tandis que, les entreprises américaines doivent déclarer les noms des personnes qui possèdent plus que 5 % des droits de vote. Aussi, les émetteurs étrangers doivent reporter le montant total des votes des titres détenus par les responsables et les dirigeants comme étant un groupe. Alors que, les émetteurs américains doivent reporter des déclarations individuelles ;
- 4- Les émetteurs étrangers doivent joindre un rapport annuel dans six mois après la fin de l'année fiscale. En revanche, les émetteurs américains ont 135 jours pour rapporter ce document financier à l'autorité boursière américaine (SEC).

⁴⁷ D'après l'étude menée par Fanto (1996), les exigences de divulgation des informations de l'autorité boursière Securities Exchange Commission (SEC) ne sont pas significatives et ne procurent aucun réel droit aux actionnaires minoritaires.

⁴⁸ Dans une étude ultérieure, Licht (2004) cite le cas des entreprises israéliennes incitées à être cotées au Nasdaq plutôt qu'à la Bourse de Tel-Aviv en raison des exigences moins strictes pour les entreprises étrangères sur le Nasdaq. Dans ce même contexte, Lang et al. (2006) trouvent que les entreprises originaires des pays offrant une protection inadéquate aux actionnaires minoritaires et cotées dans les bourses américaines présentent des données comptables de qualité inférieure en comparaison avec leurs consœurs américaines.

Ceci entraîne une perte significative pour les actionnaires minoritaires. En outre, l'autorité boursière américaine (SEC) n'entame que rarement des poursuites judiciaires à l'encontre des entreprises non-américaines qui inscrivent leurs titres aux États-Unis. Ainsi, Siegel (2009) conclut que les investisseurs ne doivent pas s'attendre à des avantages et des bénéfices significatifs de leurs investissements en ADRs des entreprises multicotées et que l'amélioration de la protection légale des actionnaires minoritaires n'est pas significative⁴⁹. Sur la base d'un échantillon comportant 12 236 entreprises domiciliées en dehors des États-Unis pendant la période 1994-1997, Ammer et al. (2008) examinent la relation entre la décision des entreprises d'inscrire leurs titres dans le marché américain et l'intérêt des investisseurs américains à détenir les titres de ces entreprises. Par opposition à un certain nombre d'auteurs, leurs résultats révèlent que la multicotation ne permet pas d'accroître l'attractivité des bourses des pays offrant une protection peu efficace des droits des actionnaires minoritaires. Ceci stipule que la cotation aux États-Unis ne peut pas se substituer à la protection légale du pays d'origine. Les auteurs sont en accord avec Siegel (2005) pour dire que dans la pratique, la loi américaine n'est pas appliquée aux entreprises multicotées. Leurs résultats corroborent aussi ceux de Gozzi et al. (2008) qui montrent que la multicotation ne permet pas d'améliorer la valeur des entreprises provenant des pays à faible protection.

2- Protection des actionnaires minoritaires et mode de cotation à l'étranger

Coffee (2002) rejoint Licht (2002) pour dire que la cotation aux États-Unis est loin d'être la plateforme de protection des actionnaires minoritaires. Il admet que les entreprises non-américaines sont soumises à des exigences plus modérées et que l'accès aux marchés américains n'entraîne pas un changement substantif des normes de gouvernement d'entreprise. Toutefois, ces entreprises s'engagent, par des règles relativement plus strictes que celles de leurs pays d'origine, à un meilleur régime de gouvernement d'entreprise. Il montre que les dirigeants et/ou les actionnaires de contrôle des entreprises cotées dans les bourses américaines doivent s'attendre à ce que cette multicotation conduit à la réduction de

⁴⁹ Siegel (2005) avance que : « *SEC has rarely been able to enforce U.S. securities laws against any U.S.-listed foreign firm. Minority shareholders frequently attempt to use the U.S. courts to enforce the securities laws against cross-listed foreign firms. However, institutional obstacles also hinder minority shareholders, and they are often forced to accept token settlements. The insiders responsible for the governance abuses rarely are forced to pay any significant compensation to the shareholders. The public knowledge of this impunity further compounds the moral hazard problem* ».

l'expropriation des actionnaires minoritaires. En revanche, la cotation en hors cote ou par le biais des placements privés n'implique aucune amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. Seule la multicotation directe et par le biais des programmes d'émission de certificats américains d'actions étrangères niveau 2 et niveau 3 obligent les entreprises à se conformer aux lois réglementaires et à appliquer leurs principes comptables généralement admis. Dans cette perspective, les études réalisées par Coffee (1999, 2002), Stulz (1999), Reese et Weisbach (2002) et par Doidge et al. (2007) stipulent que la cotation aux États-Unis améliore la protection des droits des actionnaires des entreprises, par conséquent, permet de maîtriser les problèmes d'agence potentiels, voire réduire les coûts d'agence causés par les conflits entre actionnaires de contrôles et actionnaires minoritaires⁵⁰.

En examinant un échantillon comportant 583 entreprises multicotées (dont 260 par ADRs niveau 1, 142 par ADRs niveau 2 et niveau 3 et 181 par placements privés) et 4 563 entreprises non multicotées provenant de 20 pays émergents durant la période qui s'étale de l'année 1990 jusqu'à l'année 2003, O'Connor (2005) étudie la relation entre les changements du degré de protection des investisseurs et les changements de la politique des dividendes de l'entreprise. Les résultats trouvés confirment l'idée selon laquelle les investisseurs domestiques des entreprises cotées dans les bourses américaines bénéficient de l'amélioration de protection de leurs droits. Toutefois, l'auteur constate que ceux des entreprises inscrites en hors cote ne sont pas mieux protégés et que l'inscription par le biais des placements privés offre une meilleure protection. Sur la base d'un échantillon comportant 1 307 entreprises multicotées (à l'exception des entreprises canadiennes et américaines) pendant la période 1992-2001, Hail et Leuz (2004) constatent que les placements privés nécessitent une communication privée avec des investisseurs institutionnels sélectionnés. Ceci conduit à une asymétrie d'information entre les actionnaires et un accroissement du coût des fonds propres. Ainsi, les actionnaires considèrent la décision d'initier un placement privé comme un « mauvais signal » dans le sens où l'entreprise révèle un intérêt pour l'augmentation de capital aux États-Unis sans se soucier des conséquences légales associées à la multicotation.

L'étude menée par Fernandes et al. (2010) supporte l'hypothèse selon laquelle les normes de divulgation et de protection des actionnaires minoritaires ont un effet économique

⁵⁰ Pinegar et al. (2004) expliquent l'amélioration du degré de protection par l'engagement volontaire des entreprises à améliorer le traitement de leurs actionnaires.

bénéfique, essentiellement pour les entreprises domiciliées dans des pays offrant une faible protection. Ces auteurs montrent que les entreprises placent une valeur élevée pour les exigences de divulgation quand le degré de divulgation et de protection des minoritaires sont faibles dans leurs pays d'origine. Ils trouvent des rendements négatifs spécifiques des entreprises soumises aux exigences de la SEC (ADRs niveau 2 et niveau 3), par comparaison avec celles exemptées de ces exigences (ADRs niveau 1 et placements privés).

En nous inspirant de ces études empiriques, une première hypothèse est ici posée :

H₁ : Une bonne protection des actionnaires minoritaires favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

3- Tradition légale et cotation à l'étranger

La comparaison des traditions juridiques a été souvent mise en évidence dans les travaux de La Porta et al. (1998, 1999). Il s'est souvent révélé l'existence de quatre groupes de pays : pays de droit commun, pays de droit civil français, pays de droit civil allemand et pays de droit civil scandinave. La différence est jugée importante entre ces systèmes, tout particulièrement entre le système de droit civil et le système de droit commun (Coffee, 1999). Dans le système légal de droit civil, le juge qualifie juridiquement les faits pour dégager la question de droit que pose un litige et en déduire la solution de droit applicable figurant dans le code. Alors que, le juge dans un système légal de droit commun apparaît comme un créateur de droit, son raisonnement est inductif, dans le sens où il reproduit des solutions dégagées pour des faits similaires.

À ce niveau, une question importante se pose : pourquoi le gouvernement d'entreprise diffère-t-il à travers les pays ? Dans leur étude, La Porta et al. (1997) mettent en évidence l'origine légale des pays. La présence des protections légales explique vraisemblablement la nécessité et l'importance des actionnaires minoritaires dans le financement des entreprises. Comme le signale La Porta et al. (1997), les lois protégeant les investisseurs et les normes comptables diffèrent d'un pays à un autre et la qualité de l'exécution de ces lois varie considérablement. La thèse soutenue par La Porta et al. aboutit à la conclusion selon laquelle

les pays de droit commun, comme les États-Unis et la grande Bretagne, sont caractérisés par des systèmes de gouvernance d'entreprise plus efficaces et offrent une protection juridique des investisseurs élevée rendant ainsi difficile l'expropriation des actifs de l'entreprise par les internes. Cette conclusion est justifiée par le fait que les systèmes de gouvernement d'entreprise dans les pays de droit commun permettent un contrôle externe des entreprises par le marché. Dans plusieurs autres pays comme la France et l'Allemagne (pays de droit civil), la situation des investisseurs extérieurs est beaucoup plus précaire, même si certaine protection peut exister. Les entreprises sont contrôlées de façon interne par les actionnaires de contrôle. Le rôle des règles de gouvernance d'entreprise est alors de réduire l'expropriation des droits des actionnaires minoritaires par les actionnaires de contrôle.

Les travaux récents stipulent que la tradition légale affecte aussi bien la loi qui protège les droits des actionnaires minoritaires que la capacité de recevoir des financements (La Porta et al., 1997, 1998, 2000). La protection des droits des investisseurs facilite le financement des entreprises par capitaux propres et favorise le développement du système financier. Il s'avère très difficile de trouver un moyen susceptible de surmonter les désavantages résultant de la localisation dans un pays offrant de faibles institutions légales. Dès lors, les entreprises établies dans des pays ayant des normes de divulgation et de supervision inadéquates sont plus incitées à inscrire leurs titres aux États-Unis et souhaitent contourner la mauvaise qualité des systèmes de gouvernement d'entreprise de leurs pays d'origine. Elles peuvent « emprunter » le modèle de protection des droits des actionnaires minoritaires des pays étrangers caractérisés par de meilleures institutions légales (Stulz, 1999). En particulier, les entreprises qui inscrivent leurs titres aux États-Unis se soumettent à des exigences de divulgation d'informations très rigoureuses. En outre, les investisseurs peuvent avoir recours aux tribunaux américains et bénéficier des lois et des réglementations américaines. Partant de ce constat, les entreprises incorporées dans une juridiction de droit civil cherchent à être cotées dans des pays de droit commun, et tout particulièrement aux États-Unis.

Cette hypothèse est testée par Reese et Weisbach (2002) qui comparent les stratégies respectives de multicotation en Europe et aux États-Unis des entreprises soumises aux règles du droit commun et celles soumises aux règles du droit civil. En effet, si la thèse de La Porta et al. est confirmée, on devrait s'attendre à ce que les entreprises relevant du droit civil gagneraient à augmenter leurs capitaux sur le marché américain en se soumettant ainsi aux règles de ce pays. Les auteurs trouvent que les entreprises établies dans des pays offrant une

protection inadéquate aux actionnaires minoritaires sont plus incitées à inscrire leurs titres à l'étranger que celles provenant des pays offrant une meilleure protection. En d'autres termes, la multicotation est plus courante chez les entreprises appartenant aux pays de droit civil français que celles des pays de droit commun. Leurs résultats révèlent aussi que les entreprises des pays de droit civil français s'inscrivent d'une manière disproportionnée dans des bourses organisées en particulier à la bourse de New York (NYSE). Par opposition à l'inscription en hors cote et par le biais des placements privés, la cotation en bourse organisée soumet les entreprises à des obligations comptables et à des engagements fermes dont le but est de mieux protéger les droits des actionnaires minoritaires.

Ces auteurs trouvent que parmi les 491 entreprises multicotées étudiées, provenant des pays de droit civil français, 46,4 % d'entre elles choisissent de s'inscrire dans une bourse organisée, alors que pour les 1 180 entreprises cotées aux États-Unis, originaires des pays de droit commun, 38,9 % seulement choisissent de s'inscrire dans des bourses organisées. Par ailleurs, les entreprises des pays de droit civil allemand et scandinave ne semblent pas suivre une stratégie déterminée de multicotation comme est le cas des entreprises appartenant aux pays de droit civil français ou de droit commun. En se référant aux arguments avancés par La Porta et al., ces pays ont un niveau de cotation à l'étranger « intermédiaire ». Ils offrent une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires en comparaison avec celle des pays de droit civil français. Cette protection reste toutefois insuffisante comparée à celle des pays de droit commun. Les entreprises des pays de droit civil allemand affichent le niveau de multicotation le plus faible. En revanche, celles des pays de droit civil scandinave ont le niveau le plus élevé.

En se référant à la définition du gouvernement d'entreprise donnée par Shleifer et Vishny (1997)⁵¹, Aggarwal et al. (2009) comparent la qualité du gouvernement d'entreprise d'un échantillon comportant 2 235 entreprises non-américaines de 44 pays et 5 296 entreprises américaines. Ils montrent que 92 % des entreprises non-américaines présentent un modèle de gouvernement d'entreprise moins efficace en termes de contrôle des dirigeants que celui des entreprises américaines. Seules les entreprises canadiennes et britanniques présentent un système de gouvernement d'entreprise comparable à celui des

⁵¹ La définition du gouvernement d'entreprise avancée par Shleifer et Vishny (1997) est : « *le corporate governance est l'étude des moyens par lesquels les pourvoyeurs des moyens financiers de l'entreprise se garantissent de l'obtention d'un rendement de leurs investissements* ».

entreprises américaines. Les caractéristiques des pays jouent alors un rôle très important pour expliquer ce résultat. Au Canada et au Royaume-Uni, les actionnaires de contrôle ne peuvent s'approprier que d'un montant relativement faible de bénéfices privés du contrôle.

En support à l'hypothèse de « crédibilité par association », Vaaler et Schrage (2009) découvrent, lors de l'examen d'un échantillon composé de plus que 700 entreprises provenant de 23 pays émergents durant la période 1996-2006, que l'effet de la multicotation est faible parmi les entreprises localisées dans des pays de droit commun offrant une bonne protection légale des minoritaires. Ces auteurs constatent aussi que le niveau de multicotation est élevé parmi les entreprises localisées dans des pays de droit civil offrant une protection inadéquate des minoritaires.

Une étude menée par Doidge et al. (2005), portant sur un échantillon composé de 154 entreprises multicotées et de 4 118 non multicotées pendant la période allant de l'année 1995 à l'année 2001, montre que la cotation aux États-Unis restreint l'extraction des bénéfices privés du contrôle. Par conséquent, lorsque les bénéfices privés sont élevés, les actionnaires de contrôle ne sont pas assez motivés à inscrire leurs titres dans des bourses américaines à cause des normes plus strictes de surveillance, des exigences plus élevées de transparence et des obligations en matière de divulgation des informations. C'est la raison pour laquelle les entreprises établies dans des pays caractérisés par des structures institutionnelles peu efficaces évitent d'inscrire leurs titres aux États-Unis malgré les avantages liés à la multicotation (Doidge et al., 2007).

Sur la base de l'hypothèse de « crédibilité par association », qui prône que les entreprises multicotées vont profiter d'un cadre juridico-financier plus contraignant pour améliorer leur système de gouvernance, nous émettons les deux hypothèses suivantes :

H₂ : Les entreprises provenant des pays de droit civil français sont les plus incitées à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

H₃ : Un système juridique efficient incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

Contrairement à l'hypothèse de « crédibilité par association », l'étude récente réalisée par Abdallah et Goergen (2008), sur un échantillon composé de 175 entreprises multicotées dans 19 bourses différentes durant la période 1999-2000, révèle que les entreprises des pays offrant une protection peu efficace aux minoritaires ne sont pas motivées à être cotées dans des pays de droit commun.

4- Principaux droits des actionnaires minoritaires

Représentant une propriété indirecte des entreprises, les programmes d'émission de certificats d'actions étrangères (DRs) permettent aux investisseurs d'investir dans des entreprises étrangères. En même temps, ils fournissent à ces investisseurs virtuellement les mêmes droits que les actionnaires d'une entreprise, détenant des titres de propriété, tels que le droit aux dividendes, les droits préventifs d'informations et les droits de vote.

4-1- Droit aux dividendes

Contrairement à la thèse de neutralité du dividende avancée par Modigliani et Miller (1961), la théorie d'agence considère la politique de dividende comme un mécanisme de gestion efficace des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires externes⁵². Easterbrook (1984) attribue au dividende un rôle disciplinaire implicite des dirigeants opportunistes qui doit être d'autant plus élevé que les coûts d'agence sont importants. Le paiement d'un dividende élevé, en réduisant l'autofinancement, oblige les dirigeants à recourir au financement externe pour parvenir aux besoins d'investissement de l'entreprise, les

⁵² Au cours de la vie sociale, les actionnaires minoritaires perçoivent des dividendes. Ces dividendes représentent « une rémunération qui est inférieure au taux de rentabilité d'équilibre du marché (compte tenu du risque) » (Charreaux et Desbrières, 1998). Les dividendes représentent le droit auquel les dirigeants renoncent afin de recevoir du financement (La Porta et al., 1997, 1998). L'absence des mécanismes de gouvernement efficaces peut conduire à l'expropriation des cash-flows par les actionnaires de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires. Les dividendes constituent l'un des mécanismes permettant de ne pas investir les cash-flows dans des projets non rentables (Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986 ; La Porta et al., 1999 ; Liu, 2002).

soumettant ainsi au contrôle du marché financier. Sous l'hypothèse du « Free Cash Flow » avancée par Jensen (1986), la distribution de dividendes élevés permet de réduire les coûts d'agence des fonds en excès à la disposition des dirigeants évitant ainsi d'être employés de manière inefficace sous forme d'investissements non rentables.

En d'autres termes, les modèles d'agence des dividendes expliquent le rôle important des dividendes dans la réduction des coûts des cash-flows (Faccio et al., 2002). Ces modèles stipulent que le versement des dividendes par les entreprises permet de contourner les problèmes d'agence par la réduction des opportunités des dirigeants d'investir les cash-flows dans des projets non rentables (Jensen, 1986). En outre, le versement des dividendes expose les entreprises à un examen supplémentaire du marché de capitaux par l'amélioration de la confiance des investisseurs sur le marché étranger dans le but de consolider leurs opportunités de croissance (Easterbrook, 1984). Les actionnaires externes peuvent donc avoir une préférence plutôt pour une politique de dividende généreuse que pour la rétention des bénéfices par les actionnaires de contrôle. Cette préférence peut varier selon le degré de protection juridique offert aux investisseurs face au risque de leur spoliation.

La Porta et al. (1999) abordent le sujet de la politique de dividende et les problèmes d'agence dans 33 pays du monde ayant des régimes de protection des investisseurs différents. Les auteurs mettent en évidence deux modèles d'agence du dividende. Selon le premier modèle, « the outcome model of dividends », le dividende est le résultat de la pression efficace exercée par les actionnaires minoritaires pour forcer les actionnaires de contrôle à distribuer les liquidités. Ainsi, une bonne protection juridique des actionnaires minoritaires doit être poursuivie par un dividende élevé. Le deuxième modèle, « the substitute model of dividends », stipule que les actionnaires de contrôle choisissent de payer des dividendes afin d'établir la réputation d'un traitement équitable des actionnaires minoritaires. Selon ce modèle, une bonne protection juridique des actionnaires minoritaires réduit le besoin d'établissement d'une réputation et elle doit être associée à un faible versement de dividendes. Les résultats trouvés sur un échantillon de 4 000 entreprises appartenant à 33 pays concluent en faveur du premier modèle. Les auteurs supposent que les entreprises domiciliées dans les pays de droit commun où les investisseurs sont bien protégés établissent des ratios de dividende plus élevés que ceux des entreprises des pays de droit civil dans lesquels la protection juridique des investisseurs est inefficace. En outre, dans les pays de droit commun les entreprises à fortes opportunités de croissance affichent un ratio de dividende plus faible

que celui des entreprises à faibles opportunités de croissance. Ces résultats sont conformes aux prédictions de la théorie de l'agence selon lesquelles les investisseurs dans les pays à bonne protection juridique utilisent leur pouvoir légal pour extraire les dividendes de l'entreprise en particulier lorsque les opportunités de réinvestissement sont limitées.

Théoriquement, la cotation aux États-Unis, améliore le degré de protection des actionnaires minoritaires. Les deux modèles de distribution de dividendes (« outcome model » et « substitute model ») et particulièrement les résultats de Liu (2002) stipulent que les paiements des dividendes sont fonction des changements du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. L'amélioration de la protection des actionnaires minoritaires doit modifier le rôle joué par la politique de distribution de dividendes dans la réduction des coûts associés au problème de free cash-flows. D'après ces deux modèles, l'amélioration du degré de protection des actionnaires minoritaires permet :

- Soit de contraindre les entreprises à verser plus de dividendes ;
- Soit que les actionnaires vont accepter moins de dividendes puisque la cotation aux États-Unis impose des exigences qui limitent la capacité des actionnaires de contrôle d'extraire les bénéfices privés du contrôle et à exproprier les actionnaires minoritaires. Ainsi, la multicotation et la politique de dividende peuvent agir comme des substituts afin de contrôler les coûts d'agence des cash-flows.

Dans son étude de la politique de distribution de dividendes des entreprises multicotées, Liu (2002) a isolé l'impact de la cotation par ADRs à travers le régime légal. Il constate que les paiements de dividendes sont significativement élevés dans les pays qui offrent une meilleure protection aux investisseurs. Ce résultat est en cohérence avec « the outcome model of dividends ». L'auteur remarque que les entreprises qui versent moins de dividendes sont plus performantes, de plus grande taille et possèdent des opportunités de croissance plus importantes. Cette idée supporte les résultats trouvés par Pagano et al. (2002), Claessens et al. (2003) et Durand et Tarca (2005). Liu (2002) conclut aussi que dans les marchés émergents, caractérisés par des paiements de dividendes faibles, les améliorations du gouvernement d'entreprise limitent le rôle joué par la politique de distribution de dividendes dans la réduction des coûts d'agence liés au problème de free cash-flows.

Sur la base d'un échantillon comportant 3 418 entreprises établies dans 39 pays dont 496 entreprises multicotées et 2 922 entreprises non multicotées durant la période de l'année 1980 à l'année 2002, O'Connor (2004) met en évidence l'impact de la multicotation sur le paiement des dividendes par les entreprises. Il examine le changement de la politique de versement des dividendes poursuivie par les entreprises suite à la multicotation. Un versement de dividendes limité ne prouve rien si les entreprises versaient de faibles dividendes avant la multicotation. Pour cela, O'Connor estime séparément le paiement des dividendes avant et après la multicotation pour toutes les entreprises de son échantillon⁵³. Il constate que les entreprises qui inscrivent leurs titres dans les bourses américaines (par le biais des ADRs niveau 2 et niveau 3) versent significativement moins de dividendes après la multicotation. En cohérence avec l'hypothèse de « crédibilité par association », ce résultat permet à O'Connor de conclure que les entreprises substituent leur gouvernement d'entreprise domestique par un meilleur régime de gouvernement offrant une bonne protection aux actionnaires minoritaires. L'auteur montre que l'amélioration de la qualité du gouvernement d'entreprise suite à la multicotation limite le rôle joué par les dividendes dans la réduction des coûts d'agence.

4-2- Droit à l'information

L'information comptable constitue un outil de contrôle et de protection des droits des actionnaires contre l'opportunisme des dirigeants. Elle contribue à la réduction des coûts d'agence provenant de la divergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires, notamment ceux des actionnaires de contrôle et des actionnaires minoritaires. Lorsque le capital est concentré, les actionnaires de contrôle présentent une menace d'expropriation pour les actionnaires minoritaires et sont par suite peu enclins à publier des informations financières. En effet, une meilleure publication financière permet de mieux protéger les droits des actionnaires minoritaires des agissements des actionnaires de contrôle.

⁵³ O'Connor (2004) emploie deux mesures de sa variable dépendante, Div_{it} . Premièrement, il emploie la mesure traditionnelle du paiement de dividendes qui est le montant des dividendes versés par bénéfices, $\frac{Div}{EARN}$. Ce ratio est défini par : $\frac{\text{dividende par action}}{\text{bénéfice par action}} * 100$. La deuxième mesure est $\frac{Div}{CF}$, ce ratio est défini par : $\frac{\text{dividende par action}}{\text{cash-flow par action}} * 100$.

L'absence d'une protection légale efficace des actionnaires minoritaires dans les pays d'origine et la supériorité de la protection offerte par les lois américaines peuvent non seulement influencer la décision des dirigeants à inscrire leurs titres aux États-Unis mais attirer aussi des investisseurs et des analystes américains à la recherche d'un environnement caractérisé par une bonne divulgation d'informations (Bailey et al., 2006). Pour mieux protéger les investisseurs, les documents d'informations sont soumis à de nombreuses exigences et mesures de protection légale. Les agents et les comités de vérification doivent attester de l'exactitude de certains documents. Les administrateurs de l'entreprise doivent veiller à leur communication en temps opportun et de façon exacte. Les investisseurs ont tous droit à l'information conformément aux conditions de la bourse concernées. En plus de la couverture médiatique, la multiplication des annonces des performances de l'entreprise et les rapports des experts et des analystes présents sur la bourse étrangère améliorent la transparence de l'entreprise. L'information devient plus accessible au public, plus abondante et de meilleure qualité (Kammoun, 2008).

Les entreprises dont le niveau de divulgation est élevé sont capables d'attirer les investisseurs et ainsi accroître la liquidité (Diamond et Verrecchia, 1991 ; Kim et Verrecchia, 1991, 1994). D'après Domowitz et al. (1998), l'effet de la multicotation sur la liquidité dépend du niveau de divulgation des informations et de la transparence des marchés. Si les informations sur les deux marchés sont disponibles, de nouveaux investisseurs seront incités à investir et le niveau de liquidité augmente. En revanche, l'absence de divulgation des informations justes et fiables entraîne la migration des flux vers l'étranger et la détérioration de la qualité du marché local, ce qui implique une baisse significative de la liquidité.

Il est bien connu que les principes comptables généralement admis des États-Unis exigent la présentation des informations qui ne sont pas obligatoires dans d'autres pays. En plus des données financières, d'autres informations sont exigées telles que les informations sur les facteurs risques, sur la structure de propriété, sur la compétitivité, sur les actions juridiques, ... La transparence des règles comptables constitue un aspect important pour assurer la protection des actionnaires minoritaires, elle rend très difficile de cacher les actions d'expropriation de valeur de l'entreprise. En particulier, la divulgation des informations sur la structure de propriété est très importante car elle permet aux actionnaires minoritaires de connaître l'identité des actionnaires de contrôle, ce qui oblige ces derniers à développer la réputation de ne plus exproprier les actionnaires minoritaires (Doidge, 2001).

La multicotation peut aider à contourner cette source de segmentation des marchés à savoir les coûts d'acquisition des informations pertinentes sur les entreprises multicotées, ceux de leur analyse et la question de la fiabilité de ces informations. Plusieurs auteurs soutiennent l'idée selon laquelle 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 multicotées (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004). La cotation à la bourse d'un pays où les normes sont plus rigoureuses atténue le risque que les dirigeants de l'entreprise exploitent des informations privilégiées et limite considérablement leur capacité à s'approprier des bénéfices privés du contrôle (Doidge et al., 2005). La diminution consécutive des coûts d'informations et des coûts de surveillance des dirigeants permet aux entreprises de réduire la prime de risque rattachée à leurs actions (Reese et Weisbach, 2002).

La notion d'une « course vers le sommet » en matière de divulgation des informations a été formalisée dans le modèle théorique de Huddart et al. (1998). L'activité des opérateurs non informés, qui ont tout intérêt à s'adresser aux marchés où les exigences de divulgation sont plus importantes, empêche les initiés d'inscrire leur entreprise à la cote d'une bourse moins contraignante, et donc d'exploiter les informations privilégiées 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 d'informations afin d'attirer un plus grand nombre d'entreprises. Néanmoins, Lins et al. (2004) constatent que les analystes américains trouvent encore des difficultés à suivre les entreprises non-américaines dont le capital est entre les mains des grandes familles ou des actionnaires de contrôle. C'est le cas notamment des entreprises provenant des pays offrant une moins bonne protection légale aux actionnaires minoritaires.

En nous inspirant de ces études, nous émettons l'hypothèse suivante :

H₄ : Un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

Par opposition aux études antérieures, Hope et al. (2007) examinent si les obligations de divulgation des informations aux États-Unis affectent la décision de multicotation dans une bourse américaine. Ces auteurs trouvent que les entreprises établies dans des pays caractérisés

par un environnement de divulgation moins exigeant sont plus incitées à inscrire leurs titres aux États-Unis sur le marché en hors cote (OTC) ou à opter pour des placements privés auprès des investisseurs institutionnels. Elles sont moins incitées à inscrire leurs titres dans des bourses et se soumettre aux principes généraux de comptabilité américaine.

4-3- Droit de vote

Sans méconnaître les effets positifs qui résultent de l'instauration de systèmes de rémunération particulièrement incitatifs pour les dirigeants, force est de reconnaître que la protection la plus efficace pour les actionnaires minoritaires est le droit de vote attaché à chacun des titres détenus. Ce droit permet d'influer sur la prise de décision en assemblée générale, qu'il s'agisse de la désignation des membres du conseil d'administration ou de l'approbation de certaines décisions engageant des changements importants dans les statuts de l'entreprise (augmentation de capital, fusion-acquisition, ...).

Bien que les programmes d'émission de certificats d'actions étrangères (DRs) possèdent la plupart des caractéristiques des titres de propriété ordinaires cependant ils ne sont pas identiques. Les actionnaires étrangers rencontrent encore davantage d'obstacles pour voter. Ils sont certainement plus susceptibles de voter par procuration. Le vote transfrontière par procuration demeure pratiquement impossible dans un grand nombre d'économies en développement et d'économies de marchés émergents (également dans de nombreux pays développés). Il y a plusieurs limitations qui ne permettent pas au détenteur des certificats d'actions étrangères de disposer de tous les droits d'un actionnaire ordinaire.

Aux États-Unis, en plus de la loi fédérale des titres, les accords de dépôt jouent un rôle important dans la détermination des droits de vote des détenteurs des certificats américains d'actions étrangères (ADRs). D'après plusieurs accords, les entreprises émettrices d'ADRs reconnaissent ces détenteurs comme étant des actionnaires des titres sous-jacents et non pas des dépôts de banque. Il n'existe pas de différences entre détenteurs d'ADRs et actionnaires dans le marché étranger (Ayyagari, 2004)⁵⁴. C'est la banque de dépôt qui va exercer les droits

⁵⁴ Les résultats de l'étude menée par Aggarwal et al. (2007) montrent qu'un investisseur détenant un ADR d'une entreprise brésilienne ne dispose d'aucun droit de vote. Cependant, un investisseur détenant un ADR d'une entreprise taïwanaise dispose généralement des droits de vote.

de vote pour les détenteurs des certificats américains d'actions étrangères (Urias, 1994). Cependant, quelques accords de dépôt limitent sévèrement les droits de vote des détenteurs d'ADRs. Parmi ces accords, il y a ceux qui les privent de leurs droits de vote seulement dans des circonstances limitées. D'autres accords stipulent que si les détenteurs d'ADRs ne votent pas, leurs titres feront automatiquement l'objet d'une procuration à l'émetteur. Beaucoup d'accords incluent un démenti qu'il n'y a aucune garantie que les détenteurs d'ADRs recevront la procuration dans les temps pour exercer leurs droits de vote et dans quelques accords, une banque de dépôt, reconnue comme un actionnaire, ne peut pas interrompre son vote si les détenteurs d'ADRs fournissent des votes conflictuels (Ayyagari, 2004).

Cotée par le biais des programmes d'émission de certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1, l'entreprise émettrice ou dépositaire peut décider si les droits de vote sont offerts ou non aux détenteurs de ces certificats. Aussi, les programmes d'EDRs et GDRs avec les placements privés peuvent être mis en place sans droits de vote. En outre, certains abus subsistent encore dans plusieurs pays. Ainsi pour un émetteur dont les ADRs représentent un certain nombre de pourcentage des titres en circulation, la banque dépositaire des programmes d'émission de certificats américains d'actions étrangères (ADRs) exprime son vote à l'assemblée générale conformément aux instructions reçues des détenteurs. À défaut d'instructions exprimées par un détenteur, ou si un formulaire de vote a été retourné dûment signé mais sans indication de vote ou encore si le formulaire de vote a été retourné mais il est illisible, la banque dépositaire donne le pouvoir au président de l'assemblée pour les actions correspondantes. Ce dernier vote joue en faveur des projets de résolution agréés par le conseil d'administration et contre les autres projets de résolution.

Section 2- Impact de la multicotation sur les bénéfices privés du contrôle

La finance traditionnelle suppose que toutes les actions d'une entreprise sont identiques et que chaque actionnaire reçoit le même revenu par action. Au cours des vingt dernières années, une nouvelle approche a été rapidement acceptée, selon laquelle un actionnaire de contrôle est capable d'obtenir des bénéfices qui ne sont pas partagés par tous les autres actionnaires, ils sont désignés par des bénéfices privés du contrôle « private benefits of control ». Dyck et Zingales (2004) définissent les bénéfices privés du contrôle comme les

avantages, monétaires ou non, réservés exclusivement aux actionnaires de contrôle. Ces bénéfices jouent un rôle important dans le cadre des théories récentes de gouvernement d'entreprise et au sein d'une littérature croissante de comparaison de systèmes financiers parce qu'ils affectent la performance de l'entreprise ainsi que la richesse des actionnaires minoritaires. L'appropriation privilégiée d'une partie du cash-flow économique est la manifestation du conflit des actionnaires de contrôle avec des actionnaires extérieurs qui souffrent d'une expropriation⁵⁵.

Dans plusieurs pays, les actionnaires minoritaires sont faiblement protégés par l'environnement légal et surtout expropriés par les actionnaires de contrôle qui peuvent facilement extraire une valeur de l'entreprise. Alternativement, les bénéfices privés peuvent avoir un effet financier direct important sur les actionnaires minoritaires à travers les transactions qui détournent les ressources de l'entreprise vers d'autres entreprises appartenant aux dirigeants, aux actionnaires de contrôle ou à leurs familles (Benos et Weisbach, 2004).

La valeur de ces bénéfices varie à travers les pays et dépend du degré de protection légale offert aux actionnaires minoritaires (Nenova, 2003). Rappelons qu'une protection inadéquate des droits des actionnaires minoritaires peut expliquer la difficulté d'augmenter leurs capitaux rencontrée par plusieurs entreprises (La Porta et al., 2000). L'extraction des bénéfices privés du contrôle des entreprises constitue un aspect important du gouvernement d'entreprise et une source de conflit potentiel avec les actionnaires minoritaires. Toutefois, ces entreprises peuvent s'échapper à l'environnement légal domestique jugé inefficace par l'inscription de leurs titres à l'étranger, tout particulièrement aux États-Unis. Les actionnaires de contrôle utilisent la multicotation pour prouver aux actionnaires minoritaires l'impossibilité d'être expropriés et augmenter beaucoup plus facilement leurs capitaux (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999).

1- Valeur des bénéfices privés du contrôle

Le droit de contrôle d'une entreprise est très précieux, il procure aux actionnaires de contrôle de nombreux avantages privés. La mesure des bénéfices privés du contrôle que

⁵⁵ L'enjeu économique du conflit entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires extérieurs est celui de l'extraction de bénéfices dans les pays où les systèmes légaux de protection des minoritaires ne sont pas parfaits et laissent une possibilité d'action, voire de prédation pour les actionnaires de contrôle.

peuvent extraire les actionnaires de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires constitue une question centrale en finance d'entreprise. Or, ces bénéfices sont par essence inobservables et intrinsèquement difficiles à valoriser directement. Comme le stipulent Dyck et Zingales (2004), la coalition de contrôle considérera comme possible d'extraire des ressources de l'entreprise uniquement lorsqu'il sera très difficile, voire impossible, de prouver leurs agissements⁵⁶.

Toutefois, il existe deux méthodes permettant d'évaluer empiriquement le niveau de ces bénéfices privés⁵⁷. La méthode de transactions de bloc de contrôle, initiée par Barclay et Holderness (1989), s'appuyant sur les cessions de bloc de contrôle des entreprises cotées, par l'évaluation de la différence (prime de contrôle) entre la valeur du bloc et le cours des actions sur le marché. La méthode de valorisation des droits de vote, qui exploite la différence de prix relatif entre les actions duales, plus précisément, elle mesure la différence entre deux classes d'actions, avec des droits de dividendes similaires ou identiques mais avec droits de vote différents.

1-1- Méthode de transaction de bloc de contrôle

Barclay et Holderness (1989) sont les premiers à avoir estimé l'ampleur des bénéfices privés à travers la prime payée dans les transactions de blocs d'actions. Ils estiment que la différence entre le cours d'une action payé par un acquéreur et le cours d'une action sur le marché après acquisition reflète les bénéfices privés associés au contrôle de l'entreprise. Cette différence permet de mesurer les bénéfices privés du contrôle puisque le cours payé par l'acquéreur reflète non seulement les cash-flows futurs espérés mais aussi la valeur du contrôle, tandis que, le cours d'une action sur le marché reflète seulement les bénéfices des cash-flows. Sur un échantillon de 63 transactions de blocs d'actions d'entreprises américaines (cotées sur le NYSE ou l'AMEX) entre 1978 et 1982, ces auteurs stipulent que le prix de

⁵⁶ Des travaux récents portant sur le conflit opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires proposent un nouvel indicateur des bénéfices privés du contrôle (Leuz et al., 2003 ; Liu et Lu, 2007). En effet, la position des actionnaires de contrôle peut leur permettre de gérer d'une manière appropriée le résultat comptable afin de masquer la performance réelle de l'entreprise et cacher, par conséquent, les bénéfices privés du contrôle. L'étude empirique menée par Leuz et al. (2003) montre des différences significatives de la gestion du résultat à travers les pays et met en évidence l'importance de cette pratique dans les pays où les droits des investisseurs externes sont faiblement protégés.

⁵⁷ Des exemples d'études récentes traitant des bénéfices privés du contrôle et les principales approches estimant les bénéfices privés du contrôle sont, respectivement, donnés dans les annexes 7 et 8.

cession de blocs dépasse en moyenne le cours post-annonce de 20,4 %, ce qui représente 13,1 % du prix d'achat du bloc et 4,3 % de la valeur boursière de la cible.

Cette approche s'est étendue au niveau international. Pour 393 transactions de transfert de contrôle de 39 pays pendant la période allant de 1990 à 2000, Dyck et Zingales (2004) calculent la prime de contrôle. Ces auteurs définissent la prime de contrôle comme suit :

$$\text{Prime de bloc} = \lambda B_b + (1-\lambda) B_s - \alpha (1-\lambda) (Y_b - Y_s)$$

Où :

B_s : est le niveau des bénéfices privés extrait par le vendeur ;

B_b : est le niveau des bénéfices privés extrait par l'acheteur ;

Y_s : est le niveau des bénéfices du cash-flow par action du vendeur ;

Y_b : est le niveau des bénéfices du cash-flow par action de l'acheteur ;

λ : représente le pouvoir de négociation des actionnaires de contrôle vendeurs de leurs actions, tel que : $0 \leq \lambda \leq 1$;

α : représente les droits de cash-flow ou la taille du bloc de contrôle, tel que : $0 \leq \alpha \leq 1$.

Lorsque $\lambda = 1$, le vendeur possède tout le pouvoir de négociation. La prime de bloc se réduit à B_b ce qui implique que l'acheteur paie au vendeur la valeur entière du bénéfice privé du contrôle. En utilisant l'approche de « transfert de contrôle », Dyck et Zingales (2004) montrent que les différences au niveau des bénéfices privés du contrôle à travers les pays peuvent être expliquées par les différences du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires.

1-2- Méthode de valorisation des droits de vote

La deuxième méthode qui mesure les bénéfices privés du contrôle consiste à calculer en pourcentage la différence des cours des actions ayant des droits de vote différents mais les mêmes droits de dividendes. Dans leurs études, Doidge (2004) estime la prime de vote comme une mesure, tandis que, Nenova (2003) utilise un ajustement pour les actions de chaque classe afin d'estimer les bénéfices privés du contrôle.

Doidge (2004) estime la prime de vote comme suit :

$$\text{Prime de vote} = (P_H - P_L) / (P_L - rv * P_H)$$

Où :

P_H et P_L : sont les cours de clôture hebdomadaire du marché local des actions avec un droit de vote élevé et un droit de vote faible, respectivement ;

rv : est le nombre relatif de votes attaché aux actions ayant un faible droit de vote (compris entre 0 et 1).

Cette définition de prime de vote est comparable à travers les entreprises ayant des systèmes d'arrangements de vote différents. Cette mesure reflète la différence de cours par vote. En effet, les entreprises des différents pays et celles d'un même pays peuvent avoir des arrangements de vote différents⁵⁸. Doidge (2004) stipule que les entreprises multicotées exposent un niveau substantiellement faible des bénéficiés privés du contrôle par comparaison à celles non multicotées. L'auteur utilise l'approche de la prime de vote pour estimer les bénéficiés privés et l'applique à un échantillon comportant 745 entreprises ayant des actions de deux classes de vote. Parmi ces entreprises, 137 sont multicotées par le biais d'ADRs niveau 1, niveau 2, niveau 3 et par placements privés. Ces entreprises sont localisées dans 20 pays différents. Son étude s'étend de l'année 1994 jusqu'à l'année 2001. En isolant les effets de la multicotation seulement sur la prime de vote, Doidge contrôle le niveau des variables des entreprises tels que les différences de droit de vote, les dividendes, la liquidité et la taille des entreprises, tout comme le niveau des variables des pays tels que les droits des actionnaires minoritaires, la concentration de propriété et le système légal. L'équation s'écrit alors comme suit :

$$VP_{it} = \alpha + \gamma_1 L144A_{it} + \gamma_2 L1_{it} + \gamma_3 L2/3_{it} + \beta' x_{it} + \delta' c_i + \varepsilon_{it}$$

⁵⁸ par exemple au Canada, « GSW inc. » a des actions ayant une part élevée de vote avec 100 votes par action et des actions ayant une part faible de vote ($rv = 0.01$). Tandis que, « CHC Helicopter Corp. » a des actions ayant une part élevée de votes avec 10 votes par action et des actions ayant une part faible de vote ($rv = 0.10$).

Où :

VP_{it} : est la prime de vote de l'entreprise i pendant l'année t (telle qu'elle a été déjà définie) ;

$L144A_{it}$, $L1_{it}$, $L2/3_{it}$: sont des variables binaires qui prennent la valeur 1 lorsque l'entreprise est multicotée par le biais d'un type d'ADR particulier et 0 sinon ;

x_{it} : représente le niveau de contrôle de l'entreprise ;

c_i : dénote les variables du niveau de contrôle du pays ;

α , γ_1 , γ_2 , γ_3 , β' , δ' : sont les paramètres à estimer ;

ε_{it} : est le terme d'erreur.

Doidge constate que les entreprises cotées dans les bourses américaines sont soumises à des systèmes de gouvernement d'entreprise, des normes de divulgation et des règles comptables très rigoureux par comparaison avec ceux de leurs pays d'origine. La moyenne de la prime de vote des entreprises non multicotées est de 21 % tandis qu'elle est de 12 % pour les entreprises cotées par le biais des ADRs niveau 2 ou niveau 3 soit une baisse de 43 %. Le niveau de la baisse de prime de vote est négativement lié aux mesures de protection des actionnaires minoritaires des pays d'origine. En comparant les 37 entreprises cotées dans les bourses seulement (ADRs niveau 2) et celles qui sont multicotées dans les bourses et qui ont augmenté leurs capitaux (ADRs niveau 3) pendant une période qui s'étend de l'année 1983 jusqu'à l'année 2001, Doidge remarque que les entreprises cotées par le biais des ADRs niveau 3 ont une prime de vote plus faible. Toutefois, la multicotation par le biais des placements privés et par ADRs niveau 1 n'a aucun impact sur la valeur des bénéfices privés du contrôle. L'auteur conclut que les primes de vote des entreprises multicotées sont faibles. Cette différence est plus importante pour les entreprises établies dans des pays offrant une faible protection légale aux actionnaires minoritaires.

L'hypothèse de « crédibilité par association » explique ce résultat par les exigences des ADRs niveau 2 et niveau 3 qui limitent la capacité des actionnaires de contrôle à s'approprier de la valeur au détriment des actionnaires minoritaires. Ainsi, le facteur le plus important qui permet d'expliquer le niveau des bénéfices privés est l'environnement légal dans lequel l'entreprise opère. Zingales (1994, 1995) constate que la prime de vote moyenne est de 82 % en Italie comparée à 10,5 % aux États-Unis. La différence du niveau de la prime de vote reflète la différence dans l'étendue des bénéfices privés du contrôle. Il stipule que si les bénéfices privés du contrôle sont élevés en Italie par exemple, c'est parce que le système légal est inefficace. Les actionnaires de contrôle peuvent facilement diluer les droits de

propriété et exproprier les actionnaires minoritaires. Par conséquent, la prime de vote peut être utilisée comme un indicateur des bénéfices privés du contrôle et les différences de primes de vote à travers les pays interpellent les différences dans l'étendue des bénéfices privés du contrôle.

L'approche de Nenova (2003) consiste à estimer la valeur des votes du bloc de contrôle tel que :

$$VCBV = [P_M(t) - P_L(t)] / (1 - k) * ([N_M + N_L * k] / 2) / [N_M * P_M(t) + N_L * P_L(t)]$$

Où :

$P_M(t)$ et $P_L(t)$: sont les cours hebdomadaires des actions ayant des droits de vote multiples et limités, respectivement ;

N_M et N_L : sont le nombre des actions ayant des droits de vote multiples et limités, respectivement ;

K : est le ratio du pouvoir de vote des actions ayant des droits de vote limités par rapport aux actions ayant des droits de vote multiples.

Dans son approche, Nenova (2003) tente d'extraire la valeur différentielle non pas celle du vote mais des actions de bloc de contrôle. Cette approche nécessite l'émission d'une hypothèse concernant la taille du bloc de contrôle. Nenova suppose que le contrôle nécessite 50 % du vote. Ceci multiplie ses estimations par la moitié du pouvoir total du vote (le facteur $[N_M + N_L * k] / 2$). Finalement, pour contrôler la taille de l'entreprise, Nenova divise la prime de vote par la valeur totale du marché de l'entreprise (le facteur $N_M * P_M(t) + N_L * P_L(t)$). Après avoir estimé la valeur de contrôle dans 18 pays différents, Nenova (2003) trouve que les variables relatives à la protection des droits des actionnaires minoritaires sont inversement liées avec la valeur de contrôle. Ces variables expliquent à 76 % la variation de la valeur à travers les différents pays. Aussi, Nenova (2003) constate que la valeur du vote du bloc de contrôle est très élevée dans les pays de droit civil français qui offrent généralement une protection inadéquate aux actionnaires minoritaires.

2- Signal du niveau d'extraction des bénéfices privés du contrôle

Le pouvoir des dirigeants ou des actionnaires, ayant le contrôle de l'entreprise et un avantage à extraire des bénéfices d'ordre personnel de l'entreprise, est l'une des sources majeures de conflits avec les autres actionnaires minoritaires. Une des principales motivations du gouvernement d'entreprise est justement d'empêcher que les dirigeants en place ne puissent lever des capitaux par le biais de l'entreprise et en tirer un profit personnel. La solution pour restaurer la confiance des marchés est notamment la cotation sur un marché étranger⁵⁹. En quelque sorte, les dirigeants sont obligés de lever des capitaux sur un marché où la loi sur la sécurité financière est beaucoup plus sévère, tel est le cas du marché américain.

L'étude de l'interaction entre bénéfices privés du contrôle et cotation à l'étranger est motivée par deux raisons. La première raison est que la multicotation réduit le niveau des bénéfices privés du contrôle à travers l'amélioration du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. La deuxième raison est que les entreprises ayant des bénéfices privés élevés ont beaucoup à perdre suite à la multicotation. Dans la mesure où la cotation à l'étranger peut, potentiellement, affecter l'extraction des bénéfices privés du contrôle par les actionnaires de contrôle d'une entreprise, ces derniers doivent raisonner sur la perte des bénéfices privés du contrôle et le bénéfice réalisé par l'accès aux marchés extérieurs associé à une amélioration de la protection des droits des actionnaires minoritaires (Lamoreaux et Rosenthal, 2005). Dans les pays où la protection des droits des actionnaires minoritaires est inefficace, les actionnaires de contrôle profitent des bénéfices privés du contrôle. Ces actionnaires cherchent à éviter tout changement de régulation pouvant les forcer à partager les rendements de l'entreprise d'une manière équitable (Bebchuk et Roe, 1999).

En examinant un échantillon comportant 713 entreprises multicotées (dont 348 par ADRs niveau 1, 249 par ADRs niveau 2 et niveau 3 et 116 par placements privés) et 4 078 entreprises non multicotées provenant de 18 pays en décembre de l'année 1997, Doidge et al. (2004) remarquent que les entreprises cotées aux États-Unis sont surévaluées par rapport aux entreprises non multicotées et que l'évaluation différentielle est négativement liée au niveau de protection des actionnaires minoritaires dans les pays d'origine des entreprises. Ces

⁵⁹ L'annexe 9 présente un graphique qui met en évidence l'impact de la multicotation sur le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires à travers la limitation de l'extraction des bénéfices privés du contrôle.

auteurs estiment que la cotation aux États-Unis réduit la capacité des actionnaires de contrôle à extraire des bénéfices privés du contrôle. Toutefois, ces résultats ne couvrent pas les entreprises où les intérêts des actionnaires de contrôle sont suffisamment alignés à ceux des actionnaires minoritaires. Leur étude montre que les entreprises multicotées sont celles où les coûts imposés aux actionnaires minoritaires sont faibles. Les actionnaires de contrôle ont beaucoup à gagner et moins à perdre à travers la cotation aux États-Unis puisqu'ils ont peu de bénéfices privés du contrôle à protéger et de grandes opportunités de croissance à bénéficier suite à l'accès aux marchés de capitaux.

Il est important d'indiquer que les actionnaires de contrôle se soucient essentiellement et simultanément de deux éléments : les bénéfices privés du contrôle qu'ils peuvent s'approprier et la performance financière de leur entreprise. Tout changement dans le degré de protection des actionnaires minoritaires affecte nécessairement ces deux dimensions. En effet, la protection des actionnaires minoritaires accroît la valeur des titres et réduit les bénéfices privés du contrôle. Toutefois, il n'est pas facile de savoir quel phénomène domine l'autre (Doidge et al., 2004). Si la croissance attendue de la valeur des titres due à l'inscription dans une bourse étrangère est supérieure à la perte attendue des avantages privés du contrôle, les actionnaires de contrôle choisiraient plutôt d'inscrire leurs titres à l'étranger.

À travers l'examen d'un échantillon composé de 1 912 entreprises durant la période qui s'étale de l'année 1985 jusqu'à l'année 1999, Reese et Weisbach (2002) supposent que la multicotation permet réellement d'améliorer la protection des droits des actionnaires minoritaires.

Sans tenir compte des considérations légales, soit :

C_{NL} : coût de multicotation ;

B_{NL} : bénéfice de multicotation.

Une entreprise choisit d'être cotée à l'étranger lorsque les bénéfices sont supérieurs aux coûts :

$$B_{NL} > C_{NL}$$

Le changement du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires associé à la multicotation va influencer la décision des dirigeants d'inscrire leurs titres dans un marché étranger.

Soit :

$\Delta\text{PrivBen}$: variation des bénéfices privés associée à la multicotation ;

ΔPubVal : variation de la valeur publique de l'entreprise.

L'entreprise choisit d'être cotée à l'étranger quand :

$$0 < B_{NL} - C_{NL} + \Delta\text{PubVal} - \Delta\text{PrivBen}$$

Lorsque $(\Delta\text{PubVal} - \Delta\text{PrivBen})$ est positif l'amélioration du degré de protection des actionnaires minoritaires est bénéfique pour les dirigeants. Inversement, lorsque $(\Delta\text{PubVal} - \Delta\text{PrivBen})$ est négatif, l'amélioration du degré de protection des actionnaires minoritaires rend la multicotation indésirable pour les dirigeants puisqu'elle réduit les bénéfices privés du contrôle.

Par ailleurs, les actionnaires de contrôle qui cherchent à vendre une partie de leurs titres ou à augmenter leurs capitaux sont très soucieux de signaler leur incapacité à s'approprier des bénéfices privés du contrôle. Les investisseurs potentiels sont disponibles à payer plus pour les titres si les actionnaires de contrôle signalent une capacité d'extraction des bénéfices privés du contrôle très limitée. Contrairement aux dirigeants, les actionnaires de contrôle peuvent vendre le pouvoir d'extraction des bénéfices privés par la vente d'un bloc de contrôle. Dans la mesure où les actionnaires potentiels sont capables d'extraire une part considérable de bénéfices privés du contrôle, la prime de contrôle augmente. Les acheteurs potentiels du bloc de contrôle vont payer plus. Dans son étude, Barzuza (2010) considère quatre périodes. À $T=0$, les titres de l'entreprise sont cotés dans le marché domestique. Le dirigeant qui possède effectivement le contrôle de l'entreprise détient une fraction α des cash-flows de l'entreprise. À $T=1$, le dirigeant veut vendre une fraction additionnelle β de l'entreprise au public. Avant la vente de ses titres au public, le dirigeant a le choix de coter ses titres à l'étranger ou non. À $T=2$, le dirigeant extrait des bénéfices privés du contrôle. À $T=3$, les remboursements sont réalisés aussi bien au dirigeant qu'aux investisseurs.

- À T=0 : le dirigeant détient une fraction α des cash-flows de l'entreprise.

Lors de la première période, les titres de l'entreprise sont cotés seulement sur le marché domestique. Le dirigeant qui possède réellement le contrôle de l'entreprise détient une fraction α des cash-flows de l'entreprise. Le reste des actions, la fraction $(1 - \alpha)$ des cash-flows est détenue par le public, $(1 - \alpha) < 1$. Durant cette période le dirigeant reçoit un signal privé, qu'il doit respecter, sur les coûts d'extraction des bénéfices privés du contrôle de l'entreprise. De ce signal, il déduit quel montant des bénéfices privés du contrôle il est capable d'extraire de son entreprise. Non informés sur le montant des bénéfices privés que le dirigeant peut extraire, les investisseurs attribuent d'avance une probabilité p que le dirigeant peut extraire seulement un faible montant de bénéfices privés du contrôle.

- À T=1 : le dirigeant choisit le régime légal puis vend une fraction additionnelle β de l'entreprise au public.

Lors de la deuxième période, le dirigeant vend au public une fraction additionnelle β inférieure ou égale à α ($\beta \leq \alpha$). Tout comme Bebchuk (2002), Barzuza (2010) suppose qu'avant la vente de ses titres au public le dirigeant a l'opportunité de décider du niveau de protection des investisseurs qui gouverne leur entreprise, $\lambda \in [\underline{\lambda}, \bar{\lambda}]$. L'auteur définit λ en incluant le niveau de divulgation des informations et le niveau de leurs applications ainsi que d'autres facteurs tels que les rapports des analystes censés protéger les investisseurs contre l'extraction des bénéfices privés du contrôle. Lors de la vente additionnelle des actions au public, le dirigeant offre un engagement (P, λ) , tel que P représente le cours qu'il demande pour ses actions et λ représente la protection légale. L'auteur suppose la présence de la compétitivité entre les investisseurs dans le marché, par conséquent, le dirigeant peut trouver le cours P qu'il demande.

- À T=2 : le dirigeant extrait les bénéfices privés du contrôle.

Après la vente de la fraction β au public, le dirigeant extrait un montant des bénéfices privés du contrôle qui maximise la valeur *ex-poste* de ses paiements. L'extraction des bénéfices privés du contrôle est inefficace vu qu'elle est associée à des coûts. Le dirigeant ne peut recevoir que seulement $[b - C(b, c) - L(b, \lambda)] V$. L'extraction des bénéfices privés

impose deux types de coûts : les coûts d'inefficience indépendants du régime légal et les coûts associés au régime légal qui inhibent l'extraction des bénéfices privés du contrôle. L'opportunité d'extraire des bénéfices privés du contrôle conduit le dirigeant à faire des choix inefficients. Par exemple, il peut choisir un mauvais investissement au détriment d'un autre plus rentable lorsqu'il lui permet d'extraire plus facilement des bénéfices privés du contrôle. Toutefois, l'extraction des bénéfices privés impose des coûts liés à l'inefficience. Ces coûts, dénotés par $C(b, c)$, augmentent avec l'extraction des bénéfices privés du contrôle.

Pour plus de simplicité, l'auteur suppose que :

$$C(b, c) = cb^{60}.$$

Il existe deux types d'entreprises. Un premier type dénoté par L où l'extraction des bénéfices privés est relativement facile et associée à des coûts relativement faibles (C_L). Un deuxième type dénoté par H où l'extraction des bénéfices privés est plus difficile et se traduit par des coûts plus élevés (C_H). La proportion des entreprises de type L est $p \in (0, 1)$ et la proportion des entreprises de type H est de $(1-p)$. L'auteur estime la moyenne \bar{c} de chaque entreprise par :

$$\bar{c} = pC_L + (1-p)C_H$$

Durant la deuxième période avant la vente des actions au public, le dirigeant a adopté des coûts associés au régime réglementaire. Un environnement réglementaire strict exige un niveau élevé de divulgation et implique un respect et une application effective, ce qui accroît le risque que le dirigeant s'expose lors de l'extraction des bénéfices privés du contrôle. D'après Bebchuk (2002) et pour simplifier les dérivées mathématiques⁶¹, l'auteur suppose que :

$$L(b, \lambda) = \frac{1}{2} \lambda b^2$$

⁶⁰ Ceci peut être généralisé comme : $C(0, c) = 0$, $\frac{\partial C}{\partial b} \in (0, 1)$, $\frac{\partial C^2}{\partial b^2} = 0$, $\frac{\partial C}{\partial c} > 0$ et que $\frac{\partial C^2}{\partial b \partial c} > 0$.

⁶¹ Ceci peut être généralisé comme : $L(0, \lambda) = 0$, $\frac{\partial L}{\partial b} \in (0, 1)$, $\frac{\partial L^2}{\partial b^2} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial \lambda} > 0$ et que $\frac{\partial L^2}{\partial b \partial \lambda} > 0$.

Après la vente de la fraction β au public, le dirigeant extrait le montant des bénéfices privés du contrôle qui maximise la valeur *ex-post* de son bloc b^* :

$$\text{Max}_b [b - cb - \frac{1}{2} \lambda b^2 + (\alpha - \beta) (1 - b)] V$$

Ainsi, le niveau de bénéfices privés que le dirigeant va extraire est :

$$b^* = \frac{1 - c - \alpha + \beta}{\lambda}$$

Les bénéfices privés du contrôle sont décroissants en λ et en c . Plus le risque auquel le dirigeant s'expose est élevé, moins il tente d'extraire des bénéfices privés du contrôle. Plus les coûts associés à l'extraction sont élevés moins il va s'approprier des bénéfices privés du contrôle.

- À T=3 : les remboursements seront réalisés.

À T=3, les remboursements du dirigeant et des investisseurs seront réalisés. Le paiement *ex-post* du dirigeant est :

$$\Pi_{m,ep} = V \left[\frac{(1 - c - \alpha + \beta)^2}{2\lambda} + \alpha - \beta \right]$$

Et le paiement *ex-post* des investisseurs est :

$$\Pi_{i,ep} = P_I = \beta \left[1 - \frac{1 - c - \alpha + \beta}{\lambda} \right] V$$

Dans la mesure où les investisseurs anticipent l'extraction des bénéfices privés du contrôle ce paiement représente aussi le cours P_I qu'ils acceptent de payer pour la fraction des actions β . Le paiement des investisseurs varie selon le type d'entreprise (le type d'entreprise décrit les coûts associés à l'extraction des bénéfices privés du contrôle). Lorsque l'entreprise est de type H, les coûts associés à l'extraction des bénéfices privés du contrôle sont élevés. Et par conséquent, il est plus probable que le dirigeant s'approprie moins de bénéfices privés du

contrôle. Les investisseurs vont payer plus pour les entreprises dont le dirigeant met moins dans ses poches par comparaison avec les entreprises de type L (où les coûts associés à l'extraction des bénéfices privés de contrôle sont faibles).

Finalement, lors de la sélection du régime légal, le dirigeant choisit le régime qui maximise son remboursement, *ex-ante*, $\Pi_{m,ea}$, avec $\Pi_{m,ea} = \Pi_{m,ep} + \Pi_{i,ep}$.

Pour mettre en évidence la différence entre le dirigeant et l'actionnaire de contrôle, l'auteur suppose q la probabilité de liquidité due à la vente du bloc de contrôle après la sélection du régime légal et la vente de la fraction β .

Le remboursement des investisseurs (P_I) accroît en λ , en revanche, le cours (P_B) que va recevoir l'actionnaire de contrôle pour son bloc de contrôle décroît en λ , la somme des cours (P_{cs}) que l'actionnaire de contrôle va recevoir pour la vente de ses actions et pour son bloc de contrôle s'écrit donc :

$$P_{cs} = P_I + qP_B$$

Ainsi le paiement *ex-ante* de l'actionnaire de contrôle sera :

$$\Pi_{cs,ea} = qP_B + (1-q) \Pi_{m,ep} + \Pi_{i,ep}$$

Dans son étude, Barzua (2010) montre que les motivations du dirigeant et celles de l'actionnaire de contrôle divergent. À travers la multicotation, le dirigeant signale la limitation de l'extraction des bénéfices privés du contrôle. Tandis que l'actionnaire de contrôle espère envoyer le signal opposé afin d'augmenter sa prime de contrôle lors des ventes futures.

Section 3 - Impact de la structure de propriété sur la décision de multicotation

L'hypothèse « légale de propriété des entreprises » stipule que la variation de la propriété des entreprises à travers les pays peut être expliquée par le degré de protection légale offert aux actionnaires minoritaires (La Porta et al., 1998, 1999, 2000 ; Coffee, 1999). D'après cette hypothèse, une protection efficace des droits des actionnaires minoritaires mène

à une propriété dispersée, alors qu'une protection légale inadéquate conduit à une propriété concentrée. Lorsque la protection légale est peu efficace, les actionnaires minoritaires sont extensivement expropriés sans aucune contrainte imposée par la loi. Par voie de conséquence, les investisseurs ne seront pas incités à investir. Le résultat serait la concentration de la propriété comme moyen de protection contre l'expropriation.

Les travaux théoriques de Bebchuk (1999), Shleifer et Wolfenzon (2002) et les résultats empiriques obtenus par La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) et par Lins (2003) montrent que les entreprises localisées dans les pays offrant une protection inadéquate aux actionnaires minoritaires présentent une structure de propriété plus concentrée. Les actionnaires de contrôle détiennent plus de droits de vote que de droits de cash-flows qui sont considérablement dispersés. Cette dispersion est spécialement due à la capacité des actionnaires de contrôle à séparer les droits de vote des droits de cash-flows (Doidge, 2001).

1- Structure de propriété et de contrôle des entreprises multicotées

La structure de propriété est un instrument de contrôle efficace d'autant plus qu'elle permet l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Dans la logique de la théorie de l'agence, une certaine concentration du capital est la nature des actionnaires, c'est-à-dire la géographie du capital, y compris la participation des dirigeants, sont des mécanismes de gouvernance qui seraient en mesure de produire cette convergence d'intérêts. L'argument est le suivant : un actionnaire ayant une participation élevée dans le capital de l'entreprise, et ayant de ce fait un portefeuille mal diversifié, a le pouvoir nécessaire et la motivation pour surveiller les dirigeants. Sa motivation est à la hauteur de son exposition au risque de l'entreprise et des résultats qu'il sait pouvoir retirer de son effort (Shleifer et Vishny, 1986, 1997 ; Jensen, 1994). De même, des participations plus élevées des investisseurs externes tels que les « institutionnels » ou d'autres détenteurs de blocs d'actions contribueraient elle aussi à une plus grande discipline des dirigeants (Jensen, 1994). Par ailleurs, comme les actionnaires de contrôle ont le droit de toucher des bénéfices de l'entreprise, ils seraient plus motivés et leurs intérêts seraient donc mieux alignés sur ceux des autres actionnaires (Jensen et Meckling, 1976).

Une plus grande concentration du capital est donc à l'avantage des actionnaires globalement. Shleifer et Vishny (1997) émettent cependant une réserve importante : si la

concentration est trop forte, ce sont les actionnaires de contrôle qui tireront l'essentiel du gain associé à un meilleur contrôle des dirigeants et les actionnaires minoritaires risquent d'être victimes de l'opportunisme des majoritaires. Au conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants risque de se substituer un conflit d'intérêts entre minoritaires et majoritaires. Pour appréhender l'acuité de ce conflit, nous pouvons nous appuyer sur la comparaison entre le droit aux cash flows et le droit au contrôle. Les divergences d'intérêts entre les minoritaires et les majoritaires sont encore plus prononcées dans le cas où ces derniers jouissent d'un pourcentage de droits de vote supérieur à leur droit au bénéfice de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et al., 1999 ; Claessens et al., 2002).

1-1- Effet de la structure de propriété sur la décision de multicotation

La Porta et al. (1998, 2000) et Coffee (1999) supposent que la concentration de la propriété est la conséquence d'une protection légale peu efficace des actionnaires minoritaires. Inversement, une propriété dispersée est le produit d'une protection légale convenable qui encourage les investisseurs à devenir actionnaires minoritaires dans l'entreprise. La multicotation réduit la capacité des actionnaires de contrôle à s'approprier des bénéfices privés du contrôle de l'entreprise. Par conséquent, ces actionnaires bénéficient moins du contrôle et sont plus motivés à vendre leurs actions de contrôle après la cotation de leur entreprise aux États-Unis. D'un point de vue alternatif de l'environnement régulateur américain, la surveillance des actionnaires de contrôle n'est plus nécessaire. Ce contrôle va être remplacé par celui offert par les lois et les règlements. Les actionnaires de contrôle peuvent ainsi limiter leurs actions et diversifier leurs portefeuilles.

Dans les pays anglo-saxons, les bénéfices privés du contrôle sont faibles et les structures de propriété des entreprises tendent à être dispersées. Dans les autres pays, où les bénéfices privés du contrôle sont élevés, les entreprises tendent à avoir des structures de propriété concentrées (Doidge, 2001). La multicotation fournit ainsi une opportunité unique pour tester le changement de la structure de propriété lorsque les entreprises migrent d'un environnement légal peu efficace (pays de droit civil) vers un environnement à forte protection des droits des actionnaires minoritaires (pays de droit commun). Dans une étude récente, Abdallah et Goergen (2008) expliquent le choix du pays étranger sur la base du degré de protection des investisseurs. Ces auteurs découvrent que les entreprises ayant une structure de contrôle concentrée sont incitées à inscrire leurs titres dans des pays de droit commun.

Conformément aux prévisions de la théorie de l'agence, un actionnariat diffus peut accroître les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). L'existence de coûts d'agence élevés entraîne un besoin de contrôler les actions des dirigeants, en demandant une plus grande transparence de l'information financière. Par voie de conséquence, les entreprises sont à la recherche d'un mode de cotation assurant une meilleure protection des actionnaires minoritaires. En considérant la structure de propriété comme l'un des instruments de gouvernement d'entreprise, plusieurs études stipulent que les entreprises sont incitées à être cotées sur une bourse à plus forte protection des minoritaires, comme celle des États-Unis, et subissent un changement rapide de leur structure de propriété. Coffee (2002) s'attend à la dispersion de la structure de propriété quand il y a un changement du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires.

Lors de l'examen de la structure de propriété de 425 entreprises non-américaines cotées aux États-Unis, provenant de 42 pays différents pendant la période qui s'étend de l'année 1990 jusqu'à l'année 2001, Ayyagari (2004) constate un certain déclin du pourcentage des droits de vote détenus par les actionnaires de contrôle par comparaison avec ceux des entreprises non multicotées. Ce déclin est très important pour les entreprises établies dans des pays offrant une protection des droits des actionnaires minoritaires peu efficace (pays de droit civil français) qui décroît dans le temps. L'auteur remarque aussi que la plupart des entreprises multicotées possèdent une structure de propriété concentrée et que cette concentration demeure après la multicotation. Ce résultat met en doute l'hypothèse selon laquelle la protection légale associée à la multicotation est assez efficace pour causer le changement de la structure de gouvernement des entreprises. Selon Ammer et al. (2008), les investisseurs américains sont plus disposés à investir dans des entreprises cotées dans les bourses telles que NYSE ou NASDAQ. D'après ces auteurs, l'enregistrement des entreprises auprès de la SEC rend l'entreprise multicotée, ayant de faibles normes comptables, intéressante pour les investisseurs américains ce qui accroît sa valeur. En revanche, l'accroissement de la propriété détenue par les investisseurs américains est faible pour les entreprises originaires des pays offrant une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires.

L'étude menée par Boubakri et al. (2010) révèle que les entreprises localisées dans des pays offrant une protection inadéquate aux actionnaires minoritaires sont attirées par la

cotation en bourse par le biais des ADRs niveau 3, toutefois, ces entreprises sont aussi intéressées par les placements privés. Les auteurs constatent que les entreprises des marchés émergents et celles dont le droit de contrôle excède le droit de cash flows sont peu disposées à être cotées en bourse par le biais des ADRs niveau 2 et choisissent plutôt la cotation par les ADRs niveau 1. Ils s'aperçoivent qu'après la promulgation de la loi Sarbanes-Oxley les entreprises issues des marchés émergents et celles provenant des pays offrant une faible protection des actionnaires minoritaires vont plutôt choisir les placements privés sous la règle 144A et les ADRs niveau 3, respectivement.

Quant à Doidge (2001), il montre que les actionnaires de contrôle détiennent plus de droits de vote que de droits de cash-flows et que ces derniers sont considérablement dispersés. Cette dispersion est spécialement due à la capacité des actionnaires de contrôle à séparer les droits de vote des droits de cash-flows. Le degré de séparation des droits de vote des droits de cash-flows peut être observé par le rapport :

$$\frac{C}{V} = \frac{\text{cash-flow}}{\text{vote}}$$

Lorsque le rapport $\frac{C}{V}$ est égal à 1, les droits de cash-flows sont égaux aux droits de vote. Cependant, quand le rapport $\frac{C}{V}$ est inférieur à 1, les droits de vote excèdent les droits de cash-flows. Doidge (2001) n'observe aucune dispersion significative de la structure de propriété suite à l'amélioration du degré de protection des actionnaires minoritaires associée à la multicotation. Seulement 2 % des entreprises avaient des actionnaires de contrôle avant la cotation aux États-Unis ne l'ont plus après la multicotation. La plupart des actionnaires de contrôle retiennent significativement les droits de vote. Ceux qui réduisent leurs droits de vote après la cotation aux États-Unis sont ceux qui peuvent le faire sans mettre en danger le contrôle de l'entreprise. Contrairement aux prédictions de l'hypothèse « légale de propriété des entreprises », Il n'y a aucune diffusion significative de propriété suite à l'amélioration de la protection des droits des actionnaires minoritaires.

En cohérence avec les résultats théoriques et empiriques antérieures, Doidge et al. (2009) constatent, pour plus que 4 000 entreprises provenant de 31 pays, que lorsque les actionnaires de contrôle détiennent plus de droits de contrôle que de droits de cash-flows,

leurs entreprises ne sont pas incitées à inscrire leurs titres sur les bourses américaines. Les auteurs montrent que les actionnaires de contrôle cherchent plutôt à inscrire leurs titres par le biais des ADRs niveau 1 ou bien par placements privés.

À l'appui de ces développements, il est possible de formuler l'hypothèse suivante :

H₅ : La dispersion de l'actionariat favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans une bourse américaine.

1-2- Changements de contrôle

La séparation du pouvoir de contrôle⁶² de la propriété⁶³ a conduit les financiers à distinguer parmi les actionnaires, les propriétaires indivis de l'entreprise, les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. Tandis qu'il n'existe pas d'impact significatif sur la structure de propriété après la cotation des titres aux États-Unis, il s'avère qu'il y a une grande incidence sur le contrôle. La cotation aux États-Unis offre aux actionnaires de contrôle l'occasion de vendre leur bloc de contrôle. Auparavant, ces actionnaires détenaient le contrôle par un droit de vote appréciable. Après la multicotation, la vente du bloc de contrôle permet aux actionnaires de contrôle de diversifier leurs portefeuilles. La multicotation facilite le transfert du bloc de contrôle, ce qui facilite les changements de contrôle pour plusieurs raisons.

⁶² Pour Fayol (1970), le contrôle est un acte de surveillance visant à s'assurer que les obligations du personnel ont bien été remplies, c'est-à-dire, de vérifier ou d'inspecter de manière attentive la régularité des décisions prises par ces agents. Il s'agit donc d'un contrôle interne à l'entreprise. Dans l'esprit de Fama et Jensen (1983), il s'agit du contrôle exercé par les propriétaires sur les dirigeants de l'entreprise. En d'autres termes, c'est une autorité qui s'exerce sur les prises de décisions au sein de l'entreprise, généralement obtenue en faisant l'acquisition, seul ou avec l'appui d'alliés, d'une part importante des actions de cette entreprise. Adhérant au concept de contrôle élaboré par Fama et Jensen (1983), le contrôle représente un droit politique attaché aux droits de vote. Il s'évalue soit en fonction du poids de l'engagement financier de l'actionnaire dans le capital ou de la distribution des droits de vote (et non des actions), soit en fonction des éventuelles alliances d'actionnaires au sein d'un bloc et de la configuration de l'actionariat.

⁶³ La propriété est un droit patrimonial : c'est le droit de disposer d'une fraction de la richesse de l'entreprise en même temps qu'il est un engagement. Le droit sur la richesse de l'entreprise est celui d'user des revenus futurs (plus-values ou dividendes) en contrepartie du risque assumé. L'engagement qui est la contrepartie du droit est celui de supporter les pertes éventuelles au prorata de la participation de l'actionnaire. Le droit de propriété n'est donc pas seulement un droit aux bénéfices, il est aussi un droit aux pertes. En ce sens, la notion de droit est indissociable de celle de la responsabilité.

La première raison est que la cotation aux États-Unis accroît la notoriété des entreprises auprès des médias et des analystes financiers (Baker et al., 2002). Ainsi, plusieurs acquéreurs potentiels peuvent s'informer à propos des entreprises, y compris les acquéreurs étrangers. La deuxième raison est que les normes de divulgation et l'amélioration de la transparence qui accompagnent la multicotation peuvent attirer plus d'acheteurs lors de la vente des blocs de contrôle, notamment étrangers. Le niveau élevé de divulgation et de transparence associé à la multicotation aide les acheteurs potentiels à assigner des évaluations plus exactes à l'entreprise ce qui accroît leur bonne volonté à faire une offre. La troisième raison est que les entreprises cotées aux États-Unis sont plus évaluées que celles non multicotées. Cette différence d'évaluation est négativement liée au degré de protection des investisseurs dans leurs pays d'origine. Ainsi, les actionnaires de contrôle qui souhaitent vendre leurs titres peuvent avoir un cours très élevé. Finalement, l'amélioration de la protection des investisseurs associée à la cotation aux États-Unis réduit la capacité des actionnaires de contrôle à extraire des bénéfices privés du contrôle (Doidge, 2001). Il est difficile pour les actionnaires de contrôle de trouver un acquéreur dans le marché d'origine capable d'acheter les blocs de contrôle. Par conséquent, la multicotation constitue une solution pour ces actionnaires qui souhaitent vendre leurs titres. À cet effet, le contrôle devient relativement plus attractif pour les acquéreurs qui ne peuvent pas extraire des bénéfices privés du contrôle et moins attractif pour les acquéreurs qui ont une meilleure capacité d'exploiter ces bénéfices privés.

Selon Doidge (2001), le changement des droits de vote dépend du type d'inscription. Pour les entreprises qui inscrivent leurs titres par le biais d'ADRs niveau 2, l'auteur ne trouve aucun changement des droits de vote pendant l'année d'inscription et les années qui suivent la multicotation. Toutefois, il constate une baisse considérable des droits de vote pendant l'année de la multicotation jusqu'à cinq ans après pour la cotation par le biais d'ADRs niveau 3. Cette baisse reflète la dilution des droits de vote par des émissions des titres sinon par vente des titres. S'il est vrai que la multicotation ne conduit pas à adopter une structure de propriété dispersée, la cotation des titres aux États-Unis facilite les changements de contrôle. Il y a un changement significatif de la composition des propriétaires des entreprises accompagné d'une baisse du nombre des entreprises qui sont contrôlées par des familles et des dirigeants. La majorité des changements de contrôle sont dûs à la vente du contrôle à des entreprises étrangères. Ils sont accompagnés par un changement des dirigeants et la majorité des nouveaux actionnaires de contrôle sont des étrangers. Il existe deux types de changement

de contrôle. La première situation lorsque l'actionnaire d'origine vend la totalité de ses titres de contrôle soit à un nouvel actionnaire de contrôle soit à un large groupe d'actionnaires dispersés. La deuxième situation est un changement appelé « un transfert de contrôle » qui se réalise lorsque l'actionnaire de contrôle vend une partie de ses titres ainsi un deuxième propriétaire acquies une part importante des droits de vote après la vente. Ces résultats stipulent que les entreprises utilisent les certificats d'actions étrangères (ADRs) comme un moyen pour vendre les blocs de contrôle à de nouveaux propriétaires étrangers, plutôt qu'un moyen pour changer le gouvernement d'entreprise.

Les actionnaires de contrôle sont supposés être les mieux informés sur l'état financier de l'entreprise. Ainsi, un ordre d'achat indique une volonté de la part de ces actionnaires de s'engager plus dans l'entreprise. Cet engagement entraîne l'augmentation du risque de non diversification. Les actionnaires ne prennent de telle initiative que s'ils anticipent de bons résultats de l'entreprise. Inversement, un ordre de vente d'un bloc d'actions est un signal négatif sur le marché. Cet ordre sera interprété par la détention d'une information privée négative sur la rentabilité de l'entreprise. Les actionnaires anticipent une baisse des cours des titres de l'entreprise et la mise en vente de ces actifs vise à limiter une future perte. Un tel désengagement doit être progressif et ne doit pas commencer immédiatement après la multicotation. En effet, la découverte de ces intentions par le marché provoquera l'échec de la multicotation. Par conséquent, la cotation à l'étranger peut cacher une volonté de désengagement des actionnaires de contrôle qui anticiperaient une diminution de la rentabilité de l'entreprise sur le long terme. Ainsi, la multicotation présente non seulement une bonne alternative qui permet d'éviter des procédures administratives complexes et coûteuses pour les acquéreurs mais aussi elle permet de prendre le contrôle de l'entreprise au prix du marché (Kammoun, 2008).

Dans une étude récente, Ayyagari et Doidge (2010) examinent si les actionnaires de contrôle des entreprises utilisent la cotation aux États-Unis pour faciliter les changements de propriété et de contrôle. Avant la multicotation, environ trois quarts des entreprises composant leur échantillon ont un actionnaire de contrôle. Après la multicotation, environ la moitié des droits de vote des actionnaires de contrôle diminuent en moyenne de 24 %. De grandes diminutions des droits de vote sont associées aux caractéristiques des actionnaires de contrôle, aux contraintes du marché domestique et à la meilleure performance et liquidité de la bourse. En outre, les auteurs observent un changement de contrôle de 22 % des entreprises.

Les actionnaires de contrôle vendront le contrôle à un acquéreur étranger. Leurs résultats stipulent qu'à travers la vente des parts ou du contrôle, ces actionnaires de contrôle utilisent la multicotation aux États-Unis pour diminuer le coût de transfert de la propriété.

2- Effet de la structure institutionnelle sur la décision de multicotation

Les marchés domestiques ne suffisent pas toujours à contenter certaines entreprises désireuses de lever des fonds propres en soutien, généralement, à leurs programmes de développement. Les entreprises se tournent vers les places financières étrangères, principalement américaines, pour accroître et diversifier leurs possibilités de financement. Par ailleurs, les stratégies de financement des entreprises sont impactées par le phénomène croissant de mondialisation. L'accès direct aux marchés de capitaux étrangers semble engendrer des bénéfices importants. En étant plus visibles sur les places boursières, les entreprises multicotées peuvent ainsi toucher de nouvelles catégories d'investisseurs.

Bien qu'ils soient des actionnaires comme les autres, leur influence et la place qu'ils occupent dans la structure de l'entreprise ne sont pas similaires. Nous ne pouvons pas comparer les investisseurs institutionnels⁶⁴ avec les investisseurs individuels disposant des parts insignifiants de l'entreprise malgré le fait que tous les deux soient des actionnaires minoritaires. Les fonds d'investissements se distinguent des autres petits actionnaires du fait qu'ils sont en mesure d'influencer les décisions prises par les majoritaires et que les orientations stratégiques de l'entreprise correspondent à leurs exigences et attentes.

La politique des investisseurs institutionnels à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires résulte en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. Il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant des principes comme la prudence, la loyauté, ... Leur politique actionnariale s'exerce principalement à deux niveaux. En premier lieu, elle vise à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale. Il s'agit de maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille géré par les investisseurs. En deuxième lieu, les investisseurs institutionnels

⁶⁴ L'OCDE (1998) insiste sur le fait que les fonds investis institutionnellement doivent être gérés de manière professionnelle, au sein d'institutions qui en ont fait leur métier. Nous distinguons les fonds de pension, les sociétés d'assurance, les fonds ou des sociétés d'investissement plus ou moins spéculatifs et les banques tournées vers la gestion d'actifs.

cherchent à imposer aux entreprises des règles de « gouvernement » destinées à faciliter le contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires. La généralisation des principes de gouvernance dans les entreprises ouvertes au capital étranger serait ainsi une conséquence directe de la pression exercée par les investisseurs institutionnels américains.

Toutefois, la distinction entre investisseurs institutionnels domestiques et étrangers s'avère importante du fait que les préférences des investisseurs institutionnels domestiques et étrangers sont divergentes. Les institutionnels étrangers évitent d'investir dans des entreprises poursuivant une politique de versement des dividendes élevés. Tandis que ce type d'entreprises est recherché par les investisseurs institutionnels domestiques (Ferreira et Matos, 2008). Contrairement aux institutionnels domestiques, les institutionnels étrangers ne sont pas liés par une relation d'affinité avec les dirigeants de l'entreprise (Ferreira et al., 2009).

2-1- Participation des investisseurs institutionnels domestiques au capital des entreprises multicotées

De nombreux articles parus récemment dans la presse financière n'ont cessé d'évoquer l'activisme des investisseurs institutionnels et leur volonté de contraindre les dirigeants à améliorer leur transparence⁶⁵. Ces investisseurs, de part leur expérience professionnelle et leur pouvoir sur les dirigeants, ont les moyens de faire respecter et appliquer les principes de bonne gouvernance afin de protéger les droits et la richesse des actionnaires. En tant que mécanisme de gouvernement externe, ces investisseurs peuvent contraindre les dirigeants à améliorer leur publication financière. Ils réclament une communication plus transparente faisant apparaître les risques encourus par l'entreprise et ses facteurs clés de succès afin de mieux l'évaluer et d'estimer la distribution du flux de trésorerie futur (Bushee et Noe, 2000).

Les études de Healy et al. (1999) et de Bushee et Noe (2000) supposent que les investisseurs institutionnels préfèrent acheter des actions dans des entreprises ayant des politiques de publication continues et transparentes. En particulier, l'étude réalisée par Healy et al. (1999), sur un échantillon composé de 97 entreprises durant la période 1978-1991,

⁶⁵ Les banques jouent un rôle d'intermédiaires financiers nettement plus important en Europe qu'aux États-Unis. En France, en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas, en Allemagne, en Scandinavie, les grandes banques nationales jouent un rôle clé dans le financement de l'économie et l'accès des entreprises aux capitaux. Cette réalité pose spécifiquement la question de leur représentation dans le processus de gouvernance d'entreprise.

montre une relation positive entre la propriété des investisseurs institutionnels et la qualité de la publication volontaire. Les auteurs considèrent ces institutionnels comme les agents les plus exigeants en termes d'informations financières régulières et publiées en temps opportun. Ces investisseurs sont également intervenus pour prévenir les comportements opportunistes des dirigeants dans les situations de conflits d'intérêts, par exemple dans le cas de transactions entre personnes liées conclues au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires ou encore dans le cas de régimes de rémunération excessifs mis en place en faveur de la direction (Bushman et Smith, 2001).

Aggarwal et al. (2009) utilisent un échantillon composé d'entreprises américaines et d'entreprises non-américaines établies dans 23 pays durant la période 2003-2008. Leur analyse montre que l'environnement légal des institutionnels et des entreprises influencent le degré de surveillance des investisseurs institutionnels. Leurs résultats révèlent que les institutionnels domestiques sont associés à un meilleur gouvernement d'entreprise seulement dans un environnement légal très efficace (pays de droit commun). Les institutionnels domestiques jouent un rôle prédominant dans l'amélioration du gouvernement d'entreprise pour les entreprises localisées dans des pays à forte protection des droits des actionnaires minoritaires (entreprises américaines). Dans des pays offrant une protection inadéquate aux minoritaires, Aggarwal et al. (2009) observent un effet négatif de la participation des investisseurs institutionnels domestiques au capital des entreprises multicotées. Ces institutionnels domestiques cherchent plutôt à partager les bénéfices privés du contrôle (Gillan et Starks, 2003 ; Stulz, 2005 ; Ferreira et al., 2009).

2-2- Participation des investisseurs institutionnels étrangers au capital

La distinction entre investisseurs institutionnels domestiques et investisseurs institutionnels étrangers est importante du moment que les institutionnels étrangers sont peu présents sur les marchés à propriété concentrée. En accord avec les résultats d'Ammer et al. (2008), Ferreira et Matos (2008), Leuz et al. (2009)⁶⁶, l'étude réalisée par King et Segal (2009), portant sur un échantillon composé de 277 entreprises canadiennes pendant la période

⁶⁶ Sur la base d'un échantillon comportant 4 409 entreprises de 29 pays émergents et développés, Leuz et al. (2009) montrent que les entreprises dont les structures de propriété favorisent l'expropriation des actionnaires minoritaires attirent significativement moins d'investissement américain. Ce résultat n'est pas simplement lié au développement économique du pays, il est aussi lié aux institutions légales et à la disponibilité des informations.

1989-2004, révèle que les investisseurs institutionnels américains sont particulièrement réticents à investir dans des entreprises où les intérêts des actionnaires de contrôle et ceux des actionnaires minoritaires ne sont pas alignés et que le risque d'expropriation est très important. Par ailleurs, il a été démontré que les investisseurs institutionnels étrangers sont plus vigilants à l'égard de l'utilisation des mécanismes protégeant leurs intérêts que les institutionnels domestiques. Fait nouveau, les investisseurs étrangers, principalement des investisseurs institutionnels anglo-saxons, détiennent une part de plus en plus importante du capital-actions des entreprises françaises cotées en bourse. À la fin des années 90, cette part aurait atteint 50 % pour l'ensemble des entreprises figurant à l'indice CAC 40 (Jeffers et Plihon, 2002).

Selon Ginglinger et l'Her (2006), les institutionnels étrangers contribuent à l'adoption de standards internationaux de gouvernance. Leur présence constitue une garantie de protection des droits des actionnaires minoritaires en cas de concentration de la propriété. L'influence des investisseurs institutionnels internationaux se manifeste ainsi dans les changements qui s'opèrent concernant le fonctionnement interne des entreprises, l'application des principes de gouvernement d'entreprise par exemple. Les entreprises dont la stratégie de développement ne peut se financer qu'en ayant recours aux investisseurs internationaux ont parfaitement conscience qu'elles sont jugées sur la façon dont elles réalisent les exigences, pas toujours financières, de ces investisseurs exigeants. L'application de certaines règles résultant de la notion de « corporate governance » par les entreprises multicotées, se présente comme le deuxième objectif des investisseurs institutionnels internationaux. Ainsi, les entreprises doivent offrir des garanties en matière de gouvernement d'entreprise, condition essentielle pour attirer les capitaux, en particulier ceux des fonds anglo-saxons.

L'activisme coordonné des investisseurs institutionnels leur permet, en s'associant, de minimiser le problème du passager clandestin. Il est alors susceptible de parvenir à modifier la gestion des entreprises en faveur des intérêts des actionnaires. Ces investisseurs exigent une rentabilité accrue du capital et imposent des règles d'organisation (composition du conseil d'administration, transparence des comptes, ...) (Jeffers, 2000). D'où la montée en puissance dans les circuits d'intermédiation des investisseurs institutionnels et sur toutes les places boursières continentales qui valorisent la liquidité des marchés et la protection des minoritaires (Jeffers et Plihon, 2001).

Aggarwal et al. (2009) trouvent que les investisseurs institutionnels étrangers, en particulier américains, jouent un rôle prédominant pour améliorer le gouvernement d'entreprise, ce qui n'est pas le cas des institutionnels des pays ayant une faible protection des minoritaires. Leurs résultats corroborent ceux de Gillan et Starks (2007) et de Ferreira et Matos (2008) pour dire que l'effet des institutionnels étrangers est plus important que celui des institutionnels domestiques dans l'amélioration du gouvernement d'entreprise. Il va de soi que dans les pays de droit civil, les investisseurs institutionnels étrangers (en particulier ceux originaires des pays offrant une bonne protection aux actionnaires minoritaires) jouent un rôle primordial dans l'amélioration du système de gouvernement d'entreprise dans le monde (Aggarwal et al., 2009)⁶⁷.

Cette analyse théorique nous amène à émettre l'hypothèse suivante :

H₆ : La présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital incite l'entreprise à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

Conclusion du chapitre

Depuis la faillite d'Enron en décembre 2001 et les multiples scandales⁶⁸ et manipulations comptables survenus récemment aux États-Unis et en Europe, le thème de la protection des actionnaires minoritaires a connu une actualité nouvelle. La découverte de scandales comptables massifs dans des entreprises telles que Worldcom, Adelphia, Tyco, Parmalat, ... ou les pertes abyssales de certaines autres tel que General Motors, Vivendi ou France Télécom a brutalement révélé les défaillances d'un système de surveillance des directions générales jusque-là souvent considéré comme le plus performant au monde. Ces scandales financiers ont affecté la majorité des entreprises provoquant pour celles-ci de graves

⁶⁷ Aggarwal et al. (2009) examinent la relation de causalité entre les institutionnels et le gouvernement d'entreprise : si les institutionnels conduisent à un meilleur gouvernement ou bien si l'amélioration du gouvernement attire les investisseurs institutionnels. En cohérence avec les travaux de McCahery et al. (2009), ils trouvent que les institutionnels jouent un rôle actif dans l'amélioration du système gouvernement d'entreprise. L'inverse n'est toutefois pas vrai.

⁶⁸ Les scandales financiers sont définis comme une manifestation de l'impact de la manipulation informationnelle sur les cours des titres. En dissimulant des informations aux marchés ou en faisant des annonces de résultats erronés, les entreprises parviennent, sur le court terme, à éviter la chute des prix de leurs titres. Il se crée alors une bulle qui éclate lors de la découverte de la manipulation informationnelle. C'est grâce à l'information que le marché attribue la juste valeur aux actifs financiers.

conséquences financières. Rares, sont celles qui ont été épargnées par ce phénomène. Les difficultés sont apparues avec le temps et se sont révélées avec des complexités majeures du fait des différentes approches mises en oeuvre et qui sont liées aux différents modèles de gouvernance utilisés : anglo-saxon, japonais ou européen. Cependant, par une approche systémique, l'impact d'une telle modélisation d'un système de contrôle sur les activités de l'entreprise se révèle capital.

Ces scandales conduisent à s'interroger sur la qualité de l'information comptable publiée et sur le degré de confiance que peut accorder l'investisseur aux outils d'évaluation censés refléter fidèlement la valeur créée pour les actionnaires. Les investisseurs sont semés de doute sur la sincérité des comptes des entreprises et sur leur valorisation⁶⁹. Toutefois, à force de défendre les droits des investisseurs, ne craint-t-on pas la perte de l'attractivité du marché financier américain en raison des risques de sanctions qui sont infligées en cas de violation de la réglementation ? À cet égard, l'entrée en vigueur de la loi Sarbanes-Oxley est censée avoir un impact négatif sur la cotation en bourse aux États-Unis. Il convient de constater que les marchés d'actions aux États-Unis ont récemment perdu de leur attrait en raison notamment des nouvelles contraintes réglementaires américaines. Le marché américain serait-il ainsi victime de ce qui est appelé le « paradoxe de la probité » ?

⁶⁹ Plusieurs critiques ont été formulées à l'encontre du modèle comptable d'évaluation de l'entreprise : production tardive d'une information comptable et financière devenue obsolète, principes complexes, nombreuses pratiques discrétionnaire de la part des dirigeants,

Chapitre III :

Performance boursière des entreprises cotées à l'étranger

<u>SECTION 1 - IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LA VALEUR DES ENTREPRISES</u>	107
1- <i>Comparaison des évaluations des entreprises multicotées et celles non multicotées</i>	108
2- <i>Effet de la multicotation sur la valorisation des entreprises</i>	109
3- <i>Performance des entreprises et mode de multicotation</i>	112
<u>SECTION 2 - EFFET DE LA MULTICOTATION SUR LES COURS DES ACTIONS</u>	115
1- <i>Détermination du cours d'un certificat d'actions étrangères</i>	115
2- <i>Facteurs affectant les cours</i>	118
<u>SECTION 3 – IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA VALORISATION DES ENTREPRISES MULTICOTEES</u>	126
1- <i>Effet de la dispersion du capital sur la valorisation des entreprises multicotées</i>	127
2- <i>Participation des investisseurs institutionnels domestiques au capital</i>	129
3- <i>Participation des investisseurs institutionnels internationaux au capital</i>	130
<u>SECTION 4 - PERFORMANCE DES ENTREPRISES MULTICOTEES ET CHOIX DES PLACES FINANCIERES</u>	132
1- <i>Caractéristiques des entreprises</i>	132
2- <i>Caractéristiques des places financières</i>	135
3- <i>Caractéristiques des pays</i>	138
<i>Conclusion du chapitre</i>	141

Du fait de l'importance du phénomène de multicotation constaté dans les années 90 et jusqu'au début des années 2000, la littérature financière s'est particulièrement intéressée à la cotation des entreprises non-américaines aux États-Unis. Durant cette période, les bourses américaines sont devenues des destinations privilégiées pour la cotation des entreprises étrangères, notamment européennes. L'analyse de la performance de ces entreprises est indispensable pour expliquer les causes du quand et du pourquoi faire la multicotation (Leuz, 2002). Il existe une littérature abondante traitant des effets de la multicotation sur l'évaluation des actions. Les différentes recherches effectuées sur ce sujet ont étudié l'impact de la multicotation sur le prix des actions des entreprises multicotées, l'exposition au risque global de marché, la baisse du coût du capital et la liquidité des actions. Une question primordiale se pose fréquemment à savoir : la multicotation accroît la valeur des entreprises : réalité ou illusion ?

Les principaux avantages associés à une cotation à l'étranger sont l'accroissement de la liquidité, la réduction du coût du capital, l'amélioration de la notoriété, l'amélioration de la protection des actionnaires minoritaires suite au respect de la réglementation américaine supposée être plus contraignante et d'une meilleure valorisation. Le débat concerne essentiellement l'amélioration de la performance boursière des entreprises multicotées induite par la cotation sur une bourse étrangère à plus forte protection des droits des actionnaires minoritaires.

Il est important de signaler que les coûts d'une protection insuffisante de l'investisseur ne sont pas seulement supportés par les actionnaires minoritaires, mais également par les actionnaires de contrôle qui veulent dégager des bénéfices tout en se comportant correctement. Dans les pays où la protection de l'investisseur est peu efficace, la participation des investisseurs institutionnels domestiques ou étrangers aux marchés d'actions sera réduite en conséquence, et les valorisations, la capacité globale d'émettre des titres de capital et la fourniture de financements externes en général en souffriront. L'une des solutions consiste à « signaler » de manière crédible aux actionnaires potentiels que leurs droits seront respectés. Une entreprise peut signaler l'amélioration de son mode de gouvernement d'entreprise en se faisant coter aux États-Unis ou à Londres, en s'introduisant sur le premier compartiment du marché d'actions national, ou en se conformant à un code volontaire de déontologie ou de divulgation d'informations audité de manière crédible.

Bien que les marchés financiers soient de plus en plus intégrés, le facteur géographique pèse encore. Les entreprises s'efforcent constamment de surmonter la segmentation des marchés en adoptant des mesures tout comme l'inscription à la cote de bourses étrangères. La multicotation est devenue une importante stratégie pour les entreprises ainsi que pour les bourses. Les bourses tentent, elles aussi, de contourner les obstacles aux mouvements internationaux de capitaux en formant des alliances stratégiques qui transcendent les frontières. L'intégration internationale des marchés a conduit à des compétitions féroces entre les bourses. Dans cette rude compétition, les bourses attirent de plus en plus d'entreprises étrangères qui y voient des opportunités de croissance futures. Désormais, le choix de la place boursière étrangère pour inscrire ses titres constitue une décision cruciale pour l'entreprise.

Ce troisième chapitre analyse les conséquences d'une décision de multicotation en matière de valorisation de l'entreprise, et plus accessoirement l'effet du choix du mode de multicotation sur la performance boursière des entreprises. La première section étudie l'impact de la cotation à l'étranger sur la valeur des entreprises. Une étude de l'impact de la multicotation sur les cours des actions sous-jacentes sera réalisée dans la deuxième section. La troisième section traite l'effet de la structure de propriété sur la valorisation des entreprises multicotées. Finalement, la quatrième section est consacrée à l'étude de la relation entre le choix de la place financière et la performance boursière des entreprises multicotées.

Section 1 - Impact de la multicotation sur la valeur des entreprises

De nombreuses recherches mettent en perspective les effets significatifs de la multicotation sur la valeur des entreprises. Certaines d'entre elles procèdent à la comparaison des évaluations des entreprises multicotées et celles non multicotées (Lang et al., 2003 ; Doidge, 2004 ; O'Connor, 2005) alors que d'autres réalisent une étude des taux de rendement avant et après la multicotation (Miller, 1999 ; Korczack et Bohl, 2005).

1- Comparaison des évaluations des entreprises multicotées et celles non multicotées

Les études réalisées par Pagano et al. (2002), Lee (2003), Claessens et al. (2003), Benos et Weisbach (2004), Durand et Tarca (2005) et O'Connor (2005), comparant les entreprises multicotées à celles non multicotées, stipulent que la multicotation internationale a un impact potentiel positif sur la valeur des entreprises et que les entreprises cotées aux États-Unis ont, *ex-ante*, une valeur plus élevée par rapport aux entreprises non multicotées.

D'après King et Segal (2004), les entreprises multicotées aux États-Unis, soumises à la supervision de l'autorité boursière américaine Securities Exchange Commission (SEC) sont plus évaluées que celles cotées exclusivement dans la bourse du pays d'origine. Ces entreprises peuvent accroître la valeur de leurs actions en se soumettant volontairement au cadre réglementaire américain par l'inscription de leurs titres sur ce marché. Pour leur part, Lang et al. (2003) procèdent à la description des caractéristiques des données comptables des entreprises non-américaines cotées dans des marchés américains en les comparant à un échantillon d'entreprises non multicotées. L'intérêt de cette étude est de voir si la décision de multicotation est associée à des différences systématiques des taux de rendement observés dans leurs marchés d'origine. Les auteurs trouvent que les entreprises cotées aux États-Unis sont plus évaluées suite à une meilleure divulgation des informations. Ces entreprises sont de plus grande taille et disposent d'un niveau de capitaux propres supérieur à celui des entreprises non multicotées.

Sur la base d'un échantillon composé de 162 entreprises australiennes cotées dans les bourses américaines par le biais des certificats américains d'actions étrangères (ADRs) pendant la période qui s'étale entre l'année 1976 et l'année 1998, How et al. (2001) observent une réaction positive du marché le jour de l'annonce. Cependant au bout de trois ans après la multicotation, ces entreprises ne sont pas différentes en termes de performance par comparaison avec les entreprises non multicotées.

En résumé, la valeur des entreprises multicotées est très élevée par comparaison avec celle des entreprises non multicotées établies dans le même pays, principalement, où la protection des actionnaires minoritaires est peu efficace. La corrélation avec la faiblesse des

règlements du pays d'origine indique qu'il existe une loi très forte dans le pays étranger qui produit la valeur différentielle.

2- Effet de la multicotation sur la valorisation des entreprises

Les bénéfices potentiels pour une entreprise qui inscrit ses titres aux États-Unis sont variés. Ces bénéfices varient significativement à travers les différences géographiques et dans le temps (Mittoo, 2003). Les études réalisées par Miller (1999) et par Foerster et Karolyi (1999) prônent que les entreprises souhaitent être cotées à l'étranger afin d'accéder aux marchés de capitaux et limiter les effets de segmentation des marchés susceptibles de réduire la valeur des entreprises. Dans ce sens, Chaplinsky et al. (2004) montrent que les dirigeants des entreprises espèrent obtenir une valeur plus élevée et une grande flexibilité financière grâce à la multicotation. À cet égard, Reese et Weisbach (2002), Mittoo (2003), Lins et al. (2005), Doidge et al., (2007) stipulent qu'une proportion substantielle des bénéfices des entreprises établies dans des marchés émergents et cotées aux États-Unis résulte de l'amélioration de la capacité à financer leurs opportunités de croissance. Quant à Coffee (1999) et Stulz (1999), ils supposent que la multicotation permet aux entreprises d'influencer le régime légal dans lequel elles opèrent et d'augmenter la liquidité totale surtout lorsqu'elles ont des besoins de financements externes.

L'examen de l'impact de l'émission d'un programme de DRs sur les cours des actions sous-jacentes révèle des taux de rendement anormaux (AR)⁷⁰ et/ou des taux de rendement anormaux cumulés (CAR). L'étude menée par Korczack et Bohl (2005) analyse la variation des cours au moment de l'introduction des certificats d'actions étrangères. Pour calculer les rendements anormaux les auteurs utilisent le modèle suivant :

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Où :

AR_{it} : sont les rendements anormaux de l'entreprise i le jour t . Les rendements anormaux de chaque jour constituent des moyennes et ils seront cumulés (CAR) ;

⁷⁰ Les rendements anormaux représentent la performance ajustée au risque.

R_{it} , R_{mt} : sont, respectivement, les rendements de l'entreprise i et l'indice du marché m le jour t ;

α_i et β_i : sont les paramètres du marché pour l'entreprise i .

Parmi les mesures de liquidité les plus courantes, mentionnons le taux de rotation⁷¹ et l'écart acheteur-vendeur⁷². Théoriquement, la première est considérée comme meilleur indicateur. Afin d'évaluer les changements de liquidité Korczack et Bohl (2005) utilisent le taux de rotation suivant :

$$\text{TURN}_{it} = \frac{\text{VOL}_{it}}{\text{SHARES}_{it}}$$

Où :

TURN_{it} : est le taux de rotation de l'entreprise i pendant le mois t ;

VOL_{it} : est le nombre des titres échangés de l'entreprise i pendant le mois t ;

SHARES_{it} : est le nombre des titres de l'entreprise i pendant le mois t .

Les données sur les volumes des transactions et le nombre des titres sont obtenus des bourses ou bien directement des entreprises. Les taux de rotation mensuels sont calculés pour chaque entreprise pendant la période de douze mois avant et douze mois après la multicotation. La performance des taux de rendement est ainsi analysée sur la base des données journalières tandis que l'étude de la liquidité se base sur une approche mensuelle. Les auteurs remarquent que la valeur du marché a augmenté autour de la multicotation pour les 20 entreprises étudiées (4 entreprises établies dans la République Czech, 8 entreprises établies en Hongrie et 8 entreprises établies en Pologne) pendant la période qui s'étale de l'année 1995 jusqu'à l'année 2001. Les CAR estimés augmentent aussi pendant la période pré-multicotation. Cette augmentation continue durant 50 jours après la réalisation de cet événement. L'effet sur la valeur est permanent et les auteurs n'observent aucune baisse des cours pendant la période post-cotation. En cohérence avec les études de Van Horne (1970),

⁷¹ Le taux de rotation est obtenu en divisant le volume des titres négociés durant une période donnée par l'encours moyen de ces titres au cours de la même période.

⁷² L'écart acheteur-vendeur est la différence entre le cours le plus élevé qu'un acheteur est prêt à payer et le cours le plus bas qu'un vendeur est disposé à accepter pour une quantité donnée d'un titre sur le marché secondaire. Dans l'optique d'un teneur de marché, l'écart acheteur-vendeur est la rémunération qu'il obtient en contrepartie de la liquidité qu'il procure.

Ying et al. (1977)⁷³, McConnell et Sanger (1984), Sanger et McConnell (1986) et de Kadlec et McConnell (1994)⁷⁴, Korczack et Bohl (2005) constatent une croissance statistiquement significative des cours de 16,58 % pendant la période pré-multicotation qui couvre l'annonce de la multicotation. Ils observent aussi une amélioration de la liquidité suite à l'inscription des titres à l'étranger. Ce résultat indique que les transactions étrangères attirent de nouveaux investisseurs et ne détériore pas la qualité des marchés de capitaux domestiques. La moyenne du taux de rotation dans le marché domestique augmente significativement de 34 %. Ce résultat est en cohérence avec les études menées par Stapleton et Subrahmanyam (1977), Errunza et Losq (1985), Eun et Janakiramanan (1986), Alexander et al. (1987) et Eun et al. (1993) qui supposent l'augmentation de la valeur des actions et la baisse du coût des fonds propres suite à la multicotation.

Pour mesurer les effets de la multicotation sur la volatilité des titres, Jayaraman et al. (1993) examinent le cas des ADRs émis sur le marché américain en utilisant un échantillon composé de 95 entreprises inscrites dans des bourses américaines par le biais d'ADRs durant la période 1983-1988. Leur panel est constitué d'entreprises originaires du Japon, Royaume-Uni, Australie, France, Allemagne, Italie et Suède. Les auteurs trouvent que l'émission d'ADRs sur le marché américain a un impact de 0,47 % sur la performance des actions locales. De plus, ils comparent les variances des performances quotidiennes réalisées autour de la date de cotation et trouvent que celles-ci augmentent de 55 % en moyenne.

Contrairement aux recherches précédentes, l'étude menée par Alexander et al. (1988), sur la base d'un échantillon composé de 34 entreprises canadiennes cotées dans des bourses américaines durant la période 1969-1982, montre des taux de rendement anormaux positifs pendant la période pré-multicotation et des taux de rendement anormaux négatifs durant les 36 mois après la multicotation. Les auteurs argumentent leurs résultats par la grande intégration des marchés de capitaux américains et canadiens. En support à cette étude, Serra (1999) constate que les entreprises enregistrent des taux de rendement anormaux significativement positifs avant la multicotation qui déclinent significativement suite à la multicotation.

⁷³ L'étude de Ying et al. (1977) est réalisée sur un échantillon composé de 248 entreprises qui ont inscrit leurs titres à la bourse de New York (NYSE). Cette étude s'étale de l'année 1966 jusqu'à l'année 1968.

⁷⁴ Kadlec et McConnell (1994) examinent 273 entreprises non-américaines cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 durant la période 1980-1989.

Pour un échantillon comportant 20 entreprises canadiennes, australiennes et japonaises cotées aux États-Unis durant la période 1988-1993, Viswanathan (1996) trouve des rendements négatifs de l'ordre de $-3,85\%$ lors de la période pré-multicotation, ils sont de $-0,79\%$ le jour de la multicotation et sont de $-2,44\%$ durant la période post-multicotation. L'auteur argumente son résultat par l'incertitude des coûts directs et indirects associés à la multicotation.

3- Performance des entreprises et mode de multicotation

En effectuant une série de tests sur l'effet de l'annonce de la multicotation, Miller (1999) trouve des taux de rendement anormaux significatifs et positifs autour du jour de l'annonce. Il n'observe aucun rendement anormal pendant la période pré-annonce. L'augmentation de la valeur des titres est permanente. Miller (1999) passe en revue 181 entreprises, provenant de 35 pays, ayant annoncé l'émission de leur premier programme d'ADR entre l'année 1985 et l'année 1995. Il observe une performance post-multicotation de $1,15\%$ en moyenne. La valeur de l'action augmente tandis que le coût du capital diminue en réponse à la multicotation. L'auteur tente de mesurer l'effet de la multicotation sur la valeur des titres pour chaque type de programme d'émission des actions étrangères. Il examine les résultats pour les ADRs niveau 1, niveau 2, niveau 3 et les placements privés pendant 25 jours avant et après la multicotation. Il trouve dès le premier jour des taux de rendement anormaux positifs de $1,15\%$ et une moyenne des taux de rendement anormaux cumulés de $0,71\%$ sur la période $[+2, +25]$. La moyenne des taux de rendement anormaux observée à partir de 125 jours après la multicotation est insignifiante de $0,3\%$. Ces résultats sont en cohérence avec ceux de Jayaraman et al. (1993) et Domowitz et al. (1997), qui affirment que les entreprises réalisent des taux de rendement normaux aussitôt après la cotation à l'étranger.

En résumé, Miller (1999) montre que les entreprises qui accèdent aux marchés américains pour augmenter leurs capitaux par une offre publique éprouvent un changement positif dans les richesses des actionnaires. En revanche, celles qui pénètrent le marché par le biais d'une offre privée éprouvent un changement négatif dans les richesses des actionnaires. Coffee (2002) explique ce résultat par les différences légales et les exigences strictes qu'impose la cotation dans les bourses américaines. En outre, Miller (1999) trouve que ces rendements anormaux sont plus élevés pour les entreprises qui inscrivent leurs titres dans des bourses américaines telles que NYSE ou NASDAQ et plutôt réduites pour celles qui accèdent

au marché en hors cote. En cohérence avec l'hypothèse de « segmentation des marchés », l'auteur montre que les entreprises originaires des marchés émergents enregistrent une augmentation en rendements anormaux plus importante que celles des marchés développés.

Ces deux dernières conclusions sont partiellement confirmées par les études de Foerster et Karolyi (1999, 2000). Lors de l'étude de la performance de 153 entreprises cotées aux États-Unis établies dans 11 pays (Canada, Royaume-Uni, l'Europe, l'Australie et l'Asie) pendant la période 1976-1992, Foerster et Karolyi (1999) observent des taux de rendement anormaux de 19 % pendant l'année qui précède la multicotation et de 1,2 % supplémentaires durant la semaine de la multicotation. Cependant, les entreprises subissent des pertes de 14 % au bout d'une année de multicotation. L'indice des marchés domestiques décline considérablement de 1,03 à 0,74 en moyenne. Les auteurs constatent que seules les ADRs niveau 3 permettent de réaliser des taux de rendement anormaux positifs pendant la période post-multicotation. Dans une étude ultérieure, Foerster et Karolyi (2000) étudient la performance à long terme des entreprises non-américaines qui augmentent leurs capitaux dans les marchés américains par émission des certificats d'actions étrangères pendant la période 1982-1996. Leur échantillon comporte 333 entreprises localisées dans 35 pays de l'Asie, l'Amérique Latine et l'Europe. Ces entreprises s'avèrent moins performantes que leurs consoeurs du marché domestique de 8 % à 15 % pendant les trois années post-multicotation. Il ressort que les différences de performance sont liées à l'ampleur des barrières d'investissement qui segmentent les marchés financiers dans le monde. En particulier, les auteurs constatent que les entreprises émettrices des placements privés sont typiquement moins performantes que leurs consoeurs. Les investisseurs tendent à pénaliser celles qui viennent aux États-Unis des pays avec des normes de comptabilité inefficaces. En revanche, les entreprises qui émettent publiquement des certificats d'actions américaines (ADRs) dans la majorité des bourses des États-Unis sont légèrement plus performantes que leurs consoeurs, en particulier, les entreprises provenant des marchés émergents ayant des normes de comptabilité peu efficaces. Les auteurs trouvent aussi que la performance est en relation avec le type de marché, la taille de l'entreprise, le montant de l'augmentation de capital et le volume des transactions. En support à l'hypothèse de « segmentation des marchés », leur étude révèle que la performance des entreprises multicotées est positivement liée à leur capacité d'attirer un grand volume des transactions des titres aux États-Unis.

En mettant en évidence l'évaluation des entreprises multicotées aux États-Unis, Doidge et al. (2004) observent un ratio Q Tobin excédant celui des entreprises non multicotées de 16,5 % en moyenne. Cette différence d'évaluation est appelée « prime de multicotation »⁷⁵. Cette prime dépend significativement de la forme de multicotation choisie. La différence d'évaluation augmente lorsque l'entreprise choisit un mécanisme de cotation sélectif et coûteux. Les dirigeants des entreprises dont les intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires minoritaires vont choisir une grande transparence associée à la cotation aux États-Unis. En particulier, lorsque ces dirigeants ne se soucient pas vraiment de leur capacité à exproprier les actionnaires minoritaires et ils s'intéressent plutôt à la maximisation de la valeur actionnaire.

En cohérence avec les recherches antérieures, Lel et Miller (2008) constatent, pour un échantillon composé de 18 742 entreprises provenant de 42 pays durant la période 1992-2003, que l'effet de la multicotation sur la performance des entreprises est plus intense pour les entreprises cotées en bourses américaines offrant une bonne protection des minoritaires, par comparaison avec celles dont les titres sont inscrites en hors cote ou bien cotées par placements privés. En support à ses résultats précédents⁷⁶, O'Connor (2009) trouve que seules les entreprises, caractérisées par une bonne divulgation, cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 2 et niveau 3, réalisent des gains. Ces gains ne sont pas immédiats mais se concrétisent durant les cinq ans suivant la multicotation. À long terme, l'auteur constate un gain de valeur pour les entreprises provenant des pays caractérisés par un environnement de divulgation moins exigeant et qui sont cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 1. Quant aux placements privés, aucun effet n'est observé sur la valeur de l'entreprise.

En se basant sur les études théoriques et empiriques présentées se rapportant à la valorisation des entreprises multicotées, nous émettons les deux hypothèses suivantes :

⁷⁵ La « prime de multicotation » est mesurée sur la seule année 1997 pour un échantillon composé de 713 entreprises.

⁷⁶ En examinant un échantillon comportant 4 563 entreprises non multicotées et 583 entreprises multicotées dont 260 par ADRs niveau 1, 142 par ADRs niveau 2 et niveau 3 et 181 par des placements privés (la règle 144A) qui sont établies dans 20 pays émergents durant la période qui s'étend de l'année 1990 jusqu'à l'année 2003, O'Connor (2005) montre que les ADRs niveau 2 et niveau 3 procurent des gains qui ne sont pas immédiats mais produits après trois ans de multicotation et que les gains des placements privés sont transitoires.

H₇₋₁ : Le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines affecte positivement la valeur de marché de l'entreprise.

H₇₋₂ : L'impact du mode d'entrée dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) est plus élevé chez les entreprises provenant des pays de droit civil que celles provenant des pays de droit commun.

Section 2 - Effet de la multicotation sur les cours des actions

Plusieurs études mettent en évidence l'impact de la multicotation sur la valeur de l'entreprise par l'intermédiaire de plusieurs moyens : une meilleure accessibilité aux marchés de capitaux (Lins et al., 2005), une grande divulgation des informations (Cantale, 1998 ; Moel, 1999 ; Lang et al., 2003 ; Bailey et al., 2006 ; Fernandes et Ferreira, 2008 ; Bris et al. 2009), une grande surveillance et l'engagement d'assurer la protection des droits des actionnaires (Coffee, 1999, 2002 ; Stulz, 1999 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge, 2004 ; Doidge et al., 2007) ainsi que la réduction de la prime de risque (Foerster et Karolyi, 1999). En dépit des modèles théoriques qui prédissent une augmentation des cours des actions suite à la multicotation, les études empiriques révèlent des différences de performance des cours durant la période avant, après et pendant la date de cotation à l'étranger. Le cours d'un certificat d'actions étrangères DR doit être virtuellement égal au cours d'une action sous-jacente sur le marché domestique. Le rapport théorique entre le cours de DR et le cours d'une action sous-jacente pourrait être exprimé comme suit : (Holicka, 2004)

Cours de DR = ratio DR * cours d'une action sous-jacente * taux de change (\pm coûts de transactions).

1- Détermination du cours d'un certificat d'actions étrangères

Si les marchés boursiers étaient parfaitement intégrés entre eux, les écarts de cours seraient réduits au maximum une fois convertis dans la même devise. Tous les marchés prendraient acte des nouvelles informations presque simultanément. L'intégration des cours

entre les marchés devrait ainsi favoriser l'efficience 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 cours sur les différentes bourses.

Comme les asymétries d'informations et les coûts de transactions entraînent une certaine segmentation des marchés, la bourse où le cours d'une action est déterminé 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 cours 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'origine de l'entreprise jouit d'un avantage. Les nouvelles informations concernant 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 leurs pays d'origine. Ces entreprises disposent d'un vivier relativement important d'investisseurs. Elles sont suivies par un plus grand nombre d'analystes. Cependant, elles sont moins connues à l'étranger. Dans ce cas, il est logique 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 (Chouinard et D'Souza, 2003 et 2004). Une autre raison explique pourquoi la parité des cours devrait tenir est que les deux actifs sont virtuellement identiques avec fondamentalement les mêmes paiements. Quelques variations temporaires des deux cours peuvent se produire mais si les marchés sont parfaitement intégrés, les différences de cours devraient être corrigées rapidement. En outre, les cours des deux instruments reflètent la même information. Le marché domestique est le premier à obtenir l'information spécifique de l'entreprise grâce à sa proximité, tandis que, les marchés des certificats d'actions étrangères reçoivent l'information plus vite en raison de leur importance.

Tous les facteurs susmentionnés sont susceptibles de conduire à une égalité des cours des DRs et des actions sous-jacentes lorsque les marchés sont parfaitement intégrés, cependant, la parfaite intégrité est rarement observée dans la réalité. Par conséquent, en

situation de segmentation des marchés, une variation entre les cours des certificats d'actions étrangères et ceux des actions sous-jacentes est observée. En effet, plusieurs forces peuvent conduire le cours des certificats d'actions étrangères et le cours des actions sous-jacentes l'un vers l'autre. En même temps, d'autres forces peuvent les séparer. La seule différence qui peut paraître est due aux coûts de transactions. Ces coûts sont tellement réduits que la variation du cours devrait être négligeable.

1-1- Changements de volatilité et de volume

Les cours et le volume des transactions réagissent avant et après la cotation à l'étranger. Ces changements de réactions de volatilité et du volume sont liés aux spécificités des entreprises, au niveau des industries et aux caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine. Alors, quels sont les changements de volatilité et de volume qui sont susceptibles d'avoir lieu suite à la cotation à l'étranger ?

Abordant la question sous un angle nouveau, King et Segal (2004) estiment que l'incidence de la multicotation sur la valeur des actions d'une entreprise pourrait être liée à la capacité de celle-ci d'accroître le volume de transactions sur ses titres aux États-Unis. Contrairement à la plupart des recherches précédentes, les entreprises ne gagneraient pas toutes à inscrire leurs titres à une bourse étrangère, même lorsqu'elles satisfont aux obligations d'informations et aux règles de surveillance les plus rigoureuses. Lorsque les auteurs divisent les entreprises multicotées en deux groupes en fonction de leurs volumes relatifs de transactions sur les marchés domestiques et américains, ils constatent que celles dont les titres sont activement échangés aux États-Unis sont plus évaluées. Les entreprises dont les actions continuent de se négocier surtout sur le marché d'origine après leur admission à la cote d'une bourse américaine ne sont pas évaluées différemment de celles qui sont cotées uniquement dans leurs pays d'origine. Pour tirer profit de la multicotation, l'entreprise doit convaincre les investisseurs qu'elle respectera leurs droits d'actionnaires. Le volume des transactions effectuées sur le marché américain plutôt que national indique à quel point elle y est parvenue. Le volume de transactions dans le marché d'origine peut augmenter s'il existe un effet de liquidité dû à la cotation à l'étranger. Toutefois, il peut baisser si les transactions émigrent du marché d'origine vers le marché étranger (Lowengrub et Melvin, 2002).

1-2- Processus de découverte des cours

Le processus de découverte des cours est le processus par lequel les marchés saisissent les nouvelles informations et trouvent le cours d'équilibre (Hasbrouck, 1995). Plusieurs questions se posent : les cours des actions sont-ils déterminés d'abord sur le marché d'origine ou sur le marché étranger ? Et quel marché a la plus grande influence sur la détermination des cours des actions ?

Si on croit les études empiriques, les cours des actions des entreprises cotées au pays d'origine et à l'étranger s'ajustent mutuellement sur les deux marchés. La contribution de chaque marché au processus de découverte des cours varie d'un titre à l'autre. Pour un échantillon composé d'entreprises canadiennes cotées simultanément sur la bourse de Toronto et sur le NYSE, Eun et Sabherwal (2003) montrent que les deux marchés contribuent à la découverte des cours. 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 l'entreprise multicotée et le pays étranger. D'autres recherches mettent en évidence la dominance du marché domestique lorsque les deux marchés contribuent à la découverte du cours (Ding et al., 1999 ; Roope et Zurbruegg, 2002 ; Lock et Kalev, 2004).

2- Facteurs affectant les cours

Sans doute, il n'existe pas un seul facteur susceptible d'affecter le comportement des cours des actions. Parmi les facteurs susceptibles d'influencer le cours boursier et qui sont les produits de la multicotation, nous pouvons citer la réduction du coût des fonds propres, la segmentation des marchés, l'effet de la liquidité, l'exposition au risque, la sensibilité des investissements aux cash-flows et l'amélioration de la protection légale des actionnaires minoritaires⁷⁷.

⁷⁷ L'annexe 10 présente un graphique qui met en évidence les principaux facteurs susceptibles d'influencer la performance des entreprises multicotées.

2-1- Amélioration des cash-flows espérés et réduction du coût des fonds propres

L'amélioration de la divulgation associée à la multicotation entraîne la réduction de l'asymétrie d'information et donc la réduction du coût des fonds propres (Verrecchia, 2001 ; Easley et O'Hara, 2002 ; Leuz et Verrecchia, 2004). Les études analysant l'impact de la multicotation sur le coût des fonds propres des entreprises supportent généralement la thèse de la réduction du coût des fonds propres des entreprises (Foerster et Karolyi, 1999 ; Errunza et Miller, 2000). En particulier, les recherches menées par Botosan (1997), Leuz et Verrecchia (2000), Hail (2002) et par Francis et al. (2003) révèlent l'existence d'une relation positive entre le niveau de divulgation d'informations et la réduction du coût des fonds propres. L'hypothèse de « segmentation des marchés » prône, quant à elle, que les entreprises des marchés de capitaux parfaitement intégrés avec les marchés américains enregistrent une très faible réduction du coût des fonds propres par comparaison avec les entreprises localisées dans des marchés de capitaux segmentés et moins développés qui profitent des effets importants de réduction du coût des fonds propres⁷⁸.

Selon l'hypothèse de « crédibilité par association », les effets de la cotation à l'étranger sont plus importants pour les entreprises localisées dans des pays ayant des institutions légales peu efficaces. Les entreprises des pays offrant une bonne protection légale des investisseurs enregistrent une faible, voire aucune, réduction du coût des fonds propres. La capacité des entreprises à baisser leur coût des fonds propres est en partie due à leur engagement à mieux protéger leurs investisseurs sous le régime légal du pays étranger et à améliorer leur mode de gouvernement d'entreprise (Coffee, 1999, 2002 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Mitton, 2002 ; Doidge, 2004 ; Benos et Weisbach, 2004 ; Doidge et al., 2007). Ce raisonnement stipule que les entreprises s'engagent à assurer une meilleure transparence non seulement sur le marché étranger mais aussi sur leur marché d'origine. La cotation aux États-Unis accroît ainsi les attentes des investisseurs quant aux cash-flows futurs par la réduction de la probabilité d'expropriation par les actionnaires de contrôle et l'expansion des opportunités de croissance des entreprises.

⁷⁸ L'annexe 11 présente un tableau, extrait de l'étude de Hail et Leuz (2006), qui analyse la relation entre le coût du capital et la qualité de la réglementation dans divers pays. Le coût des capitaux propres rapporté est la moyenne de quatre estimations en utilisant des modèles différents appliqués pendant la période 1992-2001.

Sur la base d'un échantillon comportant 1 307 entreprises pendant la période 1992-2001, Hail et Leuz (2004) montrent que la cotation à l'étranger dans le marché en hors cote implique une réduction du coût des fonds propres, tandis que, la multicotation par le biais des placements privés est associée à une augmentation du coût des fonds propres. Cette augmentation est expliquée par l'asymétrie d'information entre les intervenants sur le marché. Par ailleurs, Ces auteurs observent des effets de cash-flows similaires pour tous les niveaux d'ADRs. La cotation dans des bourses présente des effets importants sur le coût des fonds propres qui impliquent des changements de cours suite à la multicotation, tandis que, les changements de cours des ADRs échangés en hors cote et par le biais des placements privés proviennent en premier lieu des améliorations des cash-flows espérés. En résumé, Hail et Leuz (2004) constatent des effets de cash-flows et de coût des fonds propres positifs pour les entreprises ayant de nouveaux échanges d'ADRs. Ils enregistrent des effets de cash-flows positifs combinés à des effets insignifiants de coût des fonds propres pour les entreprises inscrites en hors cote ou par le biais des placements privés. Les effets de cash-flows peuvent ainsi expliquer le choix de cotation à l'étranger de ces entreprises malgré qu'il n'y ait aucun bénéfice sur le coût des fonds propres.

2-2- Segmentation des marchés

Les problèmes de coûts, d'asymétrie d'information et les restrictions constituent des barrières pour investir qui segmentent les marchés de capitaux. Ces barrières influencent le cours des actions (Foerster et Karolyi, 1998). L'étendue avec laquelle le cours est affecté peut être influencée par le niveau de segmentation des deux marchés : le marché domestique et le marché étranger. L'une des réactions à la segmentation du marché boursier canadien a été la montée de la multicotation internationale. Vers la fin de l'année 2003, les entreprises canadiennes formaient le plus important groupe d'entreprises étrangères cotées dans les bourses américaines⁷⁹. À cet égard, l'étude menée par Alexander et al. (1988) durant la période 1969-1982, révèle des réactions peu marquées à l'inscription des entreprises canadiennes dans les marchés américains, par comparaison aux autres entreprises. Dès lors, l'inscription à la cote d'une place étrangère ne devrait avoir aucune incidence sur le cours des

⁷⁹ Durant la période qui s'étale de l'année 1980 jusqu'à l'année 1998, le nombre de titres canadiens cotés sur les bourses américaines a augmenté de 198 %, en passant de 82 titres en 1980 à 244 titres en 1998. La part de financement par emprunt de ces entreprises canadiennes, qui est mobilisée sur les marchés étrangers, a augmenté légèrement en 2003 et s'établissait à 54 % du financement par emprunt total. Environ 15 % des actions inscrites à la bourse de Toronto le sont également à une bourse américaine, et 2 % le sont à la bourse de Londres.

titres lorsque les marchés boursiers du pays d'origine et du pays étranger sont parfaitement intégrés.

2-3- Effet de la liquidité

En s'appuyant sur les modèles théoriques développés par Amihud et Mendelson (1986) et par Merton (1987), Christie et Huang (1993), Kadlec et McConnell (1994) stipulent que les entreprises étrangères souhaitent accéder aux marchés américains principalement pour améliorer leur liquidité et élargir la base des actionnaires. En support à l'hypothèse de « segmentation du marché », Foerster et Karolyi (1999) découvrent des rendements anormaux qui proviennent pour l'essentiel de l'élargissement de la base des actionnaires et d'une plus grande liquidité des titres. Alors, comment la cotation à l'étranger augmente-t-elle la liquidité des actions sur le marché domestique ?

La production de la liquidité est l'une des principales fonctions de la bourse. Une grande liquidité est synonyme d'un coût des capitaux propres réduit (Amihud et Mendelson, 1986 ; Brennan et Subrahmanium, 1996). L'introduction du programme d'émission de certificats d'actions étrangères augmente la notoriété de l'entreprise dans les deux marchés, domestique et étranger. Cet événement permet de réduire l'asymétrie d'information et améliorer le niveau des prédictions et susciter les intérêts des investisseurs. Pagano et al. (2001) trouvent que les entreprises cherchent à inscrire leurs titres dans des marchés étrangers plus liquides, de grande taille pour accéder à un nombre plus élevé d'investisseurs potentiels sur des marchés notamment où les entreprises concurrentes, opérant dans le même secteur d'industrie, sont d'ores et déjà multicotées. Par conséquent, la multicotation internationale constitue pour les entreprises des marchés émergents un signal positif envers les investisseurs aussi bien du marché local qu'étranger (Korc Zack et Bohl, 2005).

Dès lors, l'accroissement du volume des transactions peut être le résultat de l'exploitation des opportunités d'arbitrage entre le cours des actions dans le marché domestique et le cours des certificats d'actions étrangères dans le marché étranger (Smith et Sofianos, 1997). L'augmentation de l'activité des transactions qui peut être observée durant les heures des transactions a une influence marquée sur la liquidité des actions. Les attentes de marché conduisent à une demande pour les actions durant la période avant la multicotation. La plupart des transactions lors de l'émission indiquent une forte réaction des investisseurs à

cet événement. Ces forces conduites par les attentes jouent un rôle particulièrement important avant et lors de l'inscription.

Par ailleurs, l'existence de canaux d'informations entre les différentes bourses favorise une plus grande liquidité, surtout lorsque l'entreprise est établie dans un pays émergent. Si ces liens étaient atténués, la cotation à l'étranger se traduirait plutôt par une liquidité réduite et une plus grande volatilité du titre sur le marché d'origine. Les opérateurs mieux informés dirigeraient leurs transactions vers l'autre marché (Domowitz et al., 1998). Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de la liquidité entraîne une diminution du coût des fonds propres. Il a été démontré que le taux de rendement exigé par les investisseurs est une fonction concave croissante de l'écart entre les cours acheteur et vendeur du titre (Amihud et Mendelson, 1986). L'accroissement de la liquidité conduit à la baisse des coûts des transactions, engendrée par des taux de rendement attendus inférieurs. Des coûts des fonds propres faibles impliquent une plus grande valeur actionnariale entraînant de ce même fait une variation croissante du cours des actions.

2-4- Réduction de l'exposition au risque

De nombreux auteurs, comme Stapleton et Subrahmanyam (1977), Stulz (1981), Errunza et Losq (1985) et Alexander et al. (1987, 1988), stipulent que les entreprises multicotées sont susceptibles de surmonter les barrières de segmentation des marchés. Cependant, cette hypothèse suppose un élargissement de la base des investisseurs étrangers et une augmentation des bénéficiaires pour les différents niveaux des certificats d'actions étrangères suite à la multicotation aux États-Unis.

En cohérence avec l'hypothèse de « l'élargissement de la base des investisseurs » de Merton (1987), Foerster et Karolyi (1999) et Miller (1999) trouvent des effets significatifs de la multicotation sur les cours des actions. En particulier, l'étude Foerster et Karolyi (1999) montre qu'à travers la multicotation, l'entreprise bénéficie d'un bassin d'investisseurs plus varié et serait donc en mesure de mieux mutualiser les risques. Dans cette perspective, les actionnaires exigeraient des taux de rendement attendus moins élevés qu'auparavant vu qu'une partie du risque systématique antérieur à l'inscription est maintenant répartie entre des investisseurs plus hétérogènes. Comme conséquence, l'entreprise réduit les coûts de ses actions, conduisant à l'amélioration de la valeur de l'entreprise multicotée.

2-5- Sensibilité des investissements aux cash-flows

Sur la base de la méthodologie de Fazzari et al. (1988), aussi discutée en détail par Hoshi et al. (1991), Whited (1992) et Kaplan et Zingales (1997), Lins et al. (2005) examinent le changement de sensibilité de l'investissement aux cash-flows, pour un échantillon composé de 81 entreprises des pays développés et 105 entreprises des pays émergents cotées dans la bourse de New York (NYSE) et au NASDAQ par le biais des certificats d'actions américaines (ADRs) pendant la période 1986-1996. Les résultats de leur étude montrent que la multicotation des entreprises originaires des pays développés n'a aucun effet sur la sensibilité de l'investissement aux cash-flows. L'intégration des marchés de capitaux parmi les économies développées (les États-Unis est l'un de ces pays) est arrivée à un stade avancé. Les auteurs constatent que ces entreprises cherchent d'autres avantages liés à la multicotation que l'accès au financement. Par ailleurs, ils étudient le cas des entreprises non multicotées parce qu'elles n'ont pas besoin d'augmenter leurs capitaux ou qu'elles n'ont pas les moyens nécessaires pour la cotation, ils n'observent aucune baisse de la sensibilité des investissements aux cash-flows. En outre, les auteurs découvrent que la sensibilité des investissements aux cash-flows décroît significativement pour les entreprises des pays émergents. Le coefficient de sensibilité décroît de 30 %. En se basant sur l'origine légale des pays (système de droit commun ou de droit civil), ils montrent que les entreprises dont les marchés sont les moins développés, protégeant faiblement leurs actionnaires minoritaires, bénéficient plus de la cotation aux États-Unis par la réduction de la sensibilité des investissements aux cash-flows. En cohérence avec les hypothèses de « segmentation des marchés » et de « crédibilité par association », ils estiment que les entreprises cotées aux États-Unis deviennent moins contraintes financièrement et ils expliquent ce résultat par la baisse du degré de dépendance des nouveaux investissements des entreprises multicotées aux cash-flows internes suite à la cotation aux États-Unis.

2-6- Protection légale des actionnaires minoritaires

Récemment, plusieurs chercheurs se posent la question de savoir comment la protection légale des actionnaires minoritaires sur un marché donné affecte la valeur de l'entreprise. Les entreprises augmentent davantage leurs capitaux aussi bien dans leurs marchés domestiques qu'à l'étranger, elles réalisent des taux de rendement anormaux positifs quand elles annoncent leurs intentions d'être cotées aux États-Unis (Foerster et Karolyi,

1999 ; Miller, 1999), qu'elles sont capables d'augmenter leurs capitaux suite à la multicotation (Reese et Weisbach, 2002 ; Lins et al., 2005), que leurs coûts des fonds propres sont réduits (Hail et Leuz, 2004) et que les bénéficiaires privés du contrôle estimés sont faibles (Doidge, 2004). Par conséquent, ces entreprises multicotées sont beaucoup plus évaluées par comparaison avec celles non multicotées (Doidge et al., 2007), spécialement les entreprises domiciliées dans des pays offrant une protection peu efficace profitent d'un accroissement de valeur supérieur à celui des entreprises localisées dans des pays à forte protection des minoritaires (Ammer et al. 2008).

Conjointement, l'approche légale du « gouvernement d'entreprise » avancée par La Porta et al. (2000) et l'hypothèse de « crédibilité par association » proposée par Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999) supposent que l'inscription des titres aux États-Unis accroît la valeur de l'entreprise parce qu'elle réduit les bénéficiaires privés du contrôle. L'hypothèse de « convergence fonctionnelle » de Coffee (1999) maintient l'idée que n'importe quelle entreprise est capable de se développer malgré la « mauvaise qualité » du système de gouvernement d'entreprise de son pays par la migration financière et légale aux États-Unis.

Il est couramment admis que la multicotation entraîne un accroissement des transactions sur le titre, dans son pays d'origine comme à l'étranger (Karolyi, 1998 ; Foerster et Karolyi, 1998). À défaut d'une telle hausse, l'entreprise qui assume les 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 par les investisseurs (Mittoo, 1992). Un faible volume d'activité sur le marché étranger renvoie à ce que la crédibilité de l'entreprise ne s'est pas améliorée et à ce que les investisseurs étrangers ne croient pas non plus à son intention de respecter les droits des actionnaires minoritaires (King et Segal, 2004).

L'étude réalisée par Reese et Weisbach (2002) suppose que les entreprises cotées dans les marchés américains augmentent plus leurs capitaux, cependant, la majorité de ces entreprises le font dans leurs marchés domestiques suite à la multicotation. Ces auteurs montrent que l'engagement à une meilleure protection des actionnaires minoritaires du marché domestique facilite l'émission des titres sur le marché domestique pour les entreprises des marchés émergents. L'idée est que les exigences de divulgation américaines, les obligations de l'autorité boursière américaine (SEC) et les litiges des actionnaires rendent l'extraction des bénéficiaires privés du contrôle coûteuse et difficile. À cet égard, la cotation à

l'étranger pourrait signaler un engagement crédible à limiter la distraction des cash-flows par les actionnaires de contrôle, ce qui facilite l'accès à des financements externes et l'exploitation des opportunités de croissance⁸⁰ (Hail et Leuz, 2004).

Lors de l'étude des mécanismes par lesquels la double cotation au Canada et aux États-Unis peut influencer sur le degré de protection de l'investisseur et venir à bout de la préférence nationale de l'investisseur américain, King et Segal (2004) comparent la valeur des entreprises canadiennes exclusivement cotées sur le marché national à celle des entreprises également inscrites à une bourse américaine. Ces auteurs prennent en considération dans leur analyse un ensemble de variables propres aux entreprises et au marché afin de neutraliser l'incidence avérée de divers facteurs sur l'évaluation. Ils constatent que la multicotation réduit l'écart de valeur entre les entreprises canadiennes et américaines. Ce résultat peut être expliqué par l'amélioration de la transparence et de la surveillance qu'entraîne la cotation sur une bourse américaine. Toutefois, la multicotation n'élimine pas l'écart négatif associé au pays puisque les entreprises canadiennes demeurent évaluées défavorablement par rapport à leurs consœurs américaines. En outre, ces auteurs considèrent que les entreprises multicotées, sous la supervision de la Securities Exchange Commission (SEC), sont plus évaluées par comparaison à celles cotées exclusivement à la bourse du pays d'origine. Dans une étude antérieure, King et Segal (2003) stipulent que les différences de gouvernement d'entreprise liées à la supervision, aux règlements et aux obligations d'informations constituent les principaux facteurs influençant la valeur de marché des entreprises multicotées.

Quant à Mitton (2002), il montre que des mécanismes de gouvernance défaillants, se traduisant par une faible protection des actionnaires minoritaires contre l'expropriation des dirigeants et des actionnaires de contrôle, ont contribué à l'amplification de la crise asiatique de 1997-1998. Il va de soi qu'un système de gouvernement d'entreprise efficace assure une meilleure répartition des cash flows entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires (Aggarwal et al., 2009). Il réduit les bénéfices privés du contrôle ainsi que la latitude des actionnaires de contrôle à détourner les actifs de l'entreprise. Par ailleurs, il

⁸⁰ Il existe un courant de littérature aussi bien théorique qu'empirique qui stipule que le degré de protection des investisseurs dans les pays d'origine a un effet substantiel sur la valeur des entreprises, le développement des marchés et la croissance des économies (La Porta et al., 2000). Le degré de protection détermine les contraintes que les actionnaires de contrôle font face en gérant leurs entreprises et, par conséquent, l'importance des bénéfices privés du contrôle qu'ils peuvent extraire.

accroît les procédés d'émission de titres pouvant servir pour financer davantage d'investissements.

Lors de l'analyse de la relation entre la performance des entreprises et les motivations de la multicotation, Gozzi et al. (2008) mettent en évidence le rôle de la protection légale des droits des actionnaires minoritaires. Ils observent une amélioration de la valeur des entreprises avant la multicotation qui décroît, toutefois, au bout d'une seule année de multicotation. Contrairement aux études précédentes, ces auteurs n'observent aucune relation entre l'amélioration de la valeur des entreprises multicotées et le niveau de protection des droits des investisseurs. Ils expliquent l'amélioration de la performance des entreprises par les opportunités d'expansion qui s'offrent à elles à travers la multicotation et non pas par l'amélioration du degré de protection légale des droits des actionnaires minoritaires.

Section 3 – Impact de la structure de propriété sur la valorisation des entreprises multicotées

Les travaux portant sur la géographie de l'actionnariat des entreprises dans le monde (La Porta et al., 1999 ; Claessens et al., 2000 ; Faccio et Lang, 2002) démontrent qu'au-delà des États-Unis, la concentration de l'actionnariat des entreprises cotées constitue plutôt la norme dans la majorité des pays de l'Europe Continentale (y compris la France) et de l'Asie du Sud Est. Il en découle que l'image donnée de l'entreprise moderne à propriété dispersée, décrite par Berle et Means (1932), est clairement dépassée et non généralisable. Ce constat stipule que le conflit d'agence prédominant n'est plus celui entre dirigeants et actionnaires externes mais paraît plutôt celui entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires, faisant émerger ainsi le problème de spoliation de ces derniers. Le pouvoir des actionnaires de contrôle est consolidé avec la forte propagation des structures d'actionnariat ne respectant pas la règle « une voix par action »⁸¹. Ces travaux enregistrent en outre l'importance de l'actionnariat familial qui est souvent impliqué dans le management de l'entreprise.

Selon les auteurs de la théorie d'agence et ceux du gouvernement d'entreprise en général, la performance des entreprises peut être influencée par deux composantes de la

⁸¹ La dérogation à la règle « une action un vote » se fait par exemple par émission d'actions sans droits de vote ou par distribution de droits de vote supplémentaires à certaines actions nominatives ou fidéjussées, elle peut survenir encore par le jeu des structures pyramidales.

structure de propriété, à savoir la dispersion du capital et la nature des actionnaires. Étant plus visible sur les places boursières, les entreprises multicotées peuvent ainsi élargir leur base d'actionnaire et toucher de nouvelles cibles d'investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels. Ces derniers apportent avec eux une certaine conception de ce que devait être le comportement managérial qui semble avoir une certaine influence sur la valeur des entreprises multicotées. La distinction entre investisseurs institutionnels domestiques et étrangers s'avère importante du fait que leurs rôles sont divergents. Il est important de signaler que les investisseurs institutionnels domestiques et les investisseurs institutionnels étrangers ne sont pas soumis aux mêmes contraintes, surtout en termes de différence des régimes légaux du pays d'origine, des systèmes de gouvernement des organisations, et de protection des actionnaires minoritaires, ce qui justifiera, en quelque sorte, le rôle moins « actif » attribué aux institutionnels domestiques qui sont censés être moins incités à assurer un suivi strict et à s'initier dans le contrôle des entreprises où ils investissent leurs fonds.

1- Effet de la dispersion du capital sur la valorisation des entreprises multicotées

Sur un plan théorique, pour une entreprise dont le capital est très dispersé, un actionnaire minoritaire n'aura ni l'incitation, ni les fonds nécessaires pour exercer un contrôle sur les dirigeants. Sa préoccupation principale est en réalité le rendement de ses actions et non pas la gestion ou le contrôle de l'entreprise.

L'étude menée par Lemmon et Lins (2003), analysant l'effet de la structure de propriété sur la valeur de 800 entreprises pendant la crise financière de l'Asie de l'Est, stipule que l'importance du contrôle détenu par les dirigeants explique la sous-évaluation des entreprises⁸². Leurs résultats corroborent ceux avancés par Claessens et al. (2000) et Lins (2003) qui montrent que la valeur des entreprises est négativement liée à la séparation de la propriété et du contrôle.

Dans une étude récente réalisée sur 277 entreprises canadiennes pendant la période 1989-2004, King et Segal (2009) montrent que l'importance de la participation des investisseurs américains au capital d'une entreprise étrangère et l'amélioration de

⁸² Lemmon et Lins (2003) remarquent que les ratios de Q Tobin des entreprises offrant une protection inadéquate des actionnaires minoritaires déclinent de 12 % par comparaison avec les entreprises semblables durant la crise financière de l'Asie de l'Est.

l'information disponible sur celle-ci après son inscription à une bourse des États-Unis ont sur la valeur de ses actions des effets discernables l'un de l'autre. Les entreprises qui bénéficient le plus de la multicotation sont celles qui réussissent à élargir leur base d'investisseurs⁸³. Les entreprises canadiennes multicotées qui attirent un nombre limité d'investisseurs ne sont pas évaluées différemment que celles non multicotées (ayant les mêmes caractéristiques). L'appréciation qu'enregistrent les titres d'entreprises canadiennes nouvellement multicotées est passagère. Leur cours culmine en effet durant l'année qui suit, puis diminue de façon monotone, quels que soient le niveau de participation des investisseurs américains au capital et la structure de l'actionnariat de l'entreprise. Ainsi, aucune différence d'évaluation entre les entreprises multicotées et celles non multicotées n'est enregistrée. Les entreprises multicotées contrôlées par un actionnaire de contrôle qui possède au moins 20 % du capital-actions attirent en moyenne autant d'investisseurs institutionnels aux États-Unis que celles dont la propriété est plus dispersée. Mais leur titre s'apprécie moins lorsqu'elles sont déjà bien connues par les investisseurs. S'il est vrai que les investisseurs américains hésitent davantage à investir dans les entreprises émettant deux catégories d'actions, il n'en reste moins que ces entreprises enregistrent plus de bénéfices de la multicotation même quand elles ne parviennent pas à élargir leur actionnariat aux États-Unis⁸⁴. Ce résultat laisse à penser que la réduction de l'asymétrie d'information entre l'actionnaire de contrôle et les actionnaires minoritaires a un effet différent sur la valeur de l'action là où le conflit d'intérêts entre les deux types d'actionnaires est le plus important.

En mesurant la reconnaissance des investisseurs par le changement du nombre des actionnaires pour 153 entreprises de 11 pays pendant la période 1976-1992, Foerster et Karolyi (1999) trouvent que les entreprises multicotées enregistrent un accroissement de leur base d'investisseurs de l'ordre de 28,8 % et que ces entreprises enregistrent une amélioration de leurs cours en réponse à cette multicotation. Toutefois, les rendements anormaux positifs enregistrés lors de l'année précédant la multicotation se dissipent et laissant la place à des rendements négatifs à l'année qui suit la multicotation⁸⁵.

⁸³ Foerster et Karolyi (1999) et Baker et al. (2002) trouvent des effets significatifs des cours des actions lors de la multicotation. Les rendements anormaux proviennent de l'élargissement de la base des actionnaires et d'une plus grande liquidité.

⁸⁴ Ce résultat est en cohérence avec ceux trouvés par Doidge (2004) et Bris et al. (2009).

⁸⁵ L'étude de Foerster et Karolyi (1999) révèle que les entreprises asiatiques ayant des systèmes de gouvernance d'entreprise peu efficaces, exposant ainsi les actionnaires minoritaires à l'expropriation des actionnaires de contrôle, réalisent des pertes suite à la multicotation. En se référant à l'hypothèse de « crédibilité par association », Coffee (2002) montre que ces entreprises réalisent plus de gains permanents à travers la réduction des coûts d'agence.

2- Participation des investisseurs institutionnels domestiques au capital

En raison de l'importance des fonds qu'ils investissent sur les marchés et de leur rapidité de réaction aux informations émises sur le marché, les investisseurs institutionnels sont considérés comme des intervenants majeurs sur les marchés financiers. Ils ont aussi bien l'intérêt financier que l'indépendance nécessaire pour se doter d'une vision critique et objective de la gestion de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1997). Ils sont donc les destinataires privilégiés de toute communication de l'entreprise.

Le rôle des investisseurs institutionnels est en très forte expansion. L'accroissement des actifs qu'ils détiennent dans les entreprises les conduit à devenir des acteurs à part entière au sein des systèmes de gouvernement d'entreprise. Shleifer et Vishny (1997) montrent que ces institutions ont un pouvoir très important pour contrôler la gestion de l'entreprise. Ils sont plus susceptibles d'exercer leurs droits de vote que les actionnaires minoritaires. Ils peuvent s'opposer à certaines mesures ayant pour effet de réduire la richesse des actionnaires. Ces institutionnels peuvent contraindre les dirigeants à rendre compte régulièrement des engagements et des résultats comptables de leur entreprise. De ce fait, la proximité géographique des entreprises et des investisseurs n'est pas déterminante et le principal critère mis en avant par les investisseurs institutionnels est la liquidité. La maximisation de la valeur actionnariale constitue ainsi leur premier objectif.

L'activisme actionnarial a pour objet de protéger les intérêts des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires en minimisant la possibilité d'expropriation par les dirigeants ou les actionnaires de contrôle des entreprises. L'amélioration de la protection des intérêts des actionnaires minoritaires par l'activisme des institutionnels permet d'augmenter la valeur de l'entreprise. Selon Utama et Cready (1997), le pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels, est positivement lié au volume des transactions réalisées autour de la date d'annonce des bénéfices. Les auteurs associent la participation des investisseurs institutionnels avec la variation de la précision des informations privées entre les investisseurs.

Les investisseurs institutionnels cherchent à imposer des règles de gestion dans les entreprises où ils ont investi en tant qu'investisseurs et actionnaires. Leurs objectifs revêtent

donc deux dimensions, financière et actionnariale : maximiser la valeur actionnariale et organiser un système de contrôle externe destiné à inciter les dirigeants des entreprises à satisfaire les objectifs des actionnaires (Plihon, 2003).

Un certain nombre de travaux antérieurs semblent ne pas confirmer ce raisonnement. Bushee (2001) montre que les investisseurs spéculatifs (ou passagers) affichent une préférence nette pour les résultats à brève échéance. Il ajoute que leur participation au capital peut aboutir à une surestimation (sous-estimation) de la valeur de l'entreprise résidante dans les profits à court terme (long terme). Bushee (1998) précise que les investisseurs institutionnels sont des investisseurs sophistiqués, capables de limiter le désinvestissement en recherche et développement dont l'objectif est de favoriser les résultats immédiats. Ces arguments mettent en avant l'orientation à court terme des investisseurs institutionnels et leur application d'un contrôle financier motivé par la recherche de meilleures performances financières.

L'étude d'Aggarwal et al. (2009) révèle un effet positif du changement de la structure institutionnelle sur la valorisation des entreprises, le sens inverse n'est pas vrai. Dans une régression non rapportée dans leur article, ces auteurs trouvent que, contrairement aux investisseurs institutionnels domestiques, les institutionnels étrangers ont un effet positif sur la valorisation des entreprises. Ce résultat est en cohérence avec celui avancé par Ferreira et Matos (2008) qui observent un effet négatif de la présence des investisseurs institutionnels domestiques sur la valorisation des entreprises multicotées.

3- Participation des investisseurs institutionnels internationaux au capital

Les investisseurs institutionnels à la recherche d'opportunités de placement se tournent de plus en plus vers les marchés étrangers. Ainsi, la part des actions internationales dans le portefeuille des fonds communs de placement a plus que doublé en dix ans. Si la part des actifs étrangers dans le portefeuille de ces investisseurs reste relativement modeste pour le moment, à l'échelle de la capitalisation boursière de certains pays européens, l'internationalisation des portefeuilles des investisseurs institutionnels est plus considérable.

Le phénomène de la montée en puissance du capitalisme collectif trouve son origine et sa justification dans les pays anglo-saxons. Les investisseurs institutionnels internationaux et surtout américains, sont des vecteurs de réunion de capitaux et leur influence et puissance économique est énorme. Leur importance ressort du volume des actifs financiers qu'ils gèrent. Ils investissent dans leur pays mais le plus souvent, ils diversifient leur portefeuille en prenant des participations dans les entreprises étrangères.

Les investisseurs institutionnels internationaux sont des acteurs prédominants au niveau mondial. En raison de leur poids économique, ils exercent une influence considérable au sein des marchés financiers. Les grands investisseurs internationaux tendent à exporter leur professionnalisme, leur culture de marché et leur conception de mode de gestion des entreprises. De leur côté, les entreprises qui ont besoin de ces capitaux revoient souvent en profondeur leur organisation interne et leur stratégie de manière à mieux satisfaire les demandes de ces nouveaux actionnaires.

De nombreuses recherches antérieures (Doidge et al., 2004) examinent l'effet d'une bonne gouvernance sur la valorisation des entreprises, mesurée par le Q Tobin. Les études récentes réalisées par Ferreira et Matos (2008) et par Aggarwal et al. (2009) montrent l'impact significatif positif de la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital sur la valorisation des entreprises. En particulier, Aggarwal et al. (2009) constatent que la valeur de marché de l'entreprise multicotée est liée positivement à la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels étrangers et négativement liée au pourcentage du capital détenu par les actionnaires de contrôle. Si la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers est élevée, ils peuvent demander à l'équipe dirigeante d'améliorer la gouvernance d'entreprise et de privilégier la valeur actionnariale, ce qui permet aux actionnaires minoritaires de protéger leur investissement en évitant le comportement opportuniste de l'actionnaire de contrôle. Ceci permet d'expliquer pourquoi les capitaux des investisseurs institutionnels étrangers influent positivement sur la performance boursière des entreprises multicotées.

Par ailleurs, en examinant l'impact de l'élargissement de la base des investisseurs sur la valeur des entreprises sur le long terme, King et Segal (2009) montrent que l'appréciation qu'enregistrent les titres d'entreprises canadiennes nouvellement multicotées est éphémère. Leur cours augmente durant l'année qui suit la cotation, puis diminue au bout de trois ans de

façon linéaire quel que soit le niveau de participation des investisseurs américains au capital ou aussi la structure de l'actionnariat de l'entreprise. Ainsi, aucune différence d'évaluation entre les entreprises multicotées et celles non multicotées n'est enregistrée.

Les points de vue divergent quant à l'influence des investisseurs étrangers sur la performance des entreprises. Selon Claessens et Fan (2002), le rôle des investisseurs institutionnels, au niveau de la gouvernance d'entreprise en Asie, se limite à redonner confiance aux marchés. La concentration de l'actionnariat et le conflit d'agence entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires incitent l'entreprise à faire appel aux investisseurs institutionnels pour améliorer sa crédibilité vis-à-vis des minoritaires sur le marché. Ce recours permet à l'entreprise d'éviter une baisse du cours des actions et facilite son accès aux marchés financiers.

Section 4 - Performance des entreprises multicotées et choix des places financières

La multicotation est devenue une stratégie importante pour les entreprises ainsi que pour les bourses en tant que véritables institutions financières. Du moment où les entreprises sont devenues de plus en plus globales dans leurs stratégies d'investissement, l'accès direct aux marchés de capitaux étrangers devient plus qu'une nécessité. En même temps, l'intégration internationale des marchés a conduit à de rudes compétitions entre les bourses. Dans ce nouveau contexte, les places boursières rivalisent pour attirer le plus d'entreprises étrangères et afficher un important volume de transactions et de meilleures opportunités de croissance.

Suite au développement des marchés au niveau international, toute entreprise doit prendre une décision importante concernant le choix de la place boursière où inscrire ses titres. Cette décision cruciale dépend des caractéristiques des entreprises, des caractéristiques de la bourse étrangère ainsi que des caractéristiques des pays.

1- Caractéristiques des entreprises

L'introduction d'un programme d'émission de certificats d'actions étrangères entraîne la variation des cours des actions sous-jacentes. Cependant, la réaction n'attend pas toujours

l'émission de ces certificats mais se fait souvent à l'annonce de l'introduction de ce programme quand l'information se propage dans le marché. La performance dépend des caractéristiques des marchés domestique et étranger ainsi que des spécificités des entreprises. Dès lors, les actions multicotées ont tendance à connaître une forte progression de leur valeur avant leur inscription à l'étranger et peu après. Sur une période plus longue, la situation est très variable d'une entreprise à une autre.

Dans de nombreux 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 des petites entreprises encore jeunes, est souvent attribué non pas à la multicotation en soi, mais à des facteurs propres à l'entreprise. Il se peut par exemple que le dirigeant ait fait coïncider l'inscription avec le moment où culminait la valeur de l'entreprise. Il est vraisemblable que les petites entreprises aient du mal à s'adapter aux exigences du nouveau pays, qui sont souvent plus rigoureuses que celles de leurs pays d'origine. 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 acquérir (Karolyi, 1998 ; Foerster et Karolyi, 1998).

Les caractéristiques et la rentabilité des entreprises européennes diffèrent grandement selon que ces dernières sont cotées sur une place boursière américaine ou européenne (Pagano et al., 2002). Les entreprises européennes cotées aux États-Unis poursuivent une stratégie rapide et des expansions de capitaux. Elles comptent beaucoup sur le marché d'exportation et appartiennent au secteur de haute technologie à vocation exportatrice, elles connaissent une expansion rapide et recourent peu à l'emprunt. En revanche, les entreprises européennes cotées dans des pays européens affichent des taux de rendement très élevés avant la multicotation. Elles vont accroître leur levier après la multicotation et ne comptent pas sur les ventes à l'étranger. Lang et al. (2003) trouvent que ces entreprises sont comparables en termes de croissance, d'émission d'actions et d'intensité de capital. Cependant, les entreprises cotées ailleurs qu'aux États-Unis émettent plus de dettes et sont de plus petite taille.

King et Segal (2003) analysent l'attrait relatif des marchés boursiers canadien et américain pour les entreprises canadiennes dans le cadre d'une étude comparative portant sur la valeur des actions cotées sur ces marchés. L'étude vise à déterminer comment les actions des entreprises canadiennes se comparent à celles des entreprises cotées aux États-Unis du

point de vue du ratio de la valeur comptable à la valeur marchande et du ratio bénéfice-cours. Sur la base d'un éventail de mesures, les auteurs déduisent que les actions des entreprises canadiennes sont sous-évaluées par rapport à celles des entreprises américaines. D'après une comparaison des entreprises cotées dans les deux pays dont les états financiers sont dressés selon les principes comptables généralement admis appliqués au Canada et aux États-Unis, cet écart de valeur ne peut s'expliquer par des différences comptables. L'écart est observé en dépit du fait que les entreprises canadiennes ont payé moins cher leurs fonds propres dans le passé et sont plus rentables que leurs consœurs américaines. Cet écart s'explique en partie par des facteurs propres aux entreprises, dont leur secteur d'activité, leur taille, le coût de leurs fonds propres et leur rentabilité. Les auteurs remarquent que les caractéristiques du marché boursier où s'échange l'action, comme la liquidité du marché secondaire et la tenue relative de l'ensemble du marché boursier, influent sur son évaluation. Ils en concluent que l'écart associé au pays persiste même lorsqu'ils tiennent compte des facteurs propres aux entreprises et au marché, ce qui porte à croire que les marchés financiers canadiens et américains demeurent encore segmentés.

L'analyse de la performance de 253 entreprises européennes inscrites aux États-Unis (111 ADRs niveau 2 et 142 ADRs niveau 3), établies dans 19 pays européen, pendant 12 mois avant l'inscription des titres et après 36 mois [- 12 mois, + 36 mois], a amené Bancel et al. (2009) à conclure que ces entreprises sont sous-évaluées de 10 à 35 % en moyenne durant les trois années de multicotation. À long terme, la performance varie selon les entreprises, les industries, les pays, la bourse américaine choisie (les entreprises inscrites au NYSE sont plus performantes par rapport à celles inscrites au NASDAQ qui enregistrent des taux de rendement négatifs) et si la cotation est la première offre publique ou non.

Lors de l'examen de 183 programmes ADRs, Foerster et Karolyi (1998) trouvent des taux de rendement anormaux pendant les 2 années suivant la date de cotation : la première semaine de cotation tourne autour de 1 % de plus en moyenne mais ils remarquent également une revalorisation de 10 % en moyenne juste avant la cotation effective et une baisse de 9 % juste après la cotation. Les résultats sont identiques, que le marché de cotation soit émergent ou d'envergure internationale. De plus, les cotations accompagnées d'augmentation de capital, subissent une baisse moins importante après la multicotation. Les auteurs en concluent davantage à des décisions stratégiques en termes de « market timing » de la part du management de l'entreprise.

2- Caractéristiques des places financières

L'ouverture internationale des bourses de valeurs mobilières n'est pas récente. Depuis longtemps, bon nombre d'entreprises utilisent parallèlement leur marché domestique et des marchés étrangers pour procéder à l'émission de leurs titres. Toutefois, depuis une vingtaine d'années, le mouvement de déréglementation financière entrepris à l'échelle mondiale et les progrès réalisés dans le domaine des technologies d'information et de communication ont donné une nouvelle dimension à l'internationalisation de la finance. Cette internationalisation s'est traduite par un renforcement de la concurrence entre les places financières qui sont maintenant en permanence soumises aux contraintes de l'innovation tant en matière de produits offerts qu'en matière de processus de production (négociation, compensation, règlement et livraison des titres). La concurrence au sein de l'Europe est d'autant plus vive depuis l'introduction de l'euro qui a favorisé la formation d'un vaste marché des capitaux. Elle a conduit différents marchés domestiques à coopérer sur le plan technologique et à fusionner pour préserver leur compétitivité⁸⁶.

L'effet de la multicotation est directement lié au choix de la bourse. La cotation dans une bourse plus liquide, plus exigeante que celle du marché local met en évidence le besoin d'expansion de l'entreprise et la volonté des dirigeants à développer leurs activités. Cette décision implique une multiplication des rapports et des annonces de résultats de l'entreprise et assure une meilleure transparence pour les investisseurs. Les principales contraintes imposées par la bourse étrangère pour le maintien de cotation se manifestent à travers : l'augmentation de la fréquence et l'amélioration de la qualité de l'information diffusée dans les rapports comptables et financiers, le respect des normes comptables plus contraignantes, la responsabilité personnelle des dirigeants en cas de fausses déclaration ou de manipulation de l'information et les sanctions financières et pénales des dirigeants de l'entreprise en cas de mauvaise gestion. Non seulement le pouvoir de la SEC s'étend à l'ensemble des États-Unis, mais il couvre aussi des secteurs qui échappent au contrôle des régulateurs de marché dans de nombreux pays européens, par exemple en matière de publication d'informations par les entreprises (pour laquelle les règles américaines sont généralement plus contraignantes qu'en Europe), de normalisation comptable (qui, aux États-Unis, dépend de la SEC) ou de contrôle de la profession de l'audit (rattaché à la SEC par la loi Sarbanes-Oxley). Face à la SEC, et en dépit de la crise, la régulation des marchés boursiers en Europe est émietlée et dotée de

⁸⁶ L'annexe 12 présente le nombre d'entreprises cotées dans les principales places financières durant les années 1995, 2000 et 2005.

pouvoirs restreints. Dans un tel contexte, le système de gouvernance d'entreprise ne peut que s'améliorer dès lors que les autorités boursières oeuvrent à la défense des intérêts des actionnaires minoritaires⁸⁷.

Lors du choix de la bourse étrangère, les dirigeants vont privilégier celle qui leur permet d'atteindre le plus d'objectifs (valorisation de l'entreprise, élargissement de la base des investisseurs, amélioration de la rentabilité, développement de l'activité de l'entreprise à l'étranger, ...) et ayant un délai de récupération des coûts de la multicotation relativement court. Alors que le nombre d'entreprises européennes cotées aux États-Unis a subi une augmentation, celui des entreprises américaines cotées en Europe ne cessait de diminuer jusqu'à la mise en place de la loi Sarbanes-Oxley. Cette loi, qui vise à limiter le risque des scandales financiers liés à des malversations des dirigeants, a freiné l'engouement des entreprises étrangères vers le marché américain et a encouragé les entreprises américaines à être cotées à l'étranger pour échapper aux contraintes et aux risques de sanctions évoquées par cette loi (Kammoun, 2008).

Les entreprises choisissent le lieu de cotation sur la base de la liquidité, la réglementation, le coût d'une cotation, etc. Howe et Kelm (1987) examinent les cours des titres d'un échantillon composé de 165 entreprises américaines qui ont inscrit leurs titres dans les bourses de Paris, Francfort et Bruxelles. Ces auteurs observent des taux de rendement anormaux négatifs durant la période pré-multicotation dûs essentiellement aux coûts indirects de la multicotation. Ils n'enregistrent aucune performance significative durant la période post-multicotation. Ces auteurs concluent que les bénéfices de la cotation des entreprises américaines dans des bourses européennes sont incapables de contrebalancer les coûts engendrés. À cet égard, Lau et al. (1994) examinent les effets de la multicotation sur la valorisation des titres des entreprises américaines cotées sur des places étrangères. Leur échantillon est constitué de 346 entreprises américaines cotées entre 1962 et 1990 sur 8 marchés financiers différents, incluant les plus grandes places financières européennes ainsi que Toronto et Tokyo. L'étude prend en compte le premier jour de cotation, le premier jour de la candidature à la cotation et la date de l'acceptation de la cotation. Ils observent les résultats obtenus sur une période de 11 jours autour de ces 3 événements. Ils découvrent de ce fait des

⁸⁷ Lors de l'étude de la concentration de cotation aux États-Unis et au Royaume-Uni, Fernandes et Giannetti (2009) trouvent qu'avec l'amélioration de la protection des actionnaires minoritaires dans les pays d'origine, les entreprises ne sont pas incitées à inscrire leurs titres dans des pays offrant une protection peu efficace et elles sont de plus en plus motivées à être cotées dans des pays à forte protection légale, spécialement aux États-Unis et au Royaume-Uni.

résultats inattendus au jour J-3 avant la cotation, mais aucun retour sur la période des 11 jours entourant la date de l'acceptation de cette cotation. Ce n'est pas du tout le cas des taux de rendement observés le jour de la cotation : ils sont en effet moins élevés que ceux observés en moyenne. Les auteurs concluent donc que l'annonce faite par une entreprise américaine de sa cotation sur une autre place financière provoque, du moins de manière temporaire, une baisse de sa valorisation.

De son côté, Cantale (1998) observe des taux de rendement anormaux positifs autour du jour de l'annonce de multicotation pour un échantillon composé de 72 entreprises européennes cotées à la bourse de New York (NYSE). Il trouve des taux de rendement anormaux positifs pour les entreprises européennes cotées à Londres et à Paris. Cependant, ils sont moins prononcés que ceux des entreprises inscrites à la bourse de New York (NYSE). Il explique ce résultat par les exigences strictes de divulgation des informations à la bourse de New York (NYSE).

Par ailleurs, les bourses américaines semblent s'être internationalisées davantage depuis vingt ans, alors que les bourses européennes ont 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. Cependant, la plupart de ces entreprises ont opté pour des bourses américaines plutôt que pour des bourses européennes. Au cours de cette même période, le nombre d'entreprises établies aux États-Unis et cotées en Europe a diminué du tiers (Pagano et al., 2001, 2002). La capacité des bourses européennes à attirer des cotations du reste du monde a chuté. Cette baisse apparaît comme une déclinaison générale de leur capacité à attirer de nouvelles cotations étrangères. La plupart des bourses européennes ne sont pas capables d'attirer un nombre suffisant de nouvelles cotations domestiques spécialement en 1990. Durant cette même période, la cotation des entreprises européennes en Europe a augmenté de 16 % et de 291 % aux États-Unis (Pagano et al., 2001).

L'étude menée par Henderson et al. (2006) montre que les trois quarts de toutes les émissions durant la période de l'année 1990 jusqu'à l'année 2001 se sont réalisées aux États-Unis. Certains attribuent cette évolution à l'avantage concurrentiel des bourses américaines, jugées mieux placées pour attirer les grandes entreprises internationales en quête de marchés actifs et liquides pour combler leurs besoins de financement et mener à bien leurs programmes d'acquisitions. Les études récentes stipulent que les entreprises souhaitent

également s'associer au cadre réglementaire des États-Unis afin d'améliorer la protection des droits des actionnaires minoritaires. Au cours de ces dernières années les bourses américaines se sont montrées de plus en plus agressives dans leurs efforts pour attirer les entreprises étrangères, en particulier celles des entreprises canadiennes (Strauss, 1993 ; Karp, 1997 ; Koch, 1999). Le nombre de titres étrangers inscrits sur les principales bourses américaines (NYSE, NASDAQ et AMEX) était de 1 300 en 1997, soit une augmentation de 75 % par rapport à l'année 1991 (Foerster et Karolyi, 1999). Il apparaît, ainsi, que les bourses américaines s'accaparent d'une part de plus en plus importante du volume des transactions dans le marché des titres multicotés. En effet, la part du volume total des transactions sur les titres multicotés des trois importantes bourses américaines est passée de 23,2 % à 31,1 % entre l'année 1991 et l'année 1995 (Ahn et al., 1998).

À la lumière des études évoquées plus haut, il est certain que les bourses américaines ont plus de succès que les bourses européennes à attirer l'inscription des titres d'entreprises étrangères. Lorsque les bourses américaines obtiennent la cote d'un titre étranger, elles réussissent le plus souvent à s'accaparer d'une plus grande part du volume total de transactions contrairement aux bourses européennes. Les États-Unis constituent le marché le plus attractif pour les entreprises aussi bien celles localisées dans des marchés émergents que celles localisées dans des marchés développés (Pagano et al., 2002).

3- Caractéristiques des pays

En dépit de l'accroissement de l'intégration des marchés de capitaux, la géographie demeure toujours un handicap aux financements. L'aspect de la proximité paraît avoir une large influence dans les marchés émergents. Plusieurs bourses accordent beaucoup d'importance à la multicotation et mettent en place différentes stratégies pour attirer les entreprises étrangères. En Europe, certaines bourses se focalisent, tout particulièrement, sur les entreprises de certaines régions avec lesquelles elles ont des liens particuliers (économiques, culturels ou autres)⁸⁸. La tendance à inscrire dans des marchés familiers peut être supportée par le comportement des investisseurs. Ces derniers sont habituellement peu disposés à tenir des titres d'entreprises avec lesquelles ils ne sont pas familiers. Du point de

⁸⁸ Euronext cherche à attirer les entreprises de l'Europe de l'Est, israéliennes, russes et chinoises. La bourse espagnole a mis en place une plateforme uniquement pour les entreprises latino-américaines (Latibex). London Stock Exchange (LSE) a inauguré récemment un siège à Hong-Kong (LSE Asia Pacific Headquarter) afin de renforcer les relations avec les entreprises asiatiques et d'en attirer davantage sur le LSE.

vue Kang et Stulz (1997), les entreprises peuvent trouver inefficace l'inscription de leurs titres dans des marchés extérieurs où elles sont méconnues par les investisseurs.

De leur part, Sarkissian et Schill (2003) mettent en évidence l'importance et la nature des liens informationnels qui existent entre le marché domestique des entreprises et le marché étranger. Ces liens sont reflétés par des facteurs de proximité tels que les exportations entre les deux pays, la similitude des structures industrielles, la distance géographique ou les liens historiques et culturels. Dans une étude ultérieure, Sarkissian et Schill (2009) montrent que la diminution à long terme des coûts du capital sur un horizon de dix ans fait que la multicotation dépend essentiellement des exportations entre les pays, à côté des caractéristiques du marché étranger telles que la taille, la liquidité, la réglementation, ... (Draus, 2007).

3-1- Normes comptables

Inscrire leurs titres dans des pays étrangers avec de meilleures normes comptables permet aux entreprises de profiter d'une grande transparence et de la réduction des coûts de surveillance supportés par les actionnaires qui s'ajoutent aux coûts liés à l'obligation de divulgation des informations. La cotation sur un marché dont les standards de cotation sont meilleurs permet aux entreprises de signaler leur engagement à respecter des normes plus strictes de gouvernance. Ainsi, la valeur de marché augmente en cas d'annonce de multicotation si les standards de cotation sont meilleurs ou si les agents du marché étranger ont un avantage comparatif dans l'évaluation des entreprises. En particulier, la valeur de marché des entreprises augmente lorsqu'elles ont des opportunités de croissance (Doidge et al., 2008). Toutefois, l'étude menée par Pagano et al. (2001) montre que les entreprises choisissent d'être cotées dans des pays étrangers ayant des normes comptables moyennement moins strictes que celles de leurs pays d'origine tel est le cas des entreprises britanniques.

3-2- Variables légales

Le degré de protection des actionnaires minoritaires est largement déterminé par le droit des pays d'origine des entreprises. Cependant, la cotation dans des pays ayant de meilleures normes de protection des investisseurs peut affecter plusieurs aspects de gouvernement d'entreprise et fournir une solution aux problèmes d'agence entre dirigeants et/ou actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. Qui dit meilleure juridiction dit

meilleure réputation du marché de capitaux, plus de financement externe et la possibilité de réduire le coût des capitaux propres.

Les recherches menées par Reese et Weisbach (2002) stipulent que les classifications basées sur le système légal d'origine sont étroitement liées au développement financier des pays. À l'instar des études antérieures de La Porta et al., ces auteurs estiment que les pays de droit commun offrent une meilleure protection aux actionnaires minoritaires. Par conséquent, les entreprises des pays de droit commun ont plus de facilité à accéder aux financements externes et que les entreprises établies dans des pays offrant une protection peu efficace des actionnaires exploitent davantage les marchés de capitaux externes après la cotation aux États-Unis. Toutefois, les investisseurs domiciliés dans des pays offrant un environnement légal efficace évitent d'investir dans des entreprises originaires des pays à faible environnement légal (Kim et al., 2008 ; Leuz et al., 2009).

3-3- Homogénéité culturelle

Les entreprises inscrivent leurs titres dans des pays étrangers qui partagent des caractéristiques culturelles ou linguistiques communes avec le pays où elles sont établies en termes de langage et d'institutions. Ce comportement tend à réduire le coût de communication avec les investisseurs étrangers ainsi que les frais légaux et comptables. Dans leur étude, Pagano et al. (2001) distinguent trois groupes de bourses qui sont culturellement homogènes : le premier groupe comprend l'Australie, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, le second groupe est composé de la France, la Belgique, l'Italie et l'Espagne et le troisième groupe comporte la Grande Bretagne et les États-Unis.

D'après une étude réalisée par la commission des opérations de bourse (COB) en Mars 2000 sur la multicotation des entreprises européennes, les entreprises françaises sont en majorité cotées à Bruxelles et à Francfort, les entreprises anglaises de façon presque exclusive à Paris, les entreprises allemandes en Suisse, les entreprises suisses sont cotées à Paris et Francfort, celles des Pays-Bas et du Luxembourg se répartissent entre les principales places du Nord de l'Europe, les entreprises des pays latins accèdent principalement aux cotations de Paris et de Francfort alors que les entreprises belges à celles de Paris et d'Amsterdam.

Conclusion du chapitre

La cotation d'entreprises sur 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 d'entreprises. 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. Par ailleurs, la consolidation des bourses est devenue un processus inéluctable dans un monde globalisé où la circulation des capitaux se situe à l'avant-garde de la mondialisation.

Le rapprochement entre la bourse paneuropéenne Euronext et la bourse américaine (NYSE), depuis le 23 avril 2007, est intervenu dans un contexte de diminution de la compétitivité de la place financière américaine et de pressions portant à une consolidation des places de marché. Cette fusion a donné naissance à la première bourse mondiale, avec une capitalisation boursière totale des entreprises cotées sur ces marchés de 21 000 milliards d'euros et 80 des 100 plus grandes entreprises cotées au monde. Ce rapprochement a permis d'étendre à une échelle internationale le modèle fédéral qu'Euronext a su implanter en Europe et qui a apporté des bénéfices tangibles : une visibilité accrue pour les émetteurs tout en restant dans leur cadre réglementaire national, un développement de la négociation transfrontalière, une réduction de 30 % des coûts de négociation en l'espace de quatre ans.

Dans le même esprit, le rapprochement entre Euronext et NYSE a permis de jeter un pont entre ces deux marchés appartenant à des traditions légales aux cotés opposés du spectre et qui resteront séparés d'un point de vue réglementaire tout en bénéficiant d'une technologie informatique commune apportant ainsi de nombreux avantages aux entreprises cotées. Selon Coffee (2002), le nombre de bourses dans le monde devrait continuer à se réduire fortement, autant en raison de la globalisation que des avancées technologiques.

Le 1^{er} octobre 2008, NYSE-Euronext (NYX), le groupe boursier le plus important et le plus diversifié au monde, annonce la finalisation de l'acquisition de l'American Stock Exchange (AMEX). Ce mouvement de consolidation et de coopération ne peut que se poursuivre pour donner naissance à un véritable marché capable de rivaliser avec les autres bourses concurrentes. Il est toutefois freiné par des différences de modes d'organisation et des disparités réglementaires et fiscales qui persistent. Notamment, des craintes sur les risques

d'extraterritorialité des règles boursières américaines sont apparues. La concentration des bourses soulève d'importantes questions concernant la fonction de régulation. Néanmoins, des interrogations demeurent encore sur le fondement juridique de la régulation exercée par les places boursières sur les entreprises étrangères qu'elles doivent superviser. Des problèmes pratiques d'une possible harmonisation forcée des normes de gouvernance appliquées à toutes les entreprises cotées sur des plateformes regroupant les bourses de plusieurs pays.

Deuxième partie :

*Multicotation et valorisation des
entreprises :
Une analyse empirique*

Au niveau de la première partie de notre thèse, nous nous sommes interrogés, dans un premier temps, sur les motivations des entreprises à inscrire leurs titres à l'étranger. Il ressort que la motivation la plus importante se traduit par la volonté d'améliorer le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires. Dans un deuxième temps, nous avons étudié l'impact de la multicotation sur la performance boursière des entreprises. Nous avons constaté, à partir du développement théorique, que lorsque la multicotation offre une meilleure protection des actionnaires minoritaires, elle conduit à une meilleure valorisation des entreprises.

L'objectif de cette deuxième partie de notre thèse est de revenir sur les grands traits du débat traitant de la cotation à l'étranger pour mieux comprendre les raisons qui incitent les entreprises à être cotées sur une bourse à plus forte protection des actionnaires minoritaires et ses conséquences sur leur valorisation. Notre étude considère la multicotation comme un mécanisme de protection des actionnaires minoritaires qui devrait conduire à choisir un mode de cotation très rigoureux et par la suite à une meilleure valorisation des entreprises multicotées. Cette partie a pour objectif d'énoncer les hypothèses de la recherche formulées dans la partie théorique, d'exposer notre méthodologie et de présenter les résultats.

Pour ce faire, la deuxième partie de la thèse s'organise de la manière suivante. Le premier chapitre est consacré à la description de notre méthodologie développée qui consiste à mettre en perspective la relation entre la décision de multicotation et la valorisation des entreprises. Il s'agit de définir les voies et les moyens qui ont permis de collecter les données, de les traiter et de restituer les résultats empiriques.

Le deuxième chapitre a pour objectif de commenter les résultats empiriques trouvés et analyser l'interaction entre le choix du mode de multicotation et la valeur de marché des entreprises multicotées en fonction de la tradition légale des pays d'origine et de différents mécanismes de gouvernement d'entreprise. Des analyses et des constatations seront faites à la lumière de ce que nous avons avancé dans la partie théorique.

Chapitre I :

Objectifs de l'étude et méthodologie de recherche

<u>SECTION 1 – OBJECTIFS ET HYPOTHESES A TESTER</u>	146
1- <i>Objectifs de l'étude</i>	147
2- <i>Rappel des hypothèses à tester</i>	151
<u>SECTION 2 – ÉCHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES</u>	155
1- <i>Sélection de l'échantillon</i>	155
2- <i>Collecte des données</i>	157
<u>SECTION 3 – CHOIX ET MESURES DES VARIABLES</u>	158
1- <i>Mesures des variables endogènes</i>	159
2- <i>Mesures des variables exogènes</i>	161
3- <i>Mesures des variables de contrôle</i>	169
<u>SECTION 4 – SPECIFICATION DU MODELE EMPIRIQUE ET METHODE D'ESTIMATION</u>	173
1- <i>Prise en compte de l'endogénéité</i>	173
2- <i>Méthodologie</i>	175
<i>Conclusion du chapitre</i>	181

Depuis les derniers scandales financiers (Enron, WorldCom, Vivendi Universal, Adelphia, Xerox, Aol, ...), l'économie mondiale traverse une crise de confiance, dont l'une des composantes centrales est justement la défiance des marchés, des investisseurs, et de l'opinion publique en général vis-à-vis des comptes des entreprises. Ces scandales ont montré à quel point le manque de crédibilité de l'information comptable et l'absence d'une protection efficace des actionnaires minoritaires constituent une menace interne pour les économies. La protection légale est la clé des relations entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, elle est donc inévitablement au centre des conflits d'intérêt et constitue un enjeu de pouvoir. Ainsi, la problématique de la protection légale des actionnaires minoritaires s'est très logiquement invitée au débat sur la multicotation, au point même d'être évoquée dans l'évaluation des entreprises. Cette analyse se donne pour objectif d'élucider la relation entre la cotation à l'étranger et la valorisation des entreprises. Nous supposons que si la multicotation offre une meilleure protection aux actionnaires minoritaires, elle devrait alors conduire à une meilleure valeur de l'entreprise.

Ce premier chapitre est consacré à la présentation des principaux objectifs de notre étude, à la formulation des hypothèses de recherche et à la description des principales caractéristiques méthodologiques de notre étude. Il concerne aussi la constitution et la description de l'échantillon, les sources des données, la période de l'étude, la mesure des différentes variables et le choix de la méthode d'estimation du modèle permettant de tester les hypothèses formulées au niveau de la partie théorique.

Section 1 – Objectifs et hypothèses à tester

Le cadre théorique dans lequel s'inscrit notre problématique générale de recherche portant sur la valorisation des entreprises multicotées est celui de la théorie de l'agence. Au niveau de cette section, nous rappelons les principaux objectifs de recherche et les hypothèses déjà émises dans la partie théorique.

1- Objectifs de l'étude

Rappelons que l'objectif principal de notre thèse est d'explicitier la relation entre le choix du mode de multicotation et la performance boursière des entreprises multicotées. Certains mécanismes de gouvernement d'entreprise sont mis en perspective pour affiner les résultats empiriques lors de la sélection du mode de multicotation (voir figure 1). Les termes du débat sont bien connus : l'effet enregistré est-il ou non le résultat d'une sélection positive reposant sur des critères de gouvernement d'entreprise ? Pour ce faire, nous procédons en deux temps :

- étudier la relation entre le choix du mode de multicotation et les mécanismes de gouvernement d'entreprise.

Les entreprises se tournent de plus en plus vers les places financières étrangères, principalement américaines, pour accroître et diversifier leurs possibilités de financement. En effet, les marchés domestiques ne suffisent pas toujours à contenter certaines entreprises désireuses de lever des fonds propres en soutien, généralement, à leurs programmes de développement. Par ailleurs, les stratégies de financement des entreprises sont impactées par le phénomène croissant de mondialisation. L'accès direct aux marchés de capitaux étrangers semble engendrer des bénéfices importants. À l'instar de Reese et Weisbach (2002), nous distinguons deux groupes d'entreprises. Un premier groupe composé des entreprises cotées directement en bourse ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs niveau 2 ou niveau 3). Un deuxième groupe comporte les entreprises cotées par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs niveau 1) et/ou par des placements privés (règle 144A). À l'inverse des entreprises qui choisissent d'inscrire leurs titres en hors cote ou optent pour des placements privés, celles cotées dans les bourses américaines (directement ou par ADRs niveau 2 ou niveau 3) sont supposées celles qui offrent une bonne protection aux actionnaires minoritaires et présenter un système juridique efficient et qui respectent au mieux les normes comptables. Ces entreprises ne craignent pas la soumission à un système de gouvernance plus rigoureux et l'application stricte des normes comptables et de divulgation en vigueur.

Permettant l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, la structure de propriété est considérée comme un instrument de contrôle efficace. La Porta et al. (1998, 2000) et Coffee (1999) supposent que la concentration de la propriété est la conséquence d'une protection légale peu efficace des actionnaires minoritaires. Inversement, une propriété dispersée est le produit d'une protection légale convenable qui encourage les investisseurs à devenir actionnaires minoritaires dans l'entreprise. Coffee (2002) s'attend à une dispersion de la structure de propriété quand il y a un changement du degré de protection des droits des actionnaires minoritaires associé à la multicotation.

Au cours des vingt dernières années, nous assistons à une réorientation des banques vers les marchés et surtout un rôle croissant des investisseurs institutionnels dans l'intermédiation internationale. Du fait de la globalisation financière, la montée en puissance des investisseurs institutionnels surtout d'origine anglo-saxonne, dans les différents pays européens, contribue à diversifier les sources de financement des entreprises. Ces agents privilégient le plus souvent la diversification sur des marchés liquides à travers des prises de participation minoritaires. Devenus actionnaires importants voire dominants, dans le capital de nombreuses entreprises cotées, les investisseurs institutionnels, domestiques et internationaux, y exercent naturellement un certain pouvoir à la recherche d'une meilleure valeur actionnariale. La principale exigence de ces investisseurs institutionnels est la valorisation pécuniaire de leur investissement.

- impact du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises multicotées.

L'objectif principal de notre thèse est d'explicitement la relation entre la décision de multicotation et la valorisation des entreprises. Le choix du mode de multicotation est, quant à lui, déterminé par les caractéristiques de gouvernance des entreprises et ceux de leurs pays d'origine. Nous prévoyons ainsi la présence d'une relation positive entre la cotation sur une bourse à plus forte protection des actionnaires minoritaires et la performance boursière des entreprises multicotées.

La problématique de notre étude ne se limite pas à la vérification de l'impact de la décision de multicotation sur la valorisation des entreprises, mais elle inclut les résultats de La Porta et al. (1997, 1998, 1999 et 2000)⁸⁹ portant sur l'appartenance juridique des entreprises et les règles de protection des investisseurs, afin d'étudier leur impact sur le choix du mode de multicotation des entreprises et leur valorisation.

Le débat concerne essentiellement le degré d'engagement effectif des actionnaires de contrôle des entreprises, établies dans des pays avec de mauvaises régulations, à améliorer la qualité de leur régime de gouvernement d'entreprise conformément au marché étranger. Afin de comparer les entreprises sujettes aux règles du droit commun et celles soumises aux règles du droit civil, nous nous sommes intéressés aux stratégies de multicotation entre les pays de droit commun et celles de droit civil (français, allemand et scandinave). En effet, nous nous attendons à ce que les entreprises relevant du droit civil gagnent à augmenter leurs capitaux sur le marché étranger de droit commun. L'une des principales suppositions est que les entreprises qui sont soumises aux règles de droit civil français (sensé être le moins favorable en termes de protection des actionnaires) sont particulièrement celles qui présentent la meilleure performance boursière associée à une amélioration du degré de protection des actionnaires minoritaires.

⁸⁹ Leurs résultats empiriques montrent qu'une meilleure protection des investisseurs, des institutions légales efficaces et une bonne tenue de comptabilité sont associées au développement des marchés de capitaux. À cet effet, la qualité des informations fournies aux investisseurs est plus élevée dans les pays caractérisés par une meilleure protection des investisseurs.

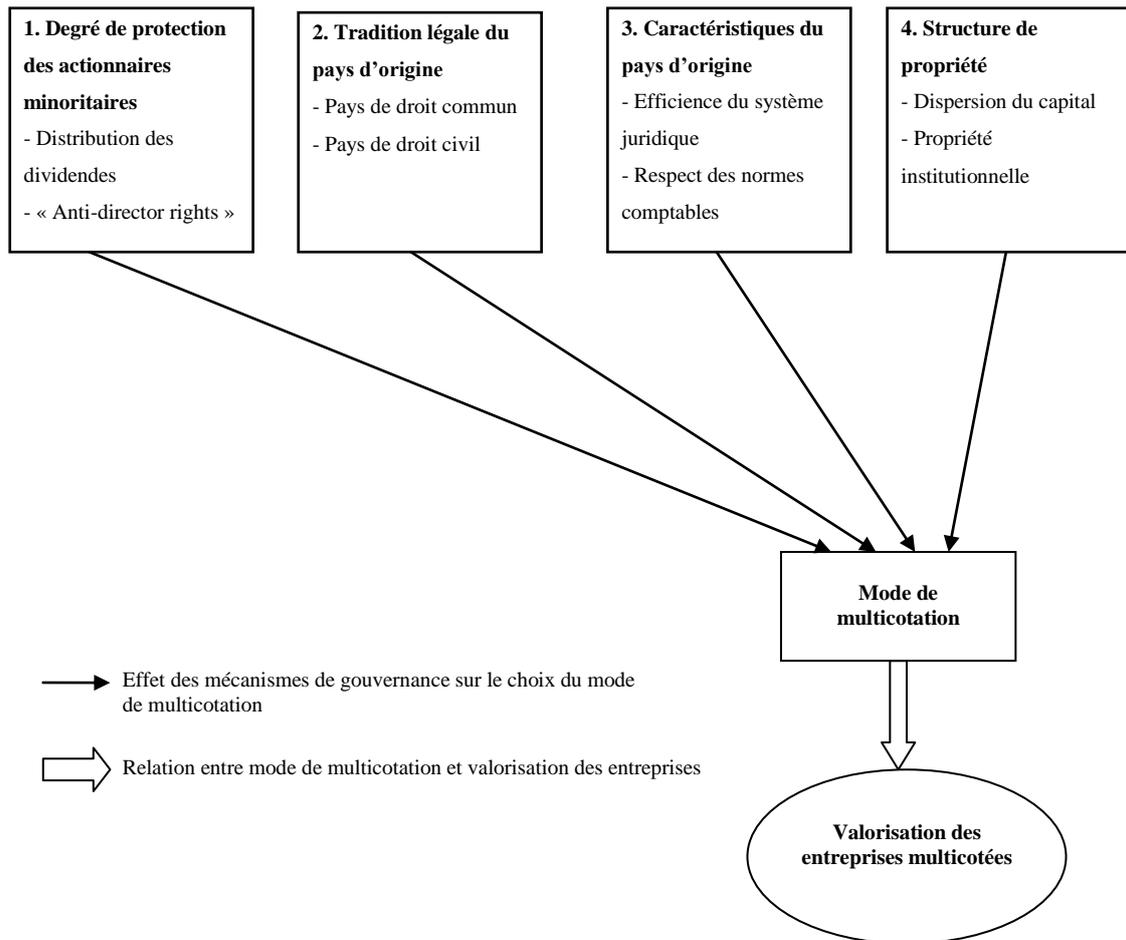


Figure 1 : Modèle théorique

2- Rappel des hypothèses à tester

Notre sujet d'étude traite de la valorisation des entreprises multicotées. Nous nous intéressons au phénomène de multicotation considéré comme un mécanisme permettant d'améliorer la protection légale des actionnaires minoritaires et d'atténuer les conflits d'agence entre les actionnaires de contrôle et les minoritaires. Dans cette mesure, la recherche développée se situe dans le cadre général de la théorie de l'agence et recouvre, à la fois, le champ de recherche de l'hypothèse de « crédibilité par association » à travers l'étude de l'impact du degré de protection des actionnaires minoritaires sur le choix du mode de multicotation, et plus largement, le champ du gouvernement d'entreprise. À partir d'une littérature abondante, nous avons formulé sept hypothèses conformément à notre développement théorique (voir figure 2). Ces hypothèses sont réparties en trois groupes. Le premier groupe d'hypothèses met en évidence l'impact de la protection des actionnaires minoritaires, de la tradition légale du pays d'origine, de l'efficacité du système judiciaire et du respect des normes comptables sur la décision de multicotation. Le deuxième groupe d'hypothèses porte sur l'effet de la structure de propriété des entreprises sur la décision de multicotation. Le troisième groupe d'hypothèses met en perspective l'impact du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises cotées à l'étranger.

La majorité des recherches traitant de la multicotation se sont attardées à l'étude des entreprises cotées aux États-Unis et provenant des pays caractérisés par de faibles institutions légales. Les résultats de ces études ne supportent pas, toutes, l'hypothèse de « crédibilité par association ». Notre étude est la première, à notre connaissance, à comparer la relation entre le choix du mode de multicotation et la performance boursière des entreprises, originaires des pays de droit commun et des pays de droit civil, cotées aux États-Unis.

-a- Premier groupe : hypothèses relatives à l'impact de la protection des actionnaires minoritaires et des caractéristiques juridiques et réglementaires du pays d'origine sur la décision de multicotation

Pour mieux cerner le choix du mode de multicotation, nous nous référons au degré de protection offert aux actionnaires minoritaires, à la tradition légale du pays d'origine, à l'efficacité du système judiciaire et au respect des normes comptables sur la décision de

multicotation. Pour ce faire, nous avons émis quatre hypothèses susceptibles de vérifier empiriquement l'impact de chacun de ces facteurs sur le type de cotation choisi. En particulier, nous prévoyons qu'une protection adéquate des actionnaires minoritaires, un système juridique efficient et un meilleur respect des normes comptables favorisent la cotation directe ou par le biais des programmes d'émission de certificats américains d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (EXCHANGE), comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

H₁ : Une bonne protection des actionnaires minoritaires favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

H₂ : Les entreprises provenant des pays de droit civil français sont les plus incitées à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

H₃ : Un système juridique efficient incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

H₄ : Un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

-b- Deuxième groupe : hypothèses relatives à l'effet de la structure de propriété des entreprises sur le choix du mode de multicotation

En considérant la structure de propriété comme étant un instrument de gouvernement d'entreprise, plusieurs études prônent que les entreprises migrent vers des marchés étrangers ayant des règlements stricts et subissent un changement rapide de leurs structures de propriété.

Théoriquement, deux composantes de la structure de propriété sont prises en considération, à savoir la dispersion du capital et la nature des investisseurs. Ceci étant, nous examinons également le rôle des investisseurs institutionnels domestiques et les investisseurs institutionnels étrangers en termes du choix du mode de multicotation. Des différences d'activisme sont supposées exister entre ces deux catégories d'investisseurs, qui dépendent des régimes légaux du pays d'origine et des systèmes de gouvernement des organisations.

H₅ : La dispersion de l'actionnariat favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans une bourse américaine.

H₆ : La présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital incite l'entreprise à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.

-c- Troisième groupe : hypothèses relatives à l'impact de la multicotation sur la performance boursière des entreprises

Un grand nombre d'auteurs s'est intéressé à la performance des entreprises après inscription de leurs titres dans un marché étranger et stipule que ces entreprises sont plus évaluées. Les entreprises qui accèdent aux marchés américains par une offre publique (ADRs niveau 2 ou niveau 3) éprouvent un changement positif dans les richesses des actionnaires, en particulier, celles originaires des pays de droit civil. Dans cette perspective, nous proposons de tester empiriquement les deux hypothèses suivantes :

H₇₋₁ : Le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines affecte positivement la valeur de marché de l'entreprise.

H₇₋₂ : L'impact du mode d'entrée dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) est plus élevé chez les entreprises provenant des pays de droit civil que celles provenant des pays de droit commun.

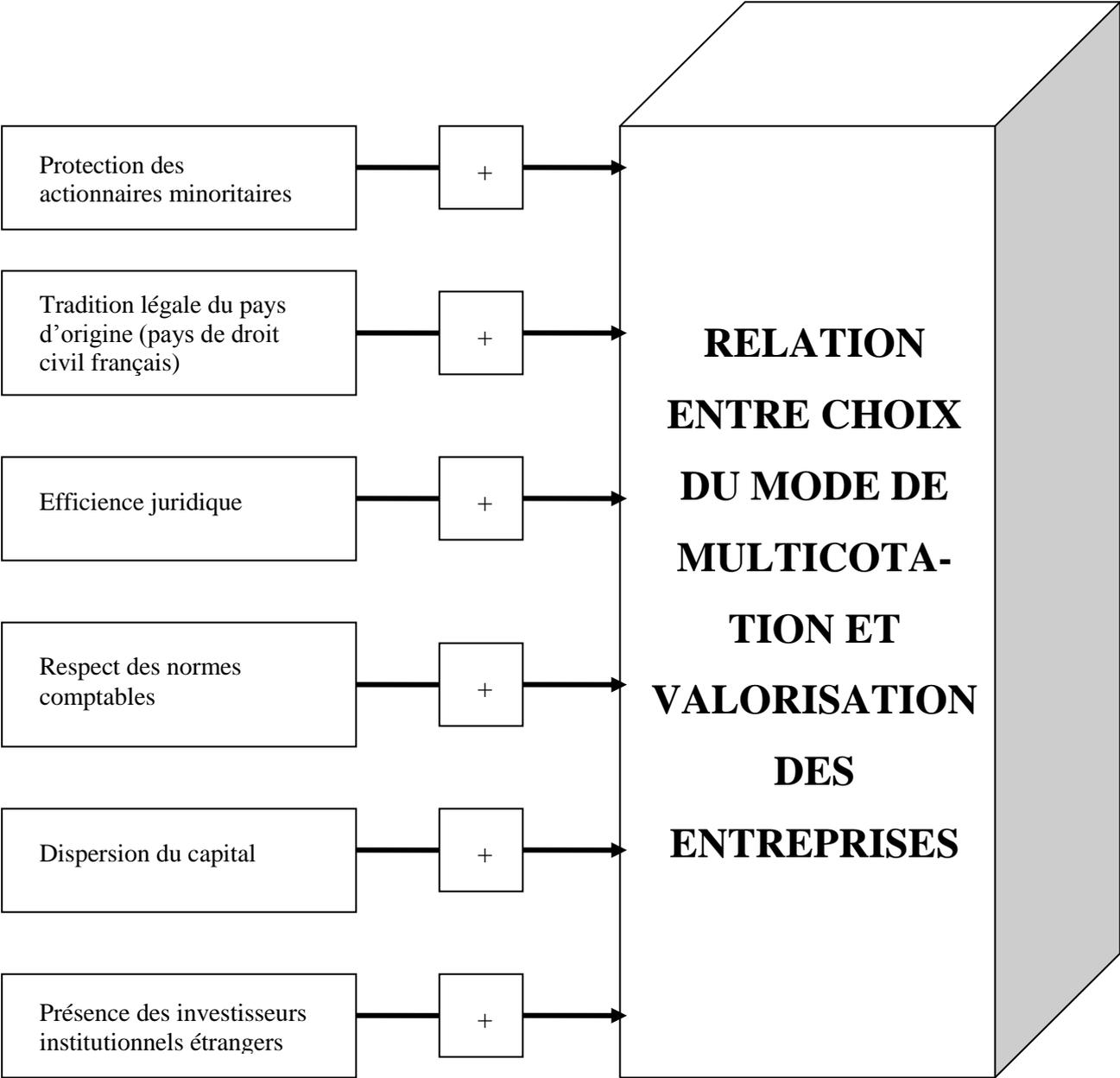


Figure 2 : Récapitulation des hypothèses de l'étude

Section 2 – Échantillon et collecte des données

La méthodologie de notre recherche consiste à déterminer l'échantillon, les sources des données et la période de l'étude. Ce paragraphe est dédié à la présentation de l'échantillon test et à la collecte des données avant de préciser les choix et les mesures des variables.

1- Sélection de l'échantillon

L'échantillonnage s'est appuyé sur des entreprises cotées dans leurs pays d'origine et dans les marchés américains. De cet échantillon, nous avons écarté les banques, les assurances, les sociétés de crédit et les sociétés de portefeuille en raison de la spécificité de leurs activités et de la réglementation de leur publication financière. Nous avons sciemment omis les entreprises dont les données ne sont pas disponibles. L'échantillon test se compose de 200 entreprises soit 1 000 observations entreprises-années permettant de réaliser l'analyse descriptive et l'estimation du modèle empirique.

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons opté pour l'analyse de la performance boursière des entreprises sélectionnées sur une période de cinq ans, de l'année 2002 jusqu'à l'année 2006. Le choix de la période post-Sarbanes-Oxley permet de voir si la promulgation de cette loi influence réellement le comportement des entreprises en matière de multicotation.

Suivant la démarche de La Porta et al. (2000) qui ont effectué une comparaison internationale entre des entreprises appartenant à des pays de droit commun et des pays de droit civil, l'échantillon étudié concerne des pays ayant des appartenances juridiques différentes. D'une part, les pays de droit commun, d'autre part, les pays relevant de droit civil. Pour établir la décomposition de notre échantillon en fonction des appartenances juridiques des pays d'origine, nous avons cherché à respecter l'équi-répartition (2 x 100). Cette décomposition permet d'analyser l'impact de différents mécanismes de gouvernement d'entreprise sur le choix d'un mode d'entrée dans les marchés américains plutôt qu'un autre et l'effet de ce choix sur la valorisation des entreprises des deux groupes.

Les 200 entreprises, composant notre échantillon, proviennent de 28 pays⁹⁰ dont 10 pays de droit commun : l'Australie, Canada, Hong Kong, l'Inde, l'Irlande, la Malaisie, Singapour, l'Afrique du Sud, la Thaïlande et le Royaume-Uni et de 18 pays de droit civil dont 9 des pays de droit civil français : la Belgique, le Brésil, les Pays-Bas, l'Italie, le Mexique, la France, le Portugal, la Grèce et la Turquie, 6 pays de droit civil allemand : l'Allemagne, l'Autriche, le Japon, la Corée, la Suisse et Taiwan, et 3 pays de droit civil scandinave : la Finlande, le Norvège et le Suède. Ces entreprises sont cotées dans les principales places financières américaines qui sont : NYSE, NASDAQ, OTC, PORTAL.

L'ensemble de notre échantillon, formé de 200 entreprises⁹¹, est divisé à parts égales entre les pays de droit commun et pays de droit civil. La période d'étude s'étale sur cinq ans (2002-2006) et le nombre total d'observations atteint 1 000 et se répartit comme suit :

- G1 : 100 entreprises domiciliées dans des pays de droit commun ayant inscrit leurs titres dans les marchés américains ;

- G2 : 100 entreprises domiciliées dans des pays de droit civil ayant inscrit leurs titres dans les marchés américains.

Tableau I.1. Répartition de l'échantillon selon la tradition légale des pays d'origine et celle du pays étranger

Groupes	Tradition légale du pays d'origine	Tradition légale du pays étranger	Nombre d'observations
G	Commun-Civil	Commun	1 000
G1	Commun	Commun	500
G2	Civil	Commun	500

La répartition des entreprises composant notre échantillon selon le type de multicotation est présentée dans le tableau I.2. Les 200 entreprises (soit 1 000 observations) sont divisées en deux groupes d'entreprises selon le type de cotation choisi⁹² :

⁹⁰ Le classement des pays d'origine en fonction de la tradition légale et les variables pays sont, respectivement, donnés dans les annexes 13 et 14.

⁹¹ L'annexe 15 présente la liste des 200 entreprises composant notre échantillon test.

⁹² Dans l'annexe 16, le tableau présente le nombre d'entreprises en fonction du mode de multicotation choisi et de la tradition légale du pays d'origine. Pour plus de détails, la répartition du nombre d'entreprises multicotées de chaque pays d'origine, en fonction du mode de multicotation choisi, est présentée dans l'annexe 17.

- G1 : composé de 100 entreprises (500 observations) dont 37 entreprises (185 observations) cotées directement en bourse et celles cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (ADRs 2/3) (EXCHANGE), 40 entreprises (200 observations) cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et 23 entreprises (115 observations) cotées par le biais des placements privés (PORTAL).

- G2 : composé de 100 entreprises (500 observations) dont 51 entreprises (255 observations) cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (ADRs 2/3) (EXCHANGE), 27 entreprises (135 observations) cotées par le biais des certificats américains d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et 22 entreprises (110 observations) cotées par le biais des placements privés (PORTAL).

Tableau I.2. Répartition de l'échantillon selon le type de multicotation

Groupes	Nombre d'entreprises	Nombre d'observations	EXCHANGE	DRs	
				OTC	PORTAL
G	200	1 000	440	335	225
G1	100	500	185	200	115
G2	100	500	255	135	110

2- Collecte des données

Dans le but de tester nos prédictions, nous nous sommes référés au site web de la banque de New York (www.adrbny.com), du site web de la deutsche banque (www.adr.db.com) et du site web de J.P. Morgan (www.adr.com). Ces sites affichent la liste des entreprises multicotées, leurs pays d'origine et la place financière choisie de la cotation étrangère. Cette liste comporte les noms des entreprises, les dates de multicotation, le pays d'origine et le type des certificats d'actions étrangères. Les entreprises provenant des pays de droit socialiste, tel est le cas de la Russie, la Hongrie, la Chine et la Pologne, ne sont pas prises en considération. Nous procédons aussi à l'élimination des entreprises qui inscrivent leurs titres sous forme de certificats d'actions étrangères non parrainés puisque leur utilisation est très rare.

Pour mener à bien notre étude, nous avons procédé à la collecte des informations comptables et financières qui sont déterminées à partir du dépouillement des rapports annuels

et des comptes consolidés des années 2002, 2003, 2004, 2005 et 2006 de chaque entreprise de notre échantillon. Ces rapports sont disponibles directement sur les sites Internet officiels des entreprises. Le dépouillement des rapports annuels nous a permis d'obtenir les informations nécessaires sur la structure de propriété des entreprises. Quant aux données relatives aux caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine des entreprises, elles sont extraites de l'étude de La Porta et al. (1998). Ces données permettent de distinguer deux groupes de pays : les pays de droit commun et les pays de droit civil, et d'extraire l'indice des droits « anti-director rights », et l'indice de « l'efficacité judiciaire ». Quant à l'indice des « normes comptables » et au « ratio de liquidité », ils sont extraits de l'étude de Doidge et al. (2004).

Le traitement statistique des données est réalisé à l'aide du logiciel SPSS dans sa version 13.0 pour ce qui est des statistiques descriptives. Pour l'application des modèles de régression et des tests statistiques, nous avons fait appel au logiciel STATA version 8.0.

Section 3 – Choix et mesures des variables

L'objectif de notre travail est d'apporter des explications à la performance boursière des entreprises multicotées selon le mode de multicotation choisi par ces entreprises. Cette performance a largement retenu l'attention des chercheurs qui se sont intéressés à la fois au phénomène de multicotation en lui-même et également au mode d'entrée dans les marchés américains. La question posée dans notre recherche est de savoir s'il existe une relation entre le mode de multicotation choisi et la valorisation des entreprises sachant que la sélection du mode de multicotation est fonction des mécanismes de gouvernance. Conformément à nos hypothèses, nous présentons dans un premier temps les variables à expliquer (variables dépendantes), puis les variables explicatives (variables indépendantes) suivies des variables de contrôle. Des tableaux de synthèse, résumant la définition du mode de calcul des données utilisées pour composer chaque variable, sont établis pour chaque type de variable.

1- Mesures des variables endogènes

Les variables dépendantes, ou endogènes, traduisent l'impact du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises. Notre modèle comporte deux variables endogènes, le choix du mode de multicotation constitue la première variable endogène et la deuxième est relative à la valorisation des entreprises multicotées. Expliquée principalement par les mécanismes de gouvernance, la variable relative au mode de multicotation servira pour expliquer à son tour la valorisation des entreprises. Elle sera donc considérée dans notre modèle à la fois comme variable explicative et à expliquer.

1-1- Choix du mode de multicotation

Le phénomène de multicotation s'est accéléré durant les années 90. Les entreprises du monde entier souhaitent inscrire leurs titres dans des bourses étrangères. Ces entreprises bénéficient de la baisse du coût des fonds propres, une amélioration de la liquidité, une meilleure notoriété des entreprises, un plus grand nombre d'investisseurs, l'accès aux marchés de capitaux et le financement de leurs opportunités de croissance qu'ils sont incapables de financer au niveau du marché domestique. Notre étude porte essentiellement sur le degré d'engagement effectif des entreprises originaires des pays ayant des régulations peu efficaces à améliorer leur régime de gouvernement d'entreprise conformément au marché étranger.

Une entreprise qui souhaite être cotée à l'étranger a le choix soit inscrire ses titres directement dans une bourse étrangère soit par le biais des programmes d'émission de certificats d'actions étrangères (Depositary Receipts, DRs). Il existe quatre types de programmes de certificats d'actions étrangères qui diffèrent en termes du lieu des transactions, des obligations en matière de divulgation d'informations et des exigences légales. Dans notre étude, nous distinguons deux groupes d'entreprises multicotées. En raison des mêmes implications légales, nous rassemblons dans un premier groupe les entreprises cotées directement dans les bourses américaines et celles cotées par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs niveau 2 ou ADRs niveau 3). De la même manière, les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et celles qui optent pour des placements privés, régis par la règle 144A (PORTAL), sont classées dans un deuxième groupe. Pour désigner le type de multicotation nous avons jugé utile

d'opérationnaliser le choix du mode de multicotation par une variable ordinaire prenant les valeurs 1 et 0. Le choix 1 (choix de référence) désigne la cotation directe ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3. Le choix 0 est relatif à la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

1-2- Valeur de marché des entreprises multicotées

La performance des entreprises est souvent mesurée par le ratio Q Tobin, obtenu par le rapport de la somme de la capitalisation boursière et de la dette totale sur le total de l'actif comptable. Demsetz (2001) indique que la mesure de la performance financière de l'entreprise n'est pas triviale et que le Q Tobin, comme tous les autres ratios de rentabilité, souffre de la présence d'artéfacts comptables⁹³. Afin d'éliminer le problème d'estimation de la valeur de marché des dettes financières, nous avons retenu le ratio Market to Book. D'après Charreaux (1998), ce ratio est très proche du ratio Q Tobin. Par conséquent, la performance financière des entreprises multicotées sera calculée par le ratio Market to Book qui sera opérationnalisée par le rapport entre la valeur marchande et la valeur comptable des capitaux propres. Ce ratio mesure la performance anticipée par les actionnaires.

$$\text{Ratio Market to Book} = \frac{\text{Valeur marchande des capitaux propres}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$$

⁹³ Selon Demsetz (2001), « *The numerator of Q, being the market value of the firm, partly reflects the value investors assign to a firm's intangible assets, yet the denominator of Q, the estimated replacement cost of the firm's tangible assets, does not include investments the firm has made in tangible assets* ».

Tableau I.3. Mesures des variables dépendantes

Variables	Abréviations	Mesures
Décision de multicotation	CROSS_LIST	Variable ordinale qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée directement dans une bourse américaine ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 et 0 si l'entreprise inscrit ses titres sous forme de programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 1 et/ou qu'elle opte pour des placements privés.
Valeur de marché des entreprises multicotées	MB	Ratio Market to Book : rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres.

2- Mesures des variables exogènes

Les variables indépendantes, ou exogènes, représentent essentiellement les mécanismes de gouvernance. Il s'agit de mesures des variables relatives à la protection des droits des actionnaires minoritaires, à la tradition légale et aux caractéristiques juridiques et réglementaires du pays d'origine, à la dispersion du capital et à la participation des investisseurs institutionnels, domestiques et étrangers, au capital des entreprises multicotées.

2-1- Protection des droits des actionnaires minoritaires

Suite à l'importance accordée à l'impact du degré de protection des actionnaires minoritaires sur le choix du mode de multicotation, nous avons jugé intéressant d'affiner notre analyse pour ce type d'actionnaires en oeuvrant à répondre à l'interrogation suivante : quel mode de multicotation choisie l'entreprise en fonction du degré de protection des actionnaires minoritaires ?

Pour mesurer le degré de protection des actionnaires minoritaires, nous nous appuyons sur deux variables : le taux de rendement en dividendes et l'indice « anti-director rights ».

2-1-1- Taux de rendement en dividendes

Dans un univers d'entreprises managériales caractérisées par l'asymétrie d'information entre les différents actionnaires, les dividendes permettent aux actionnaires de distinguer les entreprises performantes et celles qui ne le sont pas. Les dividendes jouent ainsi un double rôle :

- Ils permettent d'exercer un contrôle sur la performance des dirigeants, et par conséquent, sur les actionnaires de contrôle ;
- Ils permettent aux dirigeants de montrer leurs bonnes intentions vis-à-vis des actionnaires à qui ils s'engagent de verser une somme régulière.

Dès lors, les dividendes représentent un engagement de la part des dirigeants de ne pas investir dans des projets déficitaires. Ils impliquent une certaine diffusion de l'information concernant les bénéfices privés du contrôle. Dans cette perspective, une politique de dividendes équilibrée constitue un contrat implicite entre le dirigeant et les actionnaires minoritaires lorsque ces derniers peuvent révoquer, à tout moment, les dirigeants (Fluck, 1999). Étant donné que les revenus de l'entreprise peuvent être utilisés par les actionnaires de contrôle au titre de bénéfices privés du contrôle (usage privé, investissement dans des projets non rentables, ...), les actionnaires minoritaires préfèrent la distribution des dividendes au maintien des recettes dans l'entreprise.

La politique de distribution des dividendes poursuivie par les entreprises multicotées nous renseigne sur le degré de protection des actionnaires minoritaires. À l'instar des travaux de La Porta et al., notre étude s'appuie sur « the outcome model of dividends » qui considère que les dividendes sont le résultat de la protection légale des actionnaires minoritaires. Toutes choses égales par ailleurs, mieux les actionnaires sont protégés plus élevé est le montant de dividendes versés par l'entreprise. Différentes mesures du ratio de paiement des dividendes se présentent, à savoir le taux de distribution des bénéfices⁹⁴, le taux de distribution des cash

⁹⁴ Le taux de distribution des dividendes, mesuré par le rapport entre le dividende par action et le résultat net par action, présente deux inconvénients sur le plan empirique. D'une part, il dépend du signe du bénéfice net. Une entreprise qui réalise un déficit mais distribue néanmoins des dividendes présente un taux de distribution négatif. D'autre part, une entreprise qui réalise un faible résultat mais maintient ses dividendes d'une année à l'autre aura un taux de distribution plus élevé. Afin de remédier à ces deux inconvénients, nous retenons le taux de rendement en dividendes.

flows et le taux de rendement en dividendes. Nous retenons dans le cadre de cette étude comme mesure de la politique de distribution des dividendes, le taux de rendement en dividendes qui est égal au rapport entre le dividende par action et le cours de l'action. Ce ratio indique l'exigence de rémunération des actionnaires relativement à la valorisation de leur investissement sur le marché. L'avantage de cette mesure, c'est qu'elle est totalement indépendante de toute manipulation potentielle de la part des *insiders*. Cependant, elle ne reflète pas le niveau de répartition des revenus de l'entreprise et notamment l'importance respective des fonds versés aux actionnaires et des fonds retenus.

$$\text{Taux de rendement en dividendes} = \frac{\text{Dividende par action}}{\text{Cours Boursier}}$$

2-1-2- Indice « anti-director rights »

Pour contrôler le degré de protection offert aux investisseurs dans leurs pays d'origine, nous avons utilisé les mesures des droits des actionnaires et les pratiques légales de La Porta et al. (1998). L'indice « anti-director rights »⁹⁵ est utilisé comme variable caractérisant le degré de protection offert aux actionnaires minoritaires dans les pays d'origine. Cet indice englobe six différents droits des actionnaires minoritaires :

- Le vote par procuration est-il possible ou interdit ?
- Y a-t-il obligation de dépôt des titres avant le vote ?
- Le « vote cumulé »⁹⁶ est-il autorisé dans l'élection des membres du conseil d'administration ?
- Y a-t-il obligation de représentation de minorités au conseil d'administration ? Y a-t-il possibilité de contester certaines décisions devant les tribunaux ? Y a-t-il possibilité d'obliger à racheter la part des minoritaires à leur demande ?
- Le pourcentage de capital nécessaire à l'obtention de l'organisation d'une assemblée générale extraordinaire est-il supérieur à 10 % ?

⁹⁵ Sous le terme « anti-director rights », la littérature anglo-saxonne recense diverses dispositions visant à offrir des protections légales contre les tentatives d'expropriation des actionnaires minoritaires, par la direction ou par les actionnaires majoritaires des entreprises. Ces dispositions concernent principalement les conditions d'exercice du droit de vote et les possibilités de recours.

⁹⁶ « Cumulative voting », dans l'hypothèse où 5 membres sont à élire, le vote est autorisé si tout actionnaire a 5 voix, et s'il peut regrouper ses 5 voix sur un seul nom.

- Est-on obligé de consulter les actionnaires avant de supprimer leur droit de souscription préférentiel ?

L'indice « anti-director rights » varie entre 0 et 6, il s'obtient en ajoutant 1 dans les cas suivants : le vote par procuration est autorisé, le dépôt des titres avant le vote à une assemblée générale n'est pas obligatoire, le vote cumulatif ou la représentation proportionnelle des minoritaires au conseil d'administration est permis, il existe un dispositif légal permettant aux minoritaires lésés d'engager des actions en justice contre les dirigeants ou les membres du conseil d'administration, le pourcentage de capital nécessaire à l'obtention de l'organisation d'une assemblée générale extraordinaire est inférieure à 10 %, l'obligation est faite de consulter les actionnaires avant de supprimer leurs droits préférentiels de souscription. Nous mesurons pour chaque pays la moyenne de l'indice « anti-director rights » en divisant la valeur de cet indice par 6 pour chacune des 200 entreprises composant notre échantillon.

2-2- Tradition légale du pays d'origine

En se référant la théorie juridique de la protection des investisseurs développée par La Porta et al., nous distinguons les entreprises multicotées en fonction de la tradition légale de leurs pays d'origine. Il s'est souvent révélé l'existence de quatre groupes de pays : pays de droit commun, pays de droit civil français, pays de droit civil allemand et pays de droit civil scandinave. La différence est jugée importante entre ces systèmes, tout particulièrement entre le système de droit commun et le système de droit civil. Dans un premier temps, nous distinguons deux groupes d'entreprises : celles provenant des pays de droit commun et celles provenant des pays de droit civil. Dans un second temps, nous étudions l'impact de l'appartenance à un pays de droit civil français sur le choix du mode de multicotation. À ce niveau, nous utilisons la variable binaire « FL » qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise est originaire d'un pays de droit civil français et 0 sinon.

2-3- Caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine

Comme le signale La Porta et al. (1997), les lois protégeant les investisseurs et les normes comptables diffèrent d'un pays à un autre et la qualité d'exécution de ces lois varie considérablement. Pour analyser l'impact des caractéristiques des pays d'origine sur le choix du mode de cotation, nous utilisons deux variables pays. Une première variable relative à l'efficacité du système juridique et une deuxième variable relative au respect des normes comptables.

2-3-1- Efficacité judiciaire

Étant une mesure de La Porta et al. (1998), l'efficacité judiciaire mesure la force du système légal et de l'environnement institutionnel du pays d'origine. Variant de 0 à 10, cet indice est construit comme une moyenne de l'efficacité judiciaire, des règles de loi, de la corruption et du risque d'expropriation. Pour mener à bien notre étude, nous avons procédé de la même manière que l'indice « anti-director rights » et nous avons divisé la valeur de l'indice de « l'efficacité judiciaire » par 10 pour trouver la moyenne de cet indice pour chaque pays. Dans notre étude, nous supposons qu'un système juridique efficace conduit à choisir un mode de cotation rigoureux.

2-3-2- Normes comptables

Pour examiner le degré de divulgation des informations nous employons l'indice des « normes comptables » produit par « *the Center for International Financial Analysis and Research* ». Cet indice révèle la moyenne de la qualité de la comptabilité des entreprises dans chaque pays. Il est créé suite à l'examen des rapports annuels des entreprises pour voir si elles ont pris en considération 90 articles ou bien qu'elles les ont omis⁹⁷. Dans cette étude, nous considérons la moyenne de cet indice obtenue en divisant la valeur de l'indice des « normes comptables » par 90 pour chaque pays. Un meilleur respect des normes comptables permet

⁹⁷ Le score le plus faible est attribué à l'Égypte avec un score de 24 et le score le plus élevé est attribué au Suède avec un score de 83.

d'expliquer comment un meilleur respect des normes comptables est susceptible d'influer le choix du mode d'entrée dans les marchés américains.

2-4- Structure de propriété

Deux composantes de la structure de propriété sont prises en considération lors du choix du mode de multicotation, à savoir la dispersion du capital et la présence des investisseurs institutionnels⁹⁸ dans le capital des entreprises multicotées. Ceci étant, nous distinguons également le rôle des institutionnels, domestiques et étrangers, en termes du choix du mode de multicotation.

2-4-1- Dispersion du capital

Selon la théorie de l'agence, les coûts d'agence sont très importants dans les entreprises caractérisées par une grande dispersion de capital. Ces coûts peuvent être maîtrisés par la mise en place d'un système de surveillance qui implique, entre autres, une bonne protection des actionnaires minoritaires. En revanche, lorsque le capital est réparti entre quelques actionnaires de contrôle, la protection des actionnaires minoritaires est peu efficace du fait que les actionnaires de contrôle possèdent l'accès interne privilégié à l'information et ont le contrôle direct de l'entreprise.

D'après les travaux de La Porta et al. (1999), les entreprises domiciliées dans des pays de droit civil (en particulier les pays de droit civil français), sont caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat et par la présence d'une famille ou d'un individu qui détient le contrôle de l'entreprise. Dans ces pays, la séparation entre la structure de propriété et le contrôle est très importante. Cette séparation est à l'origine du conflit d'intérêt entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. En revanche, les entreprises localisées dans des pays où le degré de protection légale des droits des actionnaires minoritaires est élevé possèdent généralement une structure de propriété moins concentrée.

⁹⁸ Dans le cadre de notre étude, le terme « investisseurs institutionnels » désigne les banques, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds communs de placement ou encore les SICAV, ...

Pour apprécier la dispersion de la propriété, Labelle et Schatt (2005) retiennent la proportion des actions détenues par le public. Selon ces auteurs, la fraction d'actions détenue par le public correspond à la fraction d'actions des actionnaires en possession de moins de 5 % des actions de l'entreprise. À l'instar de Labelle et Schatt (2005), nous utilisons la variable (FLOTTANT) comme mesure de dispersion du capital. Le flottant⁹⁹ correspond à la partie du capital d'une entreprise non contrôlée par les actionnaires stables¹⁰⁰. Cette variable mesure la part des actions d'une entreprise multicotée susceptible de faire l'objet de transactions sur le marché. La diffusion du capital est obtenue par la formule suivante :

1 - % du capital détenu par les actionnaires possédant 5 % ou plus du capital

2-4-2- Présence des investisseurs institutionnels domestiques

Les investisseurs institutionnels domestiques occupent une place de plus en plus importante dans le gouvernement d'entreprise. Leur activisme est susceptible d'influer le choix du mode de multicotation. Dans cette étude, la présence d'investisseurs institutionnels domestiques est mesurée par une variable dichotomique (INST_DOM) qui prend la valeur 1 lorsque nous observons la présence d'investisseurs institutionnels domestiques dans la structure de propriété de l'entreprise multicotée, 0 autrement.

2-4-3- Présence des investisseurs institutionnels étrangers

La nationalité des investisseurs est très importante pour expliquer le choix du mode de multicotation. Les entreprises multicotées sont suivies par des investisseurs institutionnels internationaux, comme conséquence, le niveau de contrôle imposé aux actionnaires de contrôle augmente. Dans ces conditions, nous prédisons que ces institutionnels auront tendance à s'orienter vers les choix conduisant au respect des normes de gouvernement

⁹⁹ À partir du 1^{er} décembre 2003, la composition du CAC 40 a abandonné la pondération de ses valeurs par la capitalisation au profit de la prise en compte du seul « flottant ». Cette évolution a été dictée par un souci d'homogénéité avec la plupart des grands indices boursiers mondiaux, qui fonctionnent déjà sur ce mode, afin d'assurer une plus grande comparabilité entre secteurs et valeurs.

¹⁰⁰ La partie du capital d'une entreprise réellement négociable et disponible pour les investisseurs (sont ainsi exclues les actions détenues par l'État, les pactes d'actionnaires, ...).

d'entreprise. La participation des investisseurs institutionnels étrangers au capital d'une entreprise multicotée incite ainsi les entreprises à choisir le mode de multicotation qui offre une meilleure protection des actionnaires minoritaires. Nous prévoyons que les entreprises, localisées dans des pays à faible protection des actionnaires minoritaires, bénéficient plus de l'investissement des investisseurs institutionnels étrangers. La participation des investisseurs institutionnels étrangers au capital des entreprises multicotées est mesurée par une variable dichotomique (INST_ETR) qui prend la valeur 1 lorsque nous observons la présence d'investisseurs institutionnels étrangers dans la structure de propriété de l'entreprise, 0 sinon.

Tableau I.4. Mesures des variables indépendantes

Variabes	Abréviations	Mesures
Protection des droits des actionnaires minoritaires : - Taux de rendement en dividendes - Indice « anti-director rights »	DIV_CB AD	- Rapport entre dividende par action et cours boursier. - Cet indice englobe six différents droits des actionnaires minoritaires.
Tradition légale du pays d'origine	FL	Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise multicotée est originaire d'un pays de droit civil français et 0 sinon.
Efficience judiciaire	EJ	Cet indice mesure la force du système légal et de l'environnement institutionnel du pays d'origine.
Normes comptables	AS	Cet indice révèle la moyenne de la qualité de la comptabilité des entreprises dans chaque pays.
Dispersion du capital	FLOTTANT	Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par le public.
Présence d'investisseurs institutionnels domestiques	INST_DOM	Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels domestiques dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon.
Présence d'investisseurs institutionnels étrangers	INST_ETR	Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon.

3- Mesures des variables de contrôle

Nous présentons ci-dessous les variables de contrôle qui constituent les facteurs susceptibles d'avoir un impact sur le choix du mode de multicotation et/ou sur la valeur de marché des entreprises multicotées.

3-1- Ratio de liquidité

Pour estimer la liquidité des marchés à travers les pays d'origine des entreprises multicotées, nous nous basons sur le ratio de liquidité utilisé par Doidge et al. (2004). Ce ratio représente la valeur des actions échangées en dollars divisée par la capitalisation moyenne du marché en 1997¹⁰¹.

3-2- Secteur d'activité

Le secteur d'activité de l'entreprise peut être considéré comme une variable pertinente pour expliquer le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises. Dans les secteurs de haute technologie, tels que l'industrie pharmaceutique, les biotechnologies et l'informatique, les investissements dans le domaine de l'innovation technologique sont très lourds et variés. Parallèlement, il est nécessaire de rassurer sans cesse les actionnaires sur la rentabilité actuelle et future de l'entreprise.

Dans cette thèse, nous essayons de contrôler l'effet du secteur d'activité aussi bien sur la sélection du mode de multicotation que sur la valorisation des entreprises multicotées. La variable de l'appartenance à des secteurs d'activité de haute technologie (HI_TECH) est estimée dans notre modèle par une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise appartient aux secteurs de haute technologie, comme l'informatique, l'industrie pharmaceutique ou encore l'aéronautique, et 0 si elle fait partie des secteurs traditionnels tels que l'agroalimentaire, le textile, ... Par ailleurs, nous anticipons que les dirigeants des entreprises appartenant à des secteurs d'activité de haute technologie sont plus incités à

¹⁰¹ Les sources de la liquidité de Doidge, Karolyi et Stulz (2004) est « *the Salomon Smith Barney Guide to World Equity Markets* » 1999 (1999, Euromoney Institutional Investor, PLC, London) et IFC « *Emerging Stock Markets FactBook* 1998 (1998, <http://www.spglobal.com>).

choisir une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 et que la valeur de ces entreprises soit élevée.

3-3- Rentabilité des capitaux propres (ROE)

La rentabilité économique n'est pas significative pour les apporteurs de capitaux, ce qui est pertinent pour eux est la rentabilité non pas de l'ensemble des capitaux (CPNE = KP + DF), mais des seuls capitaux propres (KP). Le bénéfice analysé est le résultat net courant (RN), c'est-à-dire au résultat d'exploitation (RE) duquel nous avons soustrait l'impôt sur les bénéfices (Imp) et les intérêts versés aux dettes financières (iDF, avec i le taux d'intérêt moyen sur les dettes financières de l'entreprise). Nous divisons ce résultat net courant par le montant des capitaux propres de l'entreprise. La rentabilité financière sera donc égale à :

$$R_{fi} = \frac{RN}{KP} = \frac{RE - Imp - iDF}{KP}$$

Ce ratio correspond à ce que la comptabilité anglo-saxonne appelle le « *Return on Equity* » ou encore « *ROE* ». Il exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de profit. Il mesure, ainsi, avec quelle efficacité une entreprise emploie ses actifs pour produire son résultat.

3-4- Opportunités de croissance

En l'absence d'opportunités de croissance dans les pays d'origine, les entreprises peuvent atténuer ces contraintes financières par la cotation à l'étranger à travers une bonne protection des investisseurs et une meilleure divulgation des informations (Cantale, 1998 ; Fuerst, 1998 ; Moel, 1999 ; Hail et Leuz, 2004 ; Doidge et al., 2007).

Pour estimer les opportunités de croissance, nous avons utilisé la variation du chiffre d'affaires des entreprises multicotées, mesurée comme suit :

$$\Delta CA = \frac{CA_t - CA_{t-1}}{CA_{t-1}}$$

Où :

ΔCA : est la variation du chiffre d'affaires ;

CA_t : est le chiffre d'affaires de l'année courante ;

CA_{t-1} : est le chiffre d'affaires de l'année précédente.

3-5- Intensité en Recherche & Développement

La réglementation comptable américaine exige la prise en charge immédiate des dépenses en R&D. Toute entreprise cotée sur les marchés américains est contrainte de suivre cette restriction. Lev (1999) constate que les États-Unis ont la réglementation la plus stricte concernant la comptabilisation et la communication sur la R&D. Il signale que les investisseurs institutionnels considèrent la R&D comme une activité source de création de valeur, particulièrement quand les entreprises appartiennent à des secteurs de haute technologie et demandent des informations précises pour pouvoir apprécier la valeur de l'entreprise. À cet égard, nous anticipons une relation positive entre les dépenses en R&D et la performance des entreprises multicotées.

Dans cette étude, nous mesurons la variable R&D par le ratio :

$$\frac{R\&D}{CA}$$

Où :

R&D : dépenses annuelles de Recherche & Développement de l'année ;

CA : chiffre d'affaires annuel.

3-6- Taille des entreprises multicotées

Plusieurs études attestent de l'existence d'une relation positive entre la taille et la performance des entreprises multicotées. La taille de l'entreprise est communément utilisée comme un indicateur de visibilité de l'entreprise. Les entreprises multicotées de grande taille sont souvent considérées comme étant les plus performantes. Ainsi, nous anticipons une relation positive entre la taille et la performance des entreprises multicotées. Pour estimer la valeur de la taille de ces entreprises, nous avons utilisé le logarithme népérien du total des actifs (\ln Total Actif, LOG_AK). Les 200 entreprises composant notre échantillon proviennent de divers pays dont l'unité monétaire diffère d'un pays à un autre. Dans le but d'assurer l'homogénéité des données pour les entreprises de notre échantillon, nous avons converti l'actif total en millions de dollars américains pour toutes les entreprises durant les cinq années d'étude.

Tableau I.5. Mesures des variables de contrôle

Variables	Abréviations	Mesures
« Ratio de liquidité »	LR	Ce ratio représente la valeur des actions échangées en dollars divisée par la capitalisation moyenne du marché en 1997.
Secteur d'activité	HI_TECH	Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise appartient aux secteurs de haute technologie, comme l'informatique, l'industrie pharmaceutique ou encore l'aéronautique, 0 si elle fait partie des secteurs traditionnels.
Rentabilité des capitaux propres	ROE	Résultat net courant / valeur comptable des capitaux propres.
Opportunités de croissance	VAR_CA	Variation du chiffre d'affaires de l'année courante par rapport au chiffre d'affaires de l'année précédente.
Intensité en R&D	RD_CA	Dépenses annuelles de R&D de l'année / Chiffre d'affaires annuel.
Taille de l'entreprise	LOG_AK	Logarithme népérien de l'actif comptable.

Section 4 – Spécification du modèle empirique et méthode d'estimation

La spécification d'un modèle consiste à déterminer la liste des variables exogènes, à expliquer le choix de ces variables et à définir la forme des relations entre les variables observées via le choix de la forme des paramètres inconnus et à estimer, ainsi que les propriétés aléatoires des termes d'erreurs. La présence des éléments aléatoires, qui ne sont en fait que des variables non observées, signale la qualité comportementale des équations.

1- Prise en compte de l'endogénéité

Afin d'approfondir notre compréhension des relations entre les variables explicatives et la variable expliquée (valorisation des entreprises multicotées), nous mettons en œuvre une procédure méthodologique destinée à prendre en compte le problème d'endogénéité (auto-sélection) qui peut exister entre les variables que nous utilisons dans notre régression.

1-1- Définition de l'endogénéité

De manière générale, l'endogénéité apparaît lorsque le terme d'erreur (ou résidu) d'une équation est corrélé avec une ou plusieurs variable(s) « indépendante(s) » (Nikolaev et Van Lent, 2005). Cette définition économétrique s'observe en pratique dans le cas où une variable explicative introduite dans un modèle de déterminants est elle-même déterminée par une partie des autres variables du modèle. Dans ce cas, l'utilisation d'un modèle de régression linéaire OLS entraîne un biais dans l'estimation des coefficients des variables. En effet, pour pouvoir démontrer des relations causales entre des variables explicatives et une variable expliquée, les modèles de régression linéaire font l'hypothèse qu'un effet peut produire une cause « toutes choses égales par ailleurs ». Cette hypothèse forte n'est pas aisée à respecter dans la réalité, car de nombreux déterminants peuvent ne pas être totalement exogènes.

Dans le cas où certains facteurs (déterminants) sont associés à la fois avec la variable dépendante et avec une variable explicative, on parle de déterminants conjoints. Dans certains cas, la probabilité qu'une entreprise appartienne à l'échantillon n'est pas aléatoire (biais de sélection de l'échantillon). Une variante de ce cas de biais de sélection peut être observée

lorsqu'une variable omise peut influencer la façon dont une observation est classée au sein de l'échantillon (variable de choix ou de décision, liée avec certaines variables explicatives du modèle), nous parlons alors d'auto-sélection. Dans les deux cas précédents, il convient de modéliser le mécanisme de sélection de l'échantillon (ou le mécanisme de choix) dans une première étape et d'ajuster ensuite le modèle estimé en fonction des paramètres de l'effet de sélection (nous utilisons alors une procédure d'Heckman, 1979).

Nous réalisons une analyse destinée à évaluer un cas d'endogénéité qui nous semble important dans le cadre de notre modèle de déterminants de valorisation des entreprises multicotées : l'endogénéité du choix du mode de multicotation (auto-sélection).

1-2- L'endogénéité du choix du mode de multicotation dans les modèles de valorisation des entreprises multicotées

Le choix d'un mode de multicotation plutôt qu'un autre n'est pas le fruit du hasard. Les entreprises sélectionnent (*self select*) leur mode de cotation en fonction de leurs besoins spécifiques et donc de leurs caractéristiques (telles que la composition de l'actionnariat, le degré de protection des actionnaires minoritaires, ...). La décision de sélectionner le mode de multicotation peut ainsi être traduite en une décision d'améliorer la valorisation des entreprises. Il existe en conséquence un risque de codétermination, et donc d'endogénéité, entre le choix du type de multicotation et la valorisation des entreprises. Ce risque ne peut pas être éliminé par une simple régression de type « moindres carrés ordinaires » (OLS).

À l'instar de Leuz et Verrecchia (2000), Doidge et al. (2004), Bailey et al. (2006) et de Korczack et Lasfer (2007)¹⁰², nous utilisons le modèle d'Heckman (1979)¹⁰³ qui se déroule en deux étapes avec intégration dans le modèle de valorisation des entreprises d'un *Inverse Mills*

¹⁰² Un exemple de biais de sélection de l'échantillon est présenté dans Leuz et Verrecchia (2000) qui étudient les conséquences sur le coût du capital d'une augmentation des informations publiées par les entreprises ayant choisi de passer des normes comptables allemandes aux normes internationales. Ces auteurs modélisent les déterminants du choix de changement des normes comptables pour prendre en compte le biais de sélection de leur échantillon. Par le biais du modèle d'Heckman, Doidge et al. (2004) et Korczack et Lasfer (2007) étudient l'impact de la décision de multicotation sur la valorisation des entreprises. Pour leur part, Bailey et al. (2006) comparent les variations de volatilité et de volume lors de l'annonce des rendements par les entreprises avant et après la multicotation. Ammer et al. (2008) ont, eux aussi, utilisé le modèle d'Heckman, dans une version antérieure de leur article, afin de mesurer l'impact de la décision de multicotation sur la part de propriété détenue par les investisseurs américains.

¹⁰³ Le modèle d'Heckman (1979) ne s'applique que pour le cas d'un choix binaire dans le modèle de sélection.

Ratio issu du modèle de choix de mode de multicotation. Le phénomène d'auto-sélection nécessite d'utiliser une procédure d'Heckman (1979) qui se déroule en deux étapes.

2- Méthodologie

Étant donné que le mode d'entrée dans les marchés américains n'est pas choisis de manière aléatoire, nous considérons qu'il peut y avoir un biais de sélection. Le phénomène d'auto-sélection, introduit un biais lorsque nous utilisons une régression standard (OLS). Afin de corriger ce biais, Heckman (1979) a proposé une méthode d'estimation en deux étapes qui sont reliées par une régression sous-jacente. Deux équations sont alors définies.

En référence à la procédure d'Heckman (1979), le modèle s'écrit :

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \delta z_i + \varepsilon_i \quad (\text{équation de valorisation}) \quad (1)$$

Où :

y_i : correspond au ratio Market to Book ;

x_i : sont les vecteurs exogènes de la valorisation des entreprises multicotées ;

z_i : est une variable muette indiquant le choix du mode de multicotation (CROSS_LIST) qui est égale à 1 pour EXCHANGE (choix de référence) et 0 pour OTC et PORTAL ;

$\{\alpha, \beta, \delta\}$: est le vecteur de paramètres à estimer ;

ε_i : est le terme d'erreur (ou résidu) suivant une loi normale de moyenne nulle et de variance σ_ε^2 .

La prédisposition à opter pour un mode de cotation plutôt qu'un autre pouvant dépendre de paramètres non observés jouant également sur la valorisation des entreprises multicotées, la variable z_i risque d'être corrélée avec le terme d'erreur et l'estimation de δ sera biaisée. Le paramètre d'estimation δ mesure la relation entre le mode de cotation et la valorisation des entreprises. Afin de mettre en évidence l'effet propre d'une cotation dans une bourse américaine (cotation directe ou par le biais des ADRs niveau 2 ou niveau 3) ou par le biais des ADRs niveau 1 et/ou par placements privés, il est nécessaire de corriger le biais de sélectivité. Nous traitons donc la variable z_i comme une variable endogène en estimant le choix du type de multicotation et la valorisation des entreprises selon une procédure de type Heckman (1979).

À l'instar de Greene (1997), nous formulons l'équation relative à la décision de multicotation comme suit :

$$z_i^* = \gamma w_i + u_i \quad (\text{équation de décision de multicotation}) \quad (2)$$

$$\begin{aligned} z_i &= 1 && \text{si } z_i^* > 0 \\ z_i &= 0 && \text{si } z_i^* \leq 0 \end{aligned} \quad (3)$$

Où :

z_i^* : est une variable latente ;

z_i : étant observable si et seulement si $z_i^* > 0$;

w_i : est le vecteur composé de variables susceptibles d'affecter la probabilité que $z_i^* = 1$;

u_i : est le terme d'erreur (ou résidu) suivant une loi normale de moyenne nulle et de variance σ_u^2 ;

γ : est un vecteur de paramètres à estimer.

Nous supposons ainsi que les termes d'erreur ε_i et u_i sont de corrélation non nécessairement nulle. Ils sont indépendants et identiquement distribués entre les observations.

$$\varepsilon_i \rightarrow N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

$$u_i \rightarrow N(0, \sigma_u^2)$$

$$\text{corr}(\varepsilon_i, u_i) = \rho$$

Si $\rho \neq 0$, alors les deux équations ne sont pas indépendantes et une régression sur y_i fournirait des résultats biaisés.

L'espérance de la valeur des entreprises multicotées dans les bourses américaines est donnée comme suit :

$$E[y_i | z_i = 1, x_i, w_i] = \alpha + \beta x_i + \delta + E[\varepsilon_i | z_i = 1, x_i, w_i] = \alpha + \beta x_i + \delta + \rho \sigma_\varepsilon \lambda_{i1}(\gamma w_i) \quad (4)$$

$$\lambda_{i1}(\gamma w_i) = \varphi(\gamma w_i) / \Phi(\gamma w_i) \quad (5)$$

Où :

$\lambda_{i1}(\gamma w_i)$: est le ratio inversé de Mills ;

$\varphi(\cdot)$: est la fonction densité de la loi normale ;

$\Phi(\cdot)$: est la loi normale standard cumulée (la fonction de répartition de $\varphi(\cdot)$).

L'espérance conditionnelle de la valeur des entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères (cotées en OTC et/ou en PORTAL) s'écrit :

$$E[y_i | z_i = 0, x_i, w_i] = \alpha + \beta x_i + \rho \sigma_\varepsilon [-\Phi(\gamma w_i) / (1 - \Phi(\gamma w_i))] = \alpha + \beta x_i + \rho \sigma_\varepsilon \lambda_{i2}(\gamma w_i) \quad (6)$$

$$\lambda_{i2}(\gamma w_i) = -\varphi(\gamma w_i) / (1 - \Phi(\gamma w_i)) \quad (7)$$

La différence de valeur d'entreprises y_i pour les deux groupes est donnée par :

$$E[y_i | z_i = 1, x_i, w_i] - E[y_i | z_i = 0, x_i, w_i] = \delta + \rho \sigma_\varepsilon \varphi(\gamma w_i) / [\Phi(\gamma w_i) (1 - \Phi(\gamma w_i))] \quad (8)$$

Ce modèle est estimé par la méthode en deux étapes d'Heckman destinée à corriger le biais de sélection. La première étape de la procédure d'Heckman consiste à déterminer suivant un choix binaire les facteurs influençant la probabilité qu'une entreprise choisit une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3. La nature binaire de la variable z entraîne un problème d'hétéroscédasticité des résidus. La variance dépend, en effet, de l'observation et par conséquent, l'estimateur $\hat{\gamma}$ obtenu avec les MCO n'est pas efficace. L'estimateur est biaisé. Pour que l'estimateur recouvre ses propriétés optimales, nous utilisons un modèle Probit estimé par la méthode de vraisemblance qui permet d'obtenir un estimateur efficace.

Nous calculons par la suite :

$$\hat{\lambda}_{i1} = \varphi(\hat{\gamma} w_i) / \Phi(\hat{\gamma} w_i) \quad \text{si } z_i = 1$$

$$\hat{\lambda}_{i2} = \varphi(\hat{\gamma} w_i) / (1 - \Phi(\hat{\gamma} w_i)) \quad \text{si } z_i = 0$$

La deuxième étape consiste à estimer l'équation (1) par la technique d'estimation des doubles moindres carrés (DMC ou 2SLS : Two-Stage Least Squares)¹⁰⁴, mais en ajoutant un terme additionnel λ_i pour corriger le biais de sélection. Nous corrigeons ainsi l'espérance conditionnelle de y_i par un « facteur de biais » (l'inverse du ratio de Mills)¹⁰⁵. La première étape consiste à effectuer une régression de chacune des variables endogènes sur toutes les variables exogènes. Dans une deuxième étape, il convient de remplacer les variables endogènes figurant à droite des équations structurelles par leurs valeurs ajustées à l'aide des modèles estimés.

$$\hat{\lambda}_i = \hat{\lambda}_{i1} (\gamma w_i) z_i + \hat{\lambda}_{i2} (\gamma w_i) (1-z_i) \quad (9)$$

$$y_i = \alpha + \beta x_i + \delta z_i + \delta_\lambda \hat{\lambda}_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

Où :

δ_λ est un nouveau paramètre associé à ρ_{ε} qui comporte le signe de la corrélation entre les termes d'erreurs dans l'équation (1) et l'équation (2)¹⁰⁶.

Pour mettre en application cette méthodologie, nous utilisons les modèles suivants¹⁰⁷ :

Première étape : modèle de sélection du mode de multicotation¹⁰⁸

$$\text{CROSS_LIST} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DIV_CB} + \alpha_2 \text{AD} + \alpha_3 \text{EJ} + \alpha_4 \text{AS} + \alpha_5 \text{FLOTTANT} + \alpha_6 \text{INST_DOM} + \alpha_7 \text{INST_ETR} + \alpha_8 \text{LR} + \alpha_9 \text{HI_TECH} + \alpha_{10} \text{ROE} + \alpha_{11} \text{VAR_CA} + \alpha_{12} \text{LOG_AK} + u_i$$

¹⁰⁴ Désignée aussi par la méthode à information limitée, elle est fondée sur l'application en deux étapes des moindres carrés ordinaires (MCO).

¹⁰⁵ Voir Heckman (1979).

¹⁰⁶ Pour plus de détails, nous renvoyons le lecteur pour voir Greene (2003).

¹⁰⁷ D'après Piot (2008), la procédure d'Heckman ne peut être opérationnelle que lorsque le modèle de sélection inclut au moins une variable qui n'est pas introduite comme variable explicative dans le second modèle. Dans notre cas, les variables liées au degré de protection des actionnaires minoritaires, aux caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine et à la structure de propriété n'affectent directement que le choix du mode de multicotation qui à son tour explique la valorisation des entreprises multicotées.

¹⁰⁸ Nous choisissons un modèle oprobit (régression probit ordinale) qui repose sur un modèle sous-jacent normal (contrairement aux modèles logit, reposant sur un modèle sous-jacent logistique), ce qui est un pré-requis pour l'application des modèles two-stage.

Où :

CROSS_LIST : Variable ordinale qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée directement ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 (choix de référence) et 0 si l'entreprise inscrit ses titres sous forme de programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 1 et/ou qu'elle opte pour des placements privés ; **DIV_CB** : Taux de rendement en dividendes ; **AD** : Indice « anti-director rights » ; **EJ** : Indice de « l'efficacité judiciaire » ; **AS** : Indice des « normes comptables » ; **FLOTTANT** : Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par le public ; **INST_DOM** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels domestiques dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon ; **INST_ETR** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon ; **LR** : « Ratio de liquidité » ; **HI_TECH** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon ; **ROE** : Rentabilité des capitaux propres ; **VAR_CA** : Opportunités de croissance ; **RD_CA** : Intensité en R&D ; **LOG_AK** : Taille de l'entreprise multicotée.

Deuxième étape : modèle de valorisation des entreprises multicotées

$$\mathbf{MB} = \beta_0 + \beta_1 \text{EXCHANGE} + \beta_2 \text{IMR} + \beta_3 \text{HI_TECH} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \text{VAR_CA} + \beta_6 \text{RD_CA} + \beta_7 \text{LOG_AK} + \varepsilon_{it}$$

Où :

MB : Ratio Market to Book ; **EXCHANGE** : Variable ordinale qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée directement ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 et 0 sinon ; **IMR** : ratio inversé de Mills correspondant au choix d'une cotation directe ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 ; **HI_TECH** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon ; **ROE** : Rentabilité des capitaux propres ; **VAR_CA** : Opportunités de croissance ; **RD_CA** : Intensité en R&D ; **LOG_AK** : Taille de l'entreprise multicotée.

Dans un second temps, nous introduisons une variable « FL » relative à la tradition légale du pays de droit civil français, pour examiner l'impact de cette variable sur le choix du mode de multicotation. À ce niveau nous utilisons le modèle suivant :

Première étape : modèle de sélection du mode de multicotation

$$\text{CROSS_LIST} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DIV_CB} + \alpha_2 \text{AD} + \alpha_3 \text{FL} + \alpha_4 \text{EJ} + \alpha_5 \text{AS} + \alpha_6 \text{FLOTTANT} + \alpha_7 \text{INST_DOM} + \alpha_8 \text{INST_ETR} + \alpha_9 \text{LR} + \alpha_{10} \text{HI_TECH} + \alpha_{11} \text{ROE} + \alpha_{12} \text{VAR_CA} + \alpha_{13} \text{LOG_AK} + u_i$$

Où :

CROSS_LIST : Variable ordinale qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée directement dans une bourse étrangère ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 (choix de référence) et 0 si l'entreprise inscrit ses titres sous forme de programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 1 et/ou qu'elle opte pour des placements privés ; **DIV_CB** : Taux de rendement en dividendes ; **AD** : Indice « anti-director rights » ; **FL** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise provient d'un pays de droit civil français et 0 sinon ; **EJ** : Indice de « l'efficacité judiciaire » ; **AS** : Indice des « normes comptables » ; **FLOTTANT** : Pourcentage du capital de l'entreprise détenu par le public ; **INST_DOM** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels domestiques dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon ; **INST_ETR** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsqu'on observe la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital de l'entreprise multicotée, 0 sinon ; **LR** : « Ratio de liquidité » ; **HI_TECH** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon ; **ROE** : Rentabilité des capitaux propres ; **VAR_CA** : Opportunités de croissance ; **RD_CA** : Intensité en R&D ; **LOG_AK** : Taille de l'entreprise multicotée.

Deuxième étape : modèle de valorisation des entreprises multicotées

$$\text{MB} = \beta_0 + \beta_1 \text{EXCHANGE} + \beta_2 \text{IMR} + \beta_3 \text{HI_TECH} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \text{VAR_CA} + \beta_6 \text{RD_CA} + \beta_7 \text{LOG_AK} + \varepsilon_{it}$$

Où :

MB : Ratio Market to Book ; **EXCHANGE** : Variable ordinale qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée directement dans une bourse étrangère ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 et 0 sinon ; **IMR** : ratio inverse de Mills correspondant au choix d'une cotation directe ou par le biais des programmes de certificats d'actions étrangères (ADRs) niveau 2 ou niveau 3 ; **HI_TECH** : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans un secteur de haute technologie et 0 sinon ; **ROE** : Rentabilité des capitaux propres ; **VAR_CA** : Opportunités de croissance ; **RD_CA** : Intensité en R&D ; **LOG_AK** : Taille de l'entreprise multicotée.

Les variables relatives aux mécanismes de gouvernement d'entreprise ne figurent pas dans le modèle de valorisation des entreprises multicotées. Elles ne paraissent pas être des critères pertinents pour appréhender la performance boursière des entreprises multicotées. Dans une première étape (*stage 1*), un modèle de type « probit ordinaire » permet d'expliquer le choix du mode de multicotation en fonction de certaines variables liées à la protection des droits des actionnaires minoritaires, aux institutions légales des pays d'origine, à la structure de propriété et à d'autres variables de contrôle. Dans la deuxième étape (*stage 2*), la régression 2OLS correspondant à la valorisation des entreprises est estimée en intégrant, outre les variables de contrôle, la variable binaire expliquant le choix du mode de multicotation et le ratio inversé de Mills (IMR) comme variable explicative additionnelle du modèle.

Cette méthode permet de corriger la part de l'erreur du modèle de valorisation des entreprises éventuellement liée au biais de sélection c'est-à-dire au fait que le choix du mode de cotation n'est pas exogène. Si ce ratio est significatif dans la régression de valorisation des entreprises, alors cela signifie que le choix du mode de multicotation est endogène dans le modèle. De plus, si les coefficients de la régression linéaire intégrant le ratio inversé de Mills sont différents de plus de 10 % des coefficients obtenus pour la régression OLS sans l'IMR, alors nous pouvons conclure que la non prise en compte de l'auto-sélection du mode de multicotation entraîne un biais significatif de ces coefficients dans le modèle OLS.

Conclusion du chapitre

Ce chapitre nous a permis de définir notre méthodologie de recherche. Après avoir décrit les procédures de sélection de l'échantillon et de collecte de données, nous avons défini toutes les mesures des variables qui vont nous permettre de tester nos hypothèses émises au niveau de la partie théorique. Ces variables sont de trois types : dépendantes, indépendantes et de contrôle. Nous avons, ensuite, présenté les méthodes statistiques qui vont nous permettre d'analyser les données.

Chapitre II :

Analyse et discussion des résultats empiriques

<u>SECTION 1 – ANALYSE DESCRIPTIVE ET CARACTERISTIQUES DE L’ECHANTILLON</u>	183
1- Statistiques descriptives du total échantillon	183
2- Statistiques descriptives du groupe « COMMUN »	188
3- Statistiques descriptives du groupe « CIVIL »	192
Conclusion	196
<u>SECTION 2 – ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS</u>	199
1- Vérification de l’absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes	200
2- Résultats d’estimation des modèles	200
Conclusion du chapitre	213

Après avoir exposé notre approche et analysé notre méthodologie, il nous reste maintenant à juger cette dernière à ses fruits. Tel est notre propos dans ce dernier chapitre qui interprète les résultats empiriques de l'impact du choix du mode de cotation sur la valorisation des entreprises multicotées. Notre approche s'intéresse, tout particulièrement, à l'impact de certains déterminants du gouvernement d'entreprise sur le choix du mode de multicotation des entreprises. Nous étudions diverses dimensions qui entourent la sélection du type de cotation à l'étranger, ses motivations et ses conséquences. Ce chapitre présente les résultats de la vérification empirique des hypothèses émises dans la partie théorique de notre thèse.

Nous commençons ce chapitre par la présentation de l'analyse descriptive des données utilisées permettant de décrire les caractéristiques de notre échantillon. Les résultats statistiques nous permettent de confirmer, de nuancer ou encore de réfuter les développements théoriques avancés lors de la première partie. Nous présentons enfin les résultats des différents modèles de régression.

Section 1 – Analyse descriptive et caractéristiques de l'échantillon

L'analyse univariée permet de décrire les caractéristiques de notre échantillon ainsi que les relations entre nos variables explicatives et l'interaction entre le choix du mode de multicotation et la performance boursière des entreprises multicotées. Tout d'abord, nous présentons les statistiques descriptives du total échantillon composé de 200 entreprises multicotées. Ensuite, l'analyse descriptive concerne le groupe composé d'entreprises multicotées originaires des pays de droit commun. Finalement, nous présentons les statistiques descriptives relatives aux entreprises provenant des pays de droit civil.

1- Statistiques descriptives du total échantillon

L'analyse descriptive qui suit résulte d'une comparaison des 200 entreprises composant notre échantillon. Ces entreprises sont divisées en deux groupes d'entreprises en fonction du mode de cotation choisi. Un premier groupe composé des entreprises cotées directement dans une bourse américaine et celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (EXCHANGE) et un deuxième groupe comportant les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et celles cotées par placements privés

(PORTAL). Dans la mesure où les entreprises du premier groupe sont soumises aux exigences strictes et rigoureuses des autorités boursières américaines, elles sont supposées offrir une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires et présenter une meilleure performance boursière. En revanche, les entreprises du deuxième groupe, soumises à des exigences minimales, sont supposées offrir une protection limitée et être moins performantes. Pour chacun de ces deux groupes d'entreprises, nous avons calculé la moyenne, l'écart-type, le maximum et le minimum de chaque variable pouvant caractériser les entreprises. Le test T de Student est réalisé dans l'objectif de voir si les moyennes obtenues au niveau de chaque variable sont significativement différentes entre les deux groupes.

Le tableau II.1 illustre les statistiques descriptives concernant les deux groupes d'entreprises.

Tableau II.1. Statistiques descriptives de la variable « CROSS_LIST »

VARIABLE		POURCENTAGE	FRÉQUENCE
CROSS_LIST	EXCHANGE	44	440
	OTC/PORTAL	56	560
TOTAL		100	1 000

D'après le tableau II.1., nous constatons que le premier sous-échantillon, composé des entreprises cotées dans une bourse américaine (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3), représente 44 % des observations (soit 88 entreprises). Tandis que, le deuxième sous-échantillon, comportant les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés, représente 56 % (soit 112 entreprises).

L'objectif de cette distinction est de mettre en évidence les facteurs susceptibles de différencier les deux groupes d'entreprises selon le mode de multicotation choisi. Les tableaux II.2. et II.3. couvrent les variables continues et les variables nominales, respectivement. Pour comparer les moyennes entre les variables continues des deux sous-échantillons d'entreprises, nous utilisons le test T de Student étant donné la normalité de la plupart des variables. Pour les variables nominales, nous présentons la fréquence de chaque variable pour chacun des deux sous-échantillons ainsi que les résultats du test de χ^2 .

Le tableau II.2. présente à la fois les statistiques descriptives globales des variables retenues dans l'analyse ainsi que les statistiques descriptives des mêmes variables selon le mode de multicotation choisi. La lecture de ce tableau fait apparaître que les 88 entreprises cotées dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) se distinguent des 112 entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. Néanmoins, il ne semble pas y avoir de différences statistiquement significatives entre les deux groupes d'entreprises au niveau de leur valorisation.

Concernant le degré de protection des actionnaires minoritaires, les tests de comparaison des moyennes montrent que la politique de distribution des dividendes ne différencie pas les deux groupes d'entreprises. Cependant, ces tests révèlent que l'indice « anti-director rights » est en moyenne de 59,4 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines et de 62,3 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. Ainsi, une bonne protection des actionnaires minoritaires ne semble pas inciter les entreprises à choisir une cotation dans les bourses américaines.

Au niveau du système juridique du pays d'origine, la moyenne de l'indice de « l'efficacité judiciaire » est de 88 % dans les pays d'origine des entreprises multicotées de notre échantillon. Il varie de 85 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés et atteint les 92,1 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines. Ces constatations révèlent qu'un système juridique efficient incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

De même, la moyenne de l'indice des « normes comptables » est de l'ordre de 73,7 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés et il atteint les 77,6 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines. Ce qui signifie qu'un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines.

Au niveau de la structure de propriété, le pourcentage du capital détenu par le public est en moyenne de 63,2 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre les 78,8 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3). La distinction entre les entreprises en fonction du mode de multicotation nous montre au niveau de cette variable que la dispersion de l'actionnariat favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Il ressort également de l'analyse descriptive que les entreprises multicotées formant les deux groupes sont semblables en termes de liquidité des marchés d'origine et d'opportunités de croissance. Les observations montrent également que l'intensité en recherche et développement est relativement faible au niveau de notre échantillon. Elle est de 7,2 % et de 4,7 %, respectivement. Le taux de rendement des capitaux propres moyen pour le total échantillon est de 21 %. Il ne différencie pas les deux groupes d'entreprises multicotées. La lecture du tableau fait apparaître que la taille des entreprises étudiées, mesurée par le total des actifs, est très variable. Elle est en moyenne de 21 798 millions de dollars pour le total échantillon, et elle est en moyenne de 9 388 millions de dollars pour les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre 37 593 millions de dollars pour les entreprises ayant choisit une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.2. Statistiques descriptives des variables continues des deux sous-échantillons (EXCHANGE, OTC/PORTAL)

Variables	DEC Binaire	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-Student
MB	1	440	2,258	2,754	17,968	-24,597	0,721
	0	560	2,135	2,615	40,372	0,005	(NS)
	Total	1000	2,189	2,676	40,372	-24,597	
DIV_CB	1	440	0,674	1,915	16,182	0	1,013
	0	560	0,565	1,461	10,661	0	(NS)
	Total	1000	0,613	1,676	16,182	0	
AD	1	440	0,594	0,241	0,833	0	1,914
	0	560	0,623	0,232	0,833	0	(*)
	Total	1000	0,610	0,236	0,833	0	
EJ	1	440	0,921	0,127	1	0,575	7,825
	0	560	0,850	0,160	1	0,330	(***)
	Total	1000	0,880	0,150	1	0,330	
AS	1	440	0,776	0,072	0,922	0,600	7,264
	0	560	0,737	0,092	0,922	0,400	(***)
	Total	1000	0,755	0,086	0,922	0,400	
FLOTTANT	1	440	0,788	0,243	1	0,035	10,256
	0	560	0,632	0,243	1	0	(***)
	Total	1000	0,701	0,250	1	0	
LR	1	440	0,641	0,321	1,880	0,190	1,315
	0	560	0,916	1,037	4,620	0,200	(NS)
	Total	1000	0,795	0,816	4,620	0,190	
VAR_CA	1	440	0,095	0,450	7,880	-0,910	1,012
	0	560	0,119	0,288	3,340	-0,660	(NS)
	Total	1000	0,108	0,368	7,880	-0,910	
RD_CA	1	440	0,072	0,131	0,960	0	3,471
	0	560	0,047	0,088	0,750	0	(***)
	Total	1000	0,058	0,110	0,960	0	
ROE	1	440	0,188	0,753	5,606	-9,886	1,143
	0	560	0,227	0,232	1,972	-1,880	(NS)
	Total	1000	0,210	0,529	5,606	-9,886	
TAILLE (Total Actif en millions \$)	1	440	37 593	53 987	269 344	18,373	11,360
	0	560	9 388	20 560	179 906	119,708	(***)
	Total	1000	21 798	41 395	269 344	18,373	

L'analyse du tableau II.3. montre que sur les 1 000 observations, 910 (soit 91 %) comportent des investisseurs institutionnels domestiques dans la structure de propriété avec 520 d'entre-elles montrent le rôle actif de ces institutionnels domestiques à inciter les entreprises à choisir une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés, comme mode d'entrée dans les marchés américains. De même, 550 observations (soit 55 %) montrent la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises multicotées, avec 355 d'entre-elles favorisent la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés (seulement

observations pour la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3). Il ressort également de l'analyse descriptive que sur les 1 000 observations, 260 (soit 26 %) appartiennent à un secteur d'activité de haute technologie avec 150 d'entre-elles encourage une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.3. Statistiques descriptives des variables discrètes « INST_DOM », « INST_ETR » et « HI_TECH » des deux sous-échantillons

VARIABLES		CROSS_LIST		TOTAL	Test de Chi-2 (p-value)
		EXCHANGE	OTC/PORTAL		
INST_DOM	1	390	520	910	5,360** (0,021)
	0	50	40	90	
INST_ETR	1	195	355	550	37,623*** (0,000)
	0	205	245	450	
HI_TECH	1	150	110	260	26,733*** (0,000)
	0	290	450	740	

2- Statistiques descriptives du groupe « COMMUN »

L'analyse descriptive suivante résulte d'une comparaison des 100 entreprises originaires des pays de droit commun, cotées dans les marchés américains. Nous avons décomposé ces entreprises en deux groupes en fonction du mode de cotation choisi.

Tableau II.4. Statistiques descriptives de la variable « CROSS_LIST »

VARIABLE		POURCENTAGE	FRÉQUENCE
CROSS_LIST	EXCHANGE	37	185
	OTC/PORTAL	63	315
TOTAL		100	500

Le tableau II.4. montre que le premier sous-échantillon, composé des entreprises cotées dans une bourse américaine (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3), représente 37 % des observations. Le deuxième sous-échantillon comporte les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés et représente 63 % des observations.

La lecture du tableau II.5. fait apparaître que les 37 entreprises cotées dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) ne sont pas plus évaluées que les 63 entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

En ce qui concerne le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires, les observations montrent que le choix du mode de multicotation n'est pas expliqué par le taux de rendement en dividendes. Les deux groupes d'entreprises poursuivent une politique de versement des dividendes semblable. En revanche, la significativité de l'indice « anti-director rights » montre qu'une bonne protection des actionnaires minoritaires incite les entreprises à choisir une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. Cet indice est en moyenne de 81,5 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines et de 79,3 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

L'indice de l'efficacité juridique moyen pour le total échantillon est de 89,2 %, ce qui montre son importance sur l'ensemble de notre échantillon. La comparaison entre les deux sous-échantillons nous permet de constater une légère différence de cet indice allant de 87 % pour les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés à 92,9 % pour les entreprises cotées directement ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Ces constatations révèlent qu'un système juridique efficace incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Il ressort également de l'analyse descriptive qu'un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. L'indice des « normes comptables » est en moyenne de 83,4 % pour ces entreprises contre 75,8 % pour celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

Les observations montrent aussi qu'un actionnariat dispersé favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. Le pourcentage du capital détenu par le public est en moyenne de 58 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre les 81 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3).

Les tests de différences de moyennes réalisés sur les deux sous-échantillons révèlent une différence significative au niveau de la liquidité du marché d'origine des entreprises multicotées. Le ratio de liquidité est en moyenne de 48,6 % pour les entreprises du premier groupe et il est de 50,8 % pour le deuxième groupe. En outre, les deux groupes d'entreprises sont semblables en termes d'opportunités de croissance. La lecture du tableau fait apparaître que la différence de l'intensité en recherche et développement est significative au niveau de notre échantillon. Elle est de 9,8 % et de 4,1 %, respectivement. L'observation du taux de rentabilité financière montre une différence non significative entre les deux groupes d'entreprises allant de 15,7 % pour les entreprises cotées directement ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 à 25,6 % pour celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. La lecture du tableau fait aussi apparaître que la taille des entreprises étudiées, mesurée par le total des actifs, est très variable. Elle est en moyenne de 11 162 millions de dollars pour le total échantillon, et elle est en moyenne de 4 598 millions de dollars pour les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre 22 339 millions de dollars pour les entreprises ayant choisit une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.5. Statistiques descriptives des variables continues des deux sous-échantillons (EXCHANGE, OTC/PORTAL)

Variables	DEC Binaire	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-Student
MB	1	185	2,370	3,957	17,969	-24,600	0,117
	0	315	2,331	3,312	40,373	0,005	(NS)
	Total	500	2,345	3,561	40,373	-24,600	
DIV_CB	1	185	0,744	1,361	6,069	0	0,654
	0	315	0,836	1,603	7,095	0	(NS)
	Total	500	0,802	1,517	7,095	0	
AD	1	185	0,815	0,051	0,833	0,666	3,056
	0	315	0,793	0,087	0,833	0,333	(***)
	Total	500	0,801	0,077	0,833	0,333	
EJ	1	185	0,929	0,137	1	0,600	4,256
	0	315	0,870	0,155	1	0,325	(***)
	Total	500	0,892	0,151	1	0,325	
AS	1	185	0,834	0,048	0,866	0,633	9,882
	0	315	0,758	0,096	0,866	0,633	(***)
	Total	500	0,786	0,089	0,866	0,633	
FLOTTANT	1	185	0,810	0,244	1	0	10,591
	0	315	0,580	0,228	1	0,190	(***)
	Total	500	0,665	0,259	1	0	
LR	1	185	0,486	0,207	1,13	0,190	2,900
	0	315	0,508	0,257	1,13	0,190	(***)
	Total	500	0,500	0,240	1,13	0,190	
VAR_CA	1	185	0,145	0,676	7,880	-0,910	0,349
	0	315	0,130	0,261	1,400	-0,660	(NS)
	Total	500	0,136	0,460	7,880	-0,910	
RD_CA	1	185	0,098	0,186	0,960	0	4,557
	0	315	0,041	0,091	0,750	0	(***)
	Total	500	0,062	0,137	0,960	0	
ROE	1	185	0,157	1,134	5,606	-9,886	1,466
	0	315	0,256	0,272	1,972	-1,880	(NS)
	Total	500	0,219	0,723	5,606	-9,886	
TAILLE (Total Actif en millions \$)	1	185	22 339	48 235	269 344	151,760	6,787
	0	315	4 598	6313	36 807	119,708	(***)
	Total	500	11 162	30 927	269 344	119,708	

L'analyse du tableau II.6. révèle que sur les 500 observations, 470 (soit 91,4 %) comportent des investisseurs institutionnels domestiques dans la structure de propriété avec 305 d'entre-elles montrent le rôle de ces investisseurs à favoriser une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés, comme mode d'entrée dans les marchés américains. En outre, 260 observations (soit 52 %) montrent la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises multicotées, avec seulement 55 d'entre-elles favorisent la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines (par

comparaison avec 205 observations pour la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés). Il ressort également de l'analyse descriptive que sur les 500 observations, seulement 130 (soit 26 %) appartiennent à un secteur d'activité de haute technologie avec 75 d'entre-elles encourageant une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.6. Statistiques descriptives des variables discrètes « INST_DOM », « INST_ETR » et « HIGH_TECH » des deux sous-échantillons

VARIABLES		CROSS_LIST		TOTAL	Test de Chi-2 (p-value)
		EXCHANGE	OTC/PORTAL		
INST_DOM	1	165	305	470	12,050*** (0,001)
	0	20	10	30	
INST_ETR	1	55	205	260	60,507*** (0,000)
	0	130	210	240	
HI_TECH	1	75	55	130	32,269*** (0,000)
	0	110	260	370	

3- Statistiques descriptives du groupe « CIVIL »

La comparaison de 100 entreprises originaires des pays de droit civil en fonction du type de cotation choisi met en perspective les facteurs susceptibles d'influer le choix d'un mode de multicotation plutôt qu'un autre. Un premier groupe composé des entreprises cotées dans une bourse américaine par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (EXCHANGE) et un deuxième groupe comportant les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et celles cotées par placements privés (PORTAL). Les entreprises du premier groupe sont supposées offrir une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires et présenter une meilleure performance boursière dans la mesure où elles sont soumises aux exigences strictes et rigoureuses des autorités boursières américaines. En revanche, les entreprises du deuxième groupe, soumises à des exigences minimales, sont supposées offrir une protection limitée et sont jugées moins performantes. Le tableau II.7. présente les statistiques descriptives concernant les deux groupes d'entreprises.

Tableau II.7. Statistiques descriptives de la variable « CROSS_LIST »

VARIABLE		POURCENTAGE	FRÉQUENCE
CROSS_LIST	EXCHANGE	51	255
	OTC/PORTAL	49	245
TOTAL		100	500

D'après le tableau II.7., nous constatons que le premier sous-échantillon, composé des entreprises cotées dans une bourse américaine (cotation par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3), représente 51 % des observations (soit 51 entreprises). Tandis que, le deuxième sous-échantillon, comportant les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés, représente 49 % (soit 49 entreprises).

Les statistiques descriptives, présentées dans le tableau II.8., montrent une différence de valorisation entre les deux groupes d'entreprises. En effet, la valeur de marché des entreprises qui pénètrent aux marchés américains par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3 est plus élevée que celle des entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés.

Concernant le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires, les résultats des tests de comparaison de moyennes montrent que les entreprises cotées dans une bourse américaine (cotation par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3) poursuivent une politique de distribution des dividendes plus abondante. Elle est en moyenne de 62,3 % contre 21,8 % pour les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés. De plus, l'indice « anti-director rights » varie en moyenne de 43,4 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines et de 40,4 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

Au niveau du système juridique, la moyenne de l'indice de « l'efficacité judiciaire » est de 87 % dans les pays de droit civil. Il varie de 82 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés et atteint les 91 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines. Ces constatations révèlent qu'un

système juridique efficient incite les entreprises à choisir la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines.

De même, il ressort clairement qu'un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. La moyenne de l'indice des « normes comptables » est de l'ordre de 71 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés et il atteint les 73,5 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines.

En ce qui concerne la structure de propriété, le pourcentage du capital détenu par le public est en moyenne de 69,9 % chez les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre les 77,2 % chez les entreprises cotées dans les bourses américaines (cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3). La distinction entre les entreprises en fonction du mode de multicotation nous montre au niveau de cette variable qu'un actionnariat dispersé favorise la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

À partir des résultats des tests de comparaison de moyennes, nous constatons que les entreprises, dont les marchés d'origine éprouvent un plus grand besoin de liquidité, sont majoritairement incitées à être cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. Ce résultat montre que les entreprises, en quête de liquidité, choisissent ce mode de multicotation plutôt qu'un autre. En outre, l'existence des opportunités de croissance favorise la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. Les observations montrent également que l'intensité en recherche et développement est relativement faible au niveau de notre échantillon. Elle est de 5,3 % et de 5,6 %, respectivement. Le taux de rendement des capitaux propres ne révèle aucune différence entre les deux groupes d'entreprises multicotées. En plus, la lecture du tableau fait apparaître que la taille des entreprises étudiées, mesurée par le total des actifs, est très variable. Elle est en moyenne de 32 434 millions de dollars pour le total échantillon. Et elle évolue en moyenne de 15 546 millions de dollars pour les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés pour atteindre

48 660 millions de dollars pour les entreprises ayant choisit une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.8. Statistiques descriptives des variables continues des deux sous-échantillons (EXCHANGE, OTC/PORTAL)

Variabiles	DEC Binaire	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	T-Student
MB	1	255	2,177	1,323	6,772	0,248	2,605
	0	245	1,880	1,196	7,326	0,089	(***)
	Total	500	2,033	1,270	7,326	0,089	
DIV_CB	1	255	0,623	2,235	16,180	0	2,523
	0	245	0,218	1,170	10,660	0	(**)
	Total	500	0,425	1,804	16,180	0	
AD	1	255	0,434	0,193	0,666	0	1,840
	0	245	0,404	0,168	0,666	0	(*)
	Total	500	0,420	0,182	0,666	0	
EJ	1	255	0,910	0,120	1	0,580	7,585
	0	245	0,820	0,160	1	0,400	(***)
	Total	500	0,870	0,150	1	0,400	
AS	1	255	0,735	0,056	0,922	0,600	3,982
	0	245	0,710	0,078	0,922	0,400	(***)
	Total	500	0,723	0,068	0,922	0,400	
FLOTTANT	1	255	0,772	0,242	1	0,035	3,471
	0	245	0,699	0,225	1	0,132	(***)
	Total	500	0,736	0,236	1	0,035	
LR	1	255	0,754	0,341	1,880	0,230	7,731
	0	245	1,440	1,374	4,620	0,230	(***)
	Total	500	1,090	1,049	4,620	0,230	
VAR_CA	1	255	0,059	0,126	0,650	-0,350	2,101
	0	245	0,104	0,320	3,340	-0,600	(**)
	Total	500	0,081	0,242	3,340	-0,600	
RD_CA	1	255	0,053	0,062	0,285	0	0,454
	0	245	0,056	0,083	0,529	0	(NS)
	Total	500	0,054	0,073	0,529	0	
ROE	1	255	0,210	0,222	1,176	-1,167	1,189
	0	245	0,190	0,161	0,801	-0,446	(NS)
	Total	500	0,200	0,194	1,176	-1,167	
TAILLE (Total Actif en millions \$)	1	255	48 660	55 313	250 259	18,373	10,898
	0	245	15 546	29 145	179 906	257	(***)
	Total	500	32 434	47 406	250 259	18,373	

L'analyse du tableau II.9. montre que sur les 500 observations, 440 (soit 88 %) comportent des investisseurs institutionnels domestiques dans la structure de propriété avec 225 d'entre-elles montrent le rôle de ces investisseurs à favoriser une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, en tant que mode d'entrée dans les

bourses américaines. En outre, 290 observations (soit 58 %) montrent la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises multicotées, avec 140 d'entre-elles favorisent la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines. En outre, sur les 500 observations, seulement 130 (soit 26 %) appartiennent à un secteur d'activité de haute technologie avec 75 d'entre-elles encouragent une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines. Il ressort également de l'analyse descriptive que, sur les 100 entreprises (500 observations), 37 entreprises (soit 185 observations) sont originaires des pays de droit civil français, 54 entreprises domiciliées dans des pays de droit civil allemand et 9 entreprises provenant des pays de droit civil scandinave. La distinction en fonction de la tradition légale montre que 21 entreprises (soit 105 observations), provenant des pays de droit civil français, choisissent une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Tableau II.9. Statistiques descriptives des variables discrètes « INST_DOM », « INST_ETR », « HIGH_TECH » et « FL » des deux sous-échantillons

VARIABLES		CROSS_LIST		TOTAL	Test de Chi-2 (p-value)
		EXCHANGE	OTC/PORTAL		
INST_DOM	1	225	215	440	0,027
	0	30	30	60	(0,869)
INST_ETR	1	140	150	290	2,050
	0	115	95	210	(0,152)
HIGH_TECH	1	75	55	130	3,148
	0	180	190	370	(0,760)
FL	1	105	80	185	1,096
	0	155	160	315	(0,295)

Conclusion

En fonction du mode de cotation, les 200 entreprises composant notre échantillon sont divisées en deux groupes. Un premier groupe comporte les entreprises cotées directement dans une bourse américaine et celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (EXCHANGE) et un deuxième groupe composé des entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et celles cotées par placements privés (PORTAL). À l'inverse des entreprises du deuxième groupe, les entreprises cotées

directement dans une bourse américaine et celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 sont supposées offrir une meilleure protection des actionnaires minoritaires et présenter une meilleure performance boursière dans la mesure où elles sont soumises aux exigences strictes et rigoureuses des autorités boursières américaines. Pour se faire, nous avons calculé, pour chacun de ces deux groupes d'entreprises, la moyenne, l'écart-type, le maximum et le minimum de chaque variable pouvant caractériser les entreprises. Le test T de Student est réalisé dans l'objectif de voir si les moyennes obtenues au niveau de chaque variable sont significativement différentes entre les deux groupes d'entreprises.

L'analyse descriptive réalisée sur le total échantillon montre que les deux groupes d'entreprises sont semblables en termes de valorisation boursière et de distribution de dividendes. Une bonne protection des actionnaires minoritaires ne semble pas inciter les entreprises à choisir une cotation directe dans les bourses américaines ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. En revanche, un système juridique efficient et un meilleur respect des normes comptables incitent les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Au niveau de la structure de propriété, la distinction entre les entreprises en fonction du mode de multicotation nous montre que la dispersion de l'actionnariat favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. Cependant, la participation des investisseurs institutionnels, domestiques et étrangers, dans le capital incite les entreprises à choisir une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés.

Il ressort également de l'analyse descriptive que les marchés d'origine des deux groupes d'entreprises éprouvent un certain besoin de liquidité. Aussi, ces entreprises sont semblables en termes d'opportunités de croissance et de taux de rendement des capitaux propres. Les observations montrent également que l'intensité en recherche et développement est relativement faible au niveau de notre échantillon. En plus, les entreprises ayant choisit une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines sont de grande taille.

Pour mieux cerner la genèse de ce sujet, nous avons procédé à la décomposition de notre échantillon en deux groupes, chaque groupe comporte 100 entreprises. Cette distinction est réalisée sur la base de la tradition légale du pays d'origine. À ce niveau, nous comparons les statistiques descriptives relatives aux entreprises provenant des pays de droit commun et celles originaires des pays de droit civil, cotées dans les marchés américains.

Les tests de comparaison des moyennes ne montrent aucune différence de valeur au niveau des entreprises provenant des pays de droit commun. En revanche, la valeur de marché des entreprises, originaires des pays de droit civil, qui pénètrent aux marchés américains par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3 est plus élevée que celle des entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 1 et/ou par placements privés.

En ce qui concerne le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires, les observations relatives aux entreprises domiciliées dans des pays de droit commun montrent que le choix du mode de multicotation n'est pas expliqué par la politique de distribution des dividendes. En revanche, les entreprises provenant des pays de droit civil, poursuivant une politique de distribution des dividendes plus abondante, choisissent une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères ADRs niveau 2 ou niveau 3. En tant que mesure de protection des actionnaires minoritaires, l'indice « anti-director rights » montre que, quelque soit la tradition légale du pays d'origine, une bonne protection des actionnaires minoritaires incite les entreprises à choisir une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Il ressort également de l'analyse descriptive des entreprises originaires des pays de droit commun et celles provenant des pays de droit civil, qu'un système juridique efficient et un meilleur respect des normes comptables incitent les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines.

Par ailleurs, les observations montrent qu'indépendamment de la tradition légale du pays d'origine, un actionnariat dispersé favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans les bourses américaines. Les observations relatives aux entreprises provenant des pays de droit commun

mettent en perspective le rôle des investisseurs institutionnels, domestiques et étrangers, à favoriser une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés, comme mode d'entrée dans les marchés américains.

Il ressort clairement que les entreprises provenant des pays de droit civil, en quête de liquidité, choisissent majoritairement une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. En outre, l'existence des opportunités de croissance favorise la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés. Quelque soit la tradition légale du pays d'origine, l'intensité en recherche et développement est relativement faible, au niveau de notre échantillon. Aussi, aucune différence de taux de rendement des capitaux propres n'est observée. En outre, les entreprises ayant choisit une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines, sont caractérisées par leur grande taille.

Par ailleurs, nous distinguons les entreprises provenant des pays de droit civil français des autres entreprises (provenant des pays de droit civil allemand et des pays de droit scandinave). Cette distinction montre que 21 entreprises, parmi les 37 entreprises provenant des pays de droit civil français, choisissent une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, comme mode d'entrée dans les bourses américaines.

Pour compléter notre analyse, nous exposons dans la section suivante une analyse multivariée. Cette analyse est capable de vérifier les résultats préliminaires à l'aide des modèles de régressions afin d'identifier les variables susceptibles d'influer la décision de multicotation qui à son tour influe sur la valorisation des entreprises multicotées.

Section 2 – Analyse des résultats des modèles de régressions

Dans cette section, nous étudions l'interaction entre le choix du mode de multicotation et la performance boursière des entreprises. En tenant compte des limites de l'application des moindres carrés ordinaires (MCO), cette étude est réalisée à l'aide du modèle d'Heckman. Récemment, cette technique est largement utilisée par les chercheurs en finance qui soutiennent sa supériorité par rapport à d'autres méthodes.

L'application des modèles de régressions multiples exige l'absence de problèmes de multicolinéarité entre les variables indépendantes. Nous vérifions alors cette hypothèse de base pour l'application des modèles avant de présenter les résultats des régressions.

1- Vérification de l'absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes

Avant de réaliser les régressions, il est indispensable d'étudier, les corrélations entre les variables indépendantes et de tester le problème de colinéarité. Nous examinons tout d'abord les corrélations de Pearson. Comme l'indique les tableaux présentés dans l'annexe 18, nous constatons que les variables sont faiblement corrélées. En effet, tous les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables indépendantes sont sensiblement inférieurs à 0,6 limite à partir de laquelle le phénomène de colinéarité devient de plus en plus prononcé. Par conséquent, le problème de colinéarité entre les variables indépendantes ne se pose pas.

2- Résultats d'estimation des modèles

Dans le but d'étudier l'impact du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises, nous réalisons une étude comparative entre les entreprises provenant des pays de droit commun et celles provenant des pays de droit civil. Cette distinction met en évidence l'impact de la tradition légale du pays d'origine sur le choix du mode de multicotation qui influe à son tour la valeur de marché des entreprises. Dans un second temps, nous analysons cette relation pour les entreprises provenant des pays de droit civil français (jugées offrir une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires).

2-1- Résultats du modèle relatif au total échantillon

La question posée dans notre recherche est de savoir s'il existe une relation entre le mode de multicotation choisi et la valorisation des entreprises sachant que le choix du mode de multicotation est fonction des mécanismes de gouvernance. Pour répondre à notre question, nous développons un modèle de type Heckman à deux étapes avec intégration dans

le modèle de valorisation des entreprises multicotées de l'*Inverse Mills Ratio* issu du modèle de choix du mode de multicotation. Le choix du modèle de type Heckman peut être expliqué par l'existence d'un problème d'endogénéité au niveau de la relation mode de multicotation-valorisation des entreprises. Notre modèle introduit dans sa deuxième étape une variable binaire indiquant le choix du mode de multicotation (choix 1, choix de référence, cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, choix 0 cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 et/ou par placements privés). En effet, les entreprises sélectionnent leur mode de multicotation en fonction de leurs besoins et de leurs caractéristiques. Le choix du mode de multicotation peut alors se traduire en une décision d'améliorer la valeur de marché de l'entreprise. Il existe en conséquence un risque de codétermination, et donc d'endogénéité, entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises.

Ce risque ne peut pas être éliminé par une simple régression de type « moindres carrés ordinaires » (OLS). Il nécessite plutôt d'utiliser le modèle d'Heckman (1979) qui se déroule en deux étapes. Premièrement, un modèle de type « probit ordinaire » permet d'expliquer le choix d'un mode de multicotation plutôt qu'un autre en fonction de certaines variables liées au degré de protection des actionnaires minoritaires, aux caractéristiques juridiques et réglementaires du pays d'origine, à la structure de propriété et à d'autres variables de contrôle. Deuxièmement, un modèle de valorisation des entreprises multicotées de type régression (OLS). Il intègre, outre les variables de contrôle, la variable binaire expliquant le choix du mode de multicotation ainsi que l'*Inverse Mills Ratio* (IMR), dérivé du premier modèle, qui permet de prendre en compte les caractéristiques non observables associées au choix du mode de multicotation. Cette deuxième équation permet donc de corriger l'erreur de « *self-selection* » du mode de multicotation qui met en cause le caractère exogène du choix du mode de multicotation par les entreprises. Un *Inverse Mills Ratio* significatif renseigne sur l'endogénéité du choix du mode de multicotation dans le modèle.

2-1-1- Analyse des résultats du modèle de sélection du mode de multicotation

Le tableau II.10. récapitule l'ensemble des résultats du modèle qui expliquent le choix du mode de multicotation par des mécanismes de gouvernement d'entreprise. S'agissant du degré de protection des actionnaires minoritaires, nous constatons que la politique de

distribution des dividendes n'influence en aucune mesure le choix du mode de multicotation, aussi bien des entreprises provenant des pays de droit commun que celles originaires des pays de droit civil. Ce résultat confirme la thèse de neutralité du dividende avancée par Modigliani et Miller (1961). Les actionnaires sacrifient leur droit aux dividendes dès lors que la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 impose des exigences qui limitent la capacité des actionnaires de contrôle d'extraire des bénéfices privés du contrôle et à exproprier les actionnaires minoritaires. Ainsi, le choix de ce mode de multicotation peut agir comme un substitut à la politique de distribution de dividende pour contrôler les coûts d'agence des cash-flows.

Par ailleurs, nous n'observons aucun effet significatif de la variable liée au degré de protection offert par le pays d'origine pour les entreprises provenant des pays de droit commun. Ce résultat peut être expliqué par la bonne protection déjà offerte aux actionnaires minoritaires, rendant la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 non intéressante pour ce type d'entreprises. Ces dernières ne sont pas obligées de signaler et de prouver leur bonne protection pour attirer les investisseurs étrangers. Elles s'inscrivent sur une bourse américaine pour améliorer leur visibilité et accéder à de nouveaux investisseurs dans un marché plus liquide. Ce résultat est en cohérence avec celui de Bancel et Mittoo (2001) qui supposent que les considérations d'affaires sont devenues la principale raison des cotations aux États-Unis des entreprises canadiennes. L'hypothèse H_1 est donc infirmée pour les entreprises provenant des pays de droit commun. En revanche, l'effet négatif et significatif à 5 % de la variable liée au degré de protection offert par le pays d'origine montre que les entreprises, provenant des pays de droit civil, cherchent à signaler leur respect des droits des actionnaires minoritaires à travers le choix d'une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, en tant que mode d'entrée dans les marchés américains. L'hypothèse H_1 est donc rejetée. Ce résultat supporte l'argument de l'hypothèse de « crédibilité par association » introduit par Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999). Cette hypothèse prône que la principale motivation de la multicotation est la protection des investisseurs.

La lecture du tableau montre que le coefficient relatif à l'efficiences du système juridique des pays de droit commun est négatif (- 2,603) et statistiquement significatif au seuil de 1 %. En infirmant l'hypothèse H_3 , ce résultat montre que l'efficiences du système juridique rend la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3

non intéressante. En support à la thèse de La Porta et al. (1997), ce résultat peut être expliqué par le fait que ces entreprises ne sont pas obligées de se soumettre à l'autorité boursière américaine pour attirer les investisseurs et prouver la non expropriation des actionnaires minoritaires. Le système légal de protection des investisseurs vise tout d'abord les actionnaires minoritaires des entreprises. Avec des lois bien ancrées et appliquées, les entreprises se doivent de s'y conformer afin d'éviter des conséquences légales importantes. Néanmoins, aucune conclusion ne peut être tirée sur la relation entre l'efficacité du système juridique des pays de droit civil et le choix du mode de multicotation, ce qui nous mène à rejeter notre hypothèse H₃.

De plus, nous remarquons qu'un meilleur respect des normes comptables et une bonne divulgation d'informations justes et fiables incitent les entreprises à être cotées directement dans les bourses américaines ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Ces entreprises, provenant des pays de droit commun et de droit civil, ne craignent ni la soumission aux exigences de l'autorité boursière américaine, ni la réconciliation avec les principes comptables généralement admis des États-Unis qui exigent la présentation des informations qui ne sont pas obligatoires dans d'autres pays (en plus des données financières, d'autres informations sont exigées telles que les informations sur les facteurs risques, sur la structure de propriété, sur la compétitivité, sur les actions juridiques, ...). L'hypothèse H₄ est donc confirmée pour les deux groupes d'entreprises. Ce résultat contredit celui de Hope et al. (2007) qui trouvent que les entreprises originaires des pays caractérisés par un environnement de divulgation moins exigeant sont plus incitées à inscrire leurs titres aux États-Unis sur le marché en hors cote (OTC) ou à opter pour des placements privés auprès des investisseurs institutionnels, et elles sont moins incitées à inscrire leurs titres dans des bourses et se soumettre aux principes généraux de comptabilité américaine.

À l'inverse des entreprises provenant des pays de droit civil, le choix du mode de multicotation est affecté par la variable liée à la structure de propriété pour les entreprises provenant des pays de droit commun. Nos résultats montrent une relation positive et significative entre la variable liée à la dispersion de la propriété et le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, pour les entreprises provenant des pays de droit commun. Ainsi, une proportion assez élevée de la propriété détenue par le public favorise la cotation dans les bourses américaines et incite l'entreprise à opter pour une cotation plus rigoureuse. L'hypothèse H₅ est donc confirmée

pour les entreprises provenant des pays de droit commun. En revanche, elle est infirmée pour celles domiciliées dans des pays de droit civil. Nos résultats ne peuvent donc confirmer ceux de Doidge et al. (2009) qui constatent, pour plus de 4 000 entreprises provenant de 31 pays, que lorsque les actionnaires de contrôle détiennent plus de droits de contrôle que de droits de cash-flows, leurs entreprises ne sont pas incitées à inscrire leurs titres sur les bourses américaines. Les actionnaires de contrôle cherchent plutôt à inscrire leurs titres par le biais des ADRs niveau 1 ou bien par placements privés.

La lecture du tableau montre aussi l'absence d'une relation entre la présence des institutionnels domestiques dans la structure de propriété et la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, pour les entreprises provenant des pays de droit commun. Toutefois, nous constatons que le coefficient relatif à cette variable est positif (0,597) pour les entreprises provenant des pays de droit civil. Conformément aux résultats déjà trouvés, ce résultat montre à quel point ces entreprises cherchent à signaler leur adhésion à un meilleur régime de gouvernement d'entreprise, offrant une bonne protection aux actionnaires minoritaires afin d'attirer le plus d'investisseurs. Par ailleurs, les résultats montrent que les coefficients de la variable relative à la présence des institutionnels étrangers dans la structure de propriété des entreprises, provenant des pays de droit commun et de droit civil, sont négatifs et statistiquement significatifs au seuil de 1 %. Ces institutionnels étrangers ne favorisent pas la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Dans l'ensemble, notre hypothèse H_6 est rejetée. Ces résultats supportent en partie ceux d'Ammer et al. (2008), Ferreira et Matos (2008), Leuz et al. (2009) et de King et Segal (2009) qui stipulent que les investisseurs institutionnels américains sont particulièrement réticents à investir dans des entreprises où les intérêts des actionnaires de contrôle et ceux des actionnaires minoritaires ne sont pas alignés et que le risque d'expropriation est très important.

Le choix du mode de multicotation est également affecté par la variable liée à la liquidité des marchés. Nos résultats montrent une relation positive et statistiquement significative au seuil de 1 % entre la liquidité des marchés de droit commun et la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines. En revanche, cette relation est négative et statistiquement significative au seuil de 1 % pour les entreprises provenant des pays de droit civil. Nos résultats montrent aussi que les entreprises, opérant dans un secteur de haute

technologie, sont celles qui choisissent la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Notons également l'absence de relation significative entre la rentabilité financière et la cotation dans les bourses américaines pour les entreprises provenant des pays de droit civil. Cependant, cette relation est négative pour les entreprises originaires des pays de droit commun. Les résultats révèlent aussi que la variation du chiffre d'affaires des entreprises n'a aucun effet sur le choix du mode de multicotation. Signalons, enfin, la présence d'une relation positive et significative entre la taille des entreprises et la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Les entreprises de grande taille sont les plus incitées à pénétrer le marché américain à travers la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3.

Tableau II.10. : Test de l'endogénéité du choix du mode de multicotation (Étape 1)

Variables	Modèle du mode de multicotation (CROSS_LIST = (1,0))			
	Groupe 1 : Commun		Groupe 2 : Civil	
	Coefficient	z-stat	Coefficient	z-stat
DIV_CB	-0,026	-0,50	0,017	0,45
AD	0,901	0,78	-0,949	-2,03**
EJ	-2,603	-3,35***	0,734	1,25
AS	7,562	4,92***	3,182	2,39**
FLOTTANT	2,065	5,51***	0,176	0,61
INST_DOM	-0,109	-0,34	0,597	2,53**
INST_ETR	-0,586	-3,52***	-0,921	-5,44***
LR	1,139	2,56***	-0,878	-4,30***
HI_TECH	0,585	3,46***	0,286	1,83*
ROE	-0,225	-1,72*	-0,037	-0,11
VAR_CA	0,203	1,16	-0,194	-0,63
LOG_AK	0,175	3,43***	0,342	7,99***
N	500		500	
Chi ²	242,05		192,76	
Prob > Chi ²	0,0000		0,0000	
Pseudo R ²	0,3673		0,2782	

*, ** et *** : significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

2-1-2- Analyse des résultats du modèle explicatif de valorisation des entreprises multicotées

Les résultats du premier modèle permettent de déterminer la probabilité de choisir une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Cette probabilité sert de base pour le calcul de l'*Inverse Mills Ratio* (IMR) qui sera par la suite introduit dans le deuxième modèle. L'*Inverse Mills Ratio* est inclus dans le modèle de valorisation des entreprises multicotées comme étant une variable explicative. Nous présentons dans le tableau II.11. les résultats trouvés avec et sans incorporation de l'IMR. Le coefficient lié à la variable IMR est non-significatif. Ce qui signifie que les coefficients de notre modèle de valorisation des entreprises multicotées ne sont pas biaisés par un problème d'endogénéité lié à la sélection du mode de multicotation et confirme la robustesse de nos résultats précédents. Ce contrôle de l'endogénéité modifie cependant la significativité de la variable relative au secteur d'activité des entreprises, provenant des pays de droit commun, qui devient significative. Nous en concluons que le contrôle par le secteur d'activité dans le modèle de choix du mode de multicotation (Étape 1), rend cette variable significative dans notre modèle de valorisation des entreprises multicotées (Étape 2).

Tableau II.11. Résultats du modèle explicatif de la valorisation des entreprises multicotées (Étape 2)

Variables	Modèle commun				Modèle civil			
	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 1		Modèle 2	
	Coef	T-Student	Coef	T-Student	Coef	T-Student	Coef	T-Student
EXCHANGE	0,064	0,18	0,096	0,24	0,398	3,53***	0,379	3,24***
IMR			-0,035	-0,57			0,007	0,61
HI_TECH	0,561	1,50	0,649	1,66*	0,246	1,97**	0,259	2,04**
ROE	1,340	6,26***	1,328	6,14***	2,592	9,89***	2,568	9,69***
VAR_CA	-0,005	-0,02	0,011	0,03	-0,087	-0,41	-0,082	-0,39
RD_CA	1,779	1,45	1,868	1,52	1,730	2,26**	1,703	2,22**
LOG_AK	-0,124	-1,24	-0,092	-0,85	-0,112	-3,51***	-0,121	-3,47***
CONST	2,760	3,44***	2,293	2,22**	2,192	7,40***	2,308	6,58***
N	500		500		500		500	
F	7,52		6,47		22,54		19,35	
Prob > F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
R²	0,0839		0,0851		0,2153		0,2159	
R² ajusté	0,0727		0,0720		0,2057		0,2047	

*, ** et *** : significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

Il ressort, à la lecture du tableau II.11., que l'inscription à la cote d'une bourse américaine n'a aucune incidence sur la valorisation des entreprises provenant des pays de droit commun. L'absence de relation significative entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises, nous conduit à rejeter l'hypothèse H_{7-1} . Ce résultat, conforme à ceux d'Alexander et al. (1988), How et al. (2001) et ceux de King et Segal (2009), s'explique par la parfaite intégration des marchés d'origine (pays de droit commun) et le marché d'accueil (marché américain).

Par ailleurs, nous remarquons un effet nettement positif et statistiquement significatif au seuil de 1 % de la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 pour les entreprises provenant des pays de droit civil. L'hypothèse H_{7-1} est donc confirmée. Nos résultats supportent ceux trouvés par Miller (1999), Doidge et al. (2004), O'Connor (2005, 2009) et par Lal et Miller (2008) qui montrent que l'effet de la multicotation sur la performance des entreprises est plus important pour les entreprises cotées dans les bourses américaines offrant une bonne protection des minoritaires, par comparaison avec celles dont les titres sont inscrites en hors cote et celles qui optent pour des placements privés. Ce résultat confirme en partie les études réalisées par Foerster et Karolyi (1998, 1999, 2000). En effet, Foerster et Karolyi (1998) trouvent que les cotations accompagnées d'une augmentation de capital subissent une baisse moins importante après la multicotation. Ultérieurement, l'étude de Foerster et Karolyi (1999) révèle que les entreprises asiatiques ayant des systèmes de gouvernance d'entreprise peu efficaces, exposant ainsi les actionnaires minoritaires à l'expropriation des actionnaires de contrôle, réalisent des pertes suite à la multicotation. En se référant à l'hypothèse de « crédibilité par association », Coffee (2002) explique ce résultat et montre que ces entreprises réalisent plus de gains permanents à travers la réduction des coûts d'agence. Dans leur étude, Foerster et Karolyi (2000) constatent que les entreprises qui émettent publiquement des certificats d'actions américaines (ADRs) dans la majorité des bourses américaines sont légèrement plus performantes que leurs consœurs. En revanche, les entreprises émettrices des placements privés sont typiquement moins performantes que leurs consœurs. Les investisseurs tendent à pénaliser celles qui viennent aux États-Unis des pays avec des normes de comptabilité inefficaces.

En outre, nous pouvons dire que la significativité au seuil de 1 % de la variable relative au choix du mode de multicotation indique que l'impact du choix de ce mode plutôt qu'un autre sur la valorisation des entreprises provenant des pays de droit civil est plus

important que pour celles originaires des pays de droit commun. L'hypothèse H₇₋₂ selon laquelle l'impact du mode d'entrée dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) est plus élevé chez les entreprises provenant des pays de droit civil que celles provenant des pays de droit commun, est donc confirmée. En cohérence avec l'hypothèse de « crédibilité par association », introduite par Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999), et conformément aux travaux d'Ammer et al. (2008) et de Vaaler et Schrage (2009), les entreprises domiciliées dans des pays offrant une protection peu efficace profitent d'un accroissement de valeur supérieur à celui des entreprises localisées dans des pays à forte protection des minoritaires. Reese et Weisbach (2002) expliquent ce résultat par le fait que les entreprises provenant des pays offrant une protection peu efficace des actionnaires exploitent davantage les marchés de capitaux externes après la cotation aux États-Unis. Pour leur part, Mitton (2002), Doidge (2004), Benos et Weisbach (2004) et Doidge et al. (2007) expliquent ce résultat par la capacité de ces entreprises à baisser leur coût des fonds propres. En cohérence avec les hypothèses de « segmentation des marchés » et de « crédibilité par association », Lins et al. (2005) montrent que les entreprises dont les marchés sont les moins développés et protégeant faiblement leurs actionnaires minoritaires, profitent de la cotation aux États-Unis par la réduction de la sensibilité des investissements aux cash-flows.

Indépendamment de la tradition légale du pays d'origine, Le taux de rentabilité financière agit positivement sur la valorisation des entreprises multicotées. Notons également que la variable liée aux opportunités de croissance n'a pas d'effet significatif sur la valorisation des entreprises multicotées. Provenant des pays de droit commun ou de droit civil, les entreprises opérant dans un secteur de haute technologie sont plus évaluées. Les résultats montrent aussi un effet positif de l'intensité de R&D sur la valorisation des entreprises provenant des pays de droit civil. Nous remarquons enfin que la taille des entreprises multicotées agit négativement sur leur valorisation.

2-2- Résultats du modèle relatif au groupe civil

L'objectif visé par l'analyse du groupe, composé des entreprises multicotées provenant des pays de droit civil, est de mettre en perspective l'impact de la tradition légale du pays d'origine (pays de droit civil français) sur le choix du mode de multicotation.

2-2-1- Analyse des résultats du modèle de sélection du mode de multicotation

Le tableau II.12. reprend les résultats du modèle qui expliquent le choix du mode de multicotation des entreprises provenant des pays de droit civil par des mécanismes de gouvernance. Nos résultats montrent l'absence de relation significative entre les deux mesures de protection des droits des actionnaires minoritaires et le choix du mode de multicotation (l'indice « anti-director rights » était significatif, il ne l'est plus après introduction de la variable « FL » relative à la tradition légale du pays de droit civil français). Une bonne protection des droits des actionnaires minoritaires ne semble pas inciter les entreprises à être cotées dans les bourses américaines par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. L'hypothèse H_1 est donc rejetée.

La lecture du tableau montre que le coefficient lié à la variable (FL), relative à la tradition légale des pays d'origine de droit civil français, est positif (0,517) et statistiquement significatif au seuil de 1 %. L'hypothèse H_2 est donc confirmée. Ce résultat supporte les prédictions de l'hypothèse de « crédibilité par association ». L'amélioration de la protection des actionnaires minoritaires peut être considérée comme l'une des motivations de la multicotation. Les entreprises étrangères, cotées aux États-Unis, cherchent à améliorer la protection des actionnaires minoritaires. Conformément aux travaux de Reese et Weisbach (2002), les entreprises provenant des pays de droit civil français sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines, connues pour leurs réglementations rigoureuses en matière de protection des investisseurs. Vaaler et Scharge (2009) constatent, eux aussi, que le niveau de multicotation est élevé parmi les entreprises localisées dans des pays de droit civil offrant une protection inadéquate des minoritaires. Nos résultats confirment en partie ceux de Boubakri et al. (2010) qui trouvent que les entreprises offrant une protection inadéquate sont attirées par la cotation par le biais des ADRs niveau 3. Toutefois, nos résultats contredisent ceux d'Abdallah et Goergen (2008) qui montrent que les entreprises des pays offrant une protection peu efficace aux minoritaires ne sont pas motivées à être cotées dans des pays de droit commun.

Dans l'analyse comparative des entreprises, le coefficient lié à la variable « EJ » relative à l'efficacité juridique était non significatif. Suite à l'introduction de la variable « FL », relative à la tradition légale du pays de droit civil français, le coefficient de cette variable devient positif et statistiquement significatif au seuil de 5 %. Un système juridique

efficient favorise donc la cotation dans les bourses américaines. L'hypothèse H_3 est donc validée. Ce résultat corrobore ceux de Doidge et al. (2005, 2007) qui montrent que lorsque les bénéfices privés sont élevés, les actionnaires de contrôle ne sont pas assez motivés à inscrire leurs titres dans des bourses américaines à cause des normes de surveillances, des exigences de transparence et des obligations de divulgation des informations. C'est la raison pour laquelle les entreprises provenant des pays ayant des structures institutionnelles peu efficaces évitent d'inscrire leurs titres aux États-Unis malgré les bénéfices qu'engendre cette multicotation.

Le choix du mode de multicotation est également affecté par le degré de respect des normes comptables. Un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à être cotées dans les bourses américaines par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. L'hypothèse H_4 est donc confirmée. Ce résultat, contredisant celui de Hope et al. (2007), montre que les entreprises provenant des pays de droit civil ne craignent ni la soumission aux exigences de l'autorité boursière américaine, ni la réconciliation avec les principes comptables généralement admis des États-Unis.

Nos résultats relatifs aux caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine contredisent l'argument de l'hypothèse de « crédibilité par association » qui prédit une relation négative entre la décision de multicotation et la qualité du système de gouvernement d'entreprise du pays d'origine. Ils contredisent en partie ceux d'Aggarwal et al. (2009) qui montrent que 92 % des entreprises non-américaines présentent un modèle de gouvernement d'entreprise moins efficace que celui des entreprises américaines. Seules les entreprises canadiennes et anglaises présentent un système de gouvernement d'entreprise comparable à celui des entreprises américaines (au Canada et au Royaume-Uni, les actionnaires de contrôle ne peuvent s'approprier que d'un montant relativement faible de bénéfices privés du contrôle).

Au niveau de la structure de propriété, aucune conclusion ne peut être tirée sur la relation entre la dispersion de l'actionnariat et la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. L'hypothèse H_5 est donc rejetée. Ce résultat ne peut donc confirmer celui d'Abdallah et Goergen (2008) qui expliquent le choix du pays étranger sur la base du degré de protection des investisseurs qu'il fournit. Les auteurs trouvent que les

entreprises ayant une structure de contrôle concentrée sont incitées à inscrire leurs titres dans des pays de droit commun.

La présence des investisseurs institutionnels domestiques dans la structure de propriété incite les entreprises à être cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Il semblerait que ces institutionnels cherchent à signaler leur respect des droits des actionnaires minoritaires pour attirer les investissements étrangers. Toutefois, la présence des institutionnels étrangers a un effet négatif sur le choix d'une cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. L'hypothèse H_6 est donc rejetée.

Nos résultats montrent aussi, conformément à ceux de Pagano et al. (2001), que les entreprises, de grande taille, en quête de liquidité et opérant dans un secteur de haute technologie, sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines. Enfin, il apparaît clairement que l'impact de la rentabilité financière et des opportunités de croissance est non significatif sur la sélection du mode de multicotation.

Tableau II.12. Test de l'endogénéité du choix du mode de multicotation (Étape 1)

Variables	Modèle du mode de multicotation (CROSS_LIST = (1,0))	
	Coefficient	z-stat
DIV_CB	0,031	0,80
AD	-0,642	-1,39
FL	0,517	2,64***
EJ	1,820	2,55**
AS	2,931	2,17**
FLOTTANT	0,237	0,81
INST_DOM	0,620	2,60***
INST_ETR	-0,954	-5,54***
LR	-0,519	-2,60***
HI_TECH	0,276	1,76*
ROE	-0,139	-0,40
VAR_CA	-0,091	-0,30
LOG_AK	0,360	8,33***
N	500	
Chi ²	199,59	
Prob > Chi ²	0,0000	
Pseudo R ²	0,2880	

*, ** et *** : significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

2-2-2- Analyse des résultats du modèle explicatif de valorisation des entreprises multicotées

À ce niveau, une analyse des résultats relatifs aux entreprises provenant des pays de droit civil est menée afin de dégager, dans une première étape, l'impact de la tradition légale du pays d'origine sur le choix du mode de multicotation. Dans une deuxième étape, l'*Inverse Mills Ratio* est introduit dans le modèle de valorisation des entreprises multicotées comme étant une variable explicative. Nous présentons dans le tableau II.13. les résultats trouvés avec et sans incorporation de l'IMR. Le coefficient lié à la variable IMR est non-significatif. Ce résultat montre l'absence de problème d'endogénéité lié au choix du mode de multicotation.

Tableau II.13. Résultats du modèle explicatif de la valorisation des entreprises multicotées (Étape 2)

Variables	Modèle civil			
	Modèle 1		Modèle 2	
	Coef	T-Student	Coef	T-Student
EXCHANGE	0,398	3,53***	0,358	3,03***
IMR			0,020	1,10
HI_TECH	0,246	1,97**	0,260	2,07**
ROE	2,592	9,89***	2,557	9,69***
VAR_CA	-0,087	-0,41	-0,076	-0,36
RD_CA	1,730	2,26**	1,698	2,22**
LOG_AK	-0,112	-3,51***	-0,131	-3,83***
CONST	2,192	7,40***	2,445	6,52***
N	500		500	
F	22,54		19,50	
Prob > F	0,0000		0,0000	
R ²	0,2153		0,2172	
R ² ajusté	0,2057		0,2061	

*, ** et *** : significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

Il ressort, à la lecture du tableau II.13., un effet nettement positif et statistiquement significatif au seuil de 1 % de la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 pour les entreprises provenant des pays de droit civil. L'hypothèse H₇₋₁ est donc validée. Ce résultat confirme les résultats trouvés par la majorité des études antérieures traitant de la valorisation des entreprises multicotées (Miller, 1999 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge et al., 2004 ; Lins et al., 2005 ; O'Connor, 2005, 2009 ; Ammer et al. 2008 ; Lel et Miller, 2008). Il est aussi conforme avec les prédictions de l'hypothèse de « crédibilité par association », proposée par Coffee (1999, 2002) et Stulz (1999), qui stipule que n'importe quelle entreprise est capable de se développer malgré la « mauvaise qualité »

du système de gouvernement d'entreprise de son pays par la migration financière et légale aux États-Unis. Notre résultat est similaire à celui de Doidge et al. (2004) qui observent un ratio Q Tobin excédant celui des entreprises non multicotées de 16,5 % en moyenne. Cette « prime de multicotation » dépend significativement de la forme de multicotation choisie. La différence d'évaluation augmente lorsque l'entreprise choisit un mécanisme de cotation sélectif et coûteux.

Bien que la plupart des travaux de recherches soient d'accord pour dire que les entreprises sont plus évaluées lorsqu'elles sont cotées aux États-Unis, les points de vue divergent quant à l'origine de cette évaluation. Certains supportent l'hypothèse de « segmentation des marchés » (Karolyi, 1998 ; Miller, 1999), d'autres soutiennent l'hypothèse de « l'élargissement de la base des investisseurs » (Foerster et Karolyi, 1999 ; Baker et al., 2002), ou aussi l'hypothèse de « crédibilité par association » (Coffee, 1999, 2002 ; Reese et Weisbach, 2002 ; Doidge et al., 2004)¹⁰⁹. Plusieurs ambiguïtés règnent encore sur les vraies raisons de l'amélioration de l'évaluation des entreprises : est-elle dûe à la multicotation, aux régimes légaux des pays d'origine et étranger, à l'engagement des entreprises à une plus grande divulgation d'informations, à l'amélioration de la protection des actionnaires ou bien à la combinaison de tous ces facteurs ?

Provenant des pays de droit civil, les entreprises opérant dans un secteur de haute technologie sont les plus évaluées. Le taux de rentabilité financière (ROE) agit positivement sur leur valorisation. Notons également que la variable liée aux opportunités de croissance est non significative. Les résultats montrent aussi un effet positif de l'intensité de R&D, définie par le ratio des dépenses totales de R&D de l'année par rapport au chiffre d'affaires annuel, sur la valorisation des entreprises. À l'inverse, la taille de ces entreprises agit négativement sur leur valorisation.

Conclusion du chapitre

L'objectif visé par cette recherche est de tester la relation entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises, sachant que le choix du mode de multicotation est déterminé par des mécanismes de gouvernance de l'entreprise. Ce chapitre nous a permis

¹⁰⁹ L'étude réalisée par Bancel et al. (2009) stipule la complémentarité des théories de multicotation dans l'explication de la performance, à long terme, des entreprises multicotées.

d'interpréter les résultats trouvés qui montrent des différences majeures entre le contexte commun et civil¹¹⁰. Il ressort de nos résultats que la décision de s'introduire dans une bourse américaine est une décision complexe dépendant de facteurs multiples. Il est montré que les entreprises provenant des pays de droit civil ne s'introduisent pas dans les bourses américaines pour les mêmes raisons que celles des entreprises originaires des pays de droit commun. Les entreprises provenant des pays de droit civil cherchent à signaler leur respect des droits des actionnaires minoritaires à travers la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, en tant que mode d'entrée dans les marchés américains. En cohérence avec nos statistiques descriptives, un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises, provenant des pays de droit commun et de droit civil, à être cotées directement dans les bourses américaines ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3.

À l'inverse des entreprises provenant dans des pays de droit civil, nos résultats montrent une relation positive et significative entre la variable liée à la dispersion de la propriété et le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, pour les entreprises provenant des pays de droit commun.

D'après nos résultats, la présence des institutionnels domestiques dans la structure de propriété incite les entreprises provenant des pays de droit civil d'être cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Toutefois, la présence des institutionnels étrangers dans la structure de propriété des entreprises, provenant des pays de droit commun et de droit civil, ne favorise pas la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3, en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines.

Nos résultats montrent également que le besoin de liquidité dans les marchés des pays de droit civil favorise la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3. Les entreprises opérant dans un secteur de haute technologie, sont celles qui choisissent d'être cotées dans les bourses américaines. Notons également que la relation entre la rentabilité financière et la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 est négative pour les entreprises originaires des pays de droit commun.

¹¹⁰ Le tableau II.14. résume les résultats trouvés pour les entreprises, provenant des pays de droit commun et celles provenant des pays de droit civil, cotées dans les bourses américaines (colonne 1 et 2). La colonne 3 expose les résultats relatifs au groupe d'entreprises multicotées, provenant des pays de droit civil, avec prise en considération de la tradition légale du pays d'origine (introduction de la variable « FL »).

Les résultats révèlent aussi que la variation du chiffre d'affaires des entreprises n'a aucun effet sur le choix du mode de multicotation. Aussi, nous observons une relation positive et significative entre la taille des entreprises et la cotation sur une bourse américaine.

L'analyse des résultats relatifs à notre problématique révèle que l'inscription à la cote d'une bourse américaine n'a aucun effet sur la valorisation des entreprises provenant des pays de droit commun. Ce résultat peut être expliqué par la parfaite intégration des marchés d'origine (pays de droit commun) et le marché d'accueil (marché américain). Par ailleurs, nous remarquons un effet nettement positif de la cotation par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 pour les entreprises provenant des pays de droit civil. Globalement, nous pouvons conclure que l'impact du mode d'entrée dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) est plus élevé chez les entreprises provenant des pays de droit civil que celles provenant des pays de droit commun.

Suite à l'introduction de la variable relative à la tradition légale de droit civil français, nous remarquons l'absence de relation significative entre les deux mesures de protection des droits des actionnaires minoritaires et le choix du mode de multicotation. Néanmoins, la lecture du tableau montre que les entreprises, provenant des pays de droit civil français, sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines. Nos résultats relatifs aux caractéristiques juridiques et réglementaires des pays révèlent qu'un système juridique efficient et un meilleur respect des normes comptables favorisent la cotation dans les bourses américaines. Au niveau de la structure de propriété, les résultats ne montrent aucune relation entre la dispersion de l'actionnariat et le choix du mode de multicotation. Il est démontré que les investisseurs institutionnels domestiques sont plus vigilants à l'égard de la signalisation de la bonne utilisation des mécanismes protégeant les intérêts des actionnaires minoritaires que les institutionnels étrangers. L'observation des résultats montre, en outre, que les entreprises, de grande taille, en quête de liquidité et opérant dans un secteur de haute technologie, sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines. Enfin, il apparaît clairement que ni la rentabilité financière ni la variation du chiffre d'affaires n'exerce un effet significatif sur sélection du mode de multicotation.

Tableau II.14. Résumé des hypothèses à tester, des signes prévus et des résultats

Hypothèses	Signes prévus	Résultats		Résultats Civil
		Commun	Civil	
H ₁ : Une bonne protection des actionnaires minoritaires favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.	+	(NS)	(-)**	(NS)
H ₂ : Les entreprises provenant des pays de droit civil français sont les plus incitées à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.	+			(+)***
H ₃ : Un système juridique efficient incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.	+	(-)***	(NS)	(+)**
H ₄ : Un meilleur respect des normes comptables incite les entreprises à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.	+	(+)***	(+)**	(+)**
H ₅ : La dispersion de l'actionnariat favorise la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 comme mode d'entrée dans une bourse américaine.	+	(+)***	(NS)	(NS)
H ₆ : La présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital incite l'entreprise à choisir la cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans une bourse américaine.	+	(-)***	(-)***	(-)***
H _{7.1} : Le choix d'une cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 en tant que mode d'entrée dans les bourses américaines affecte positivement la valeur de marché de l'entreprise.	+	(NS)	(+)***	(+)***
H _{7.2} : L'impact du mode d'entrée dans les bourses américaines (cotation directe ou par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3) est plus élevé chez les entreprises provenant des pays de droit civil que celles provenant des pays de droit commun.	+		(+)***	

*, ** et *** : significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

Conclusion générale

1- SOMMAIRE	218
2- METHODOLOGIE ET PRINCIPAUX RESULTATS EMPIRIQUES.....	218
3- CONTRIBUTIONS AUX CONNAISSANCES.....	221
4- APPLICATIONS PRATIQUES	221
5- LIMITES ET DIRECTIONS DES RECHERCHES FUTURES	222

1- Sommaire

Le gouvernement d'entreprise et l'absence d'une protection légale efficace des droits des actionnaires minoritaires constituent un sujet saillant dans le monde entier. Historiquement, les États-Unis sont connus pour leurs réglementations rigoureuses. Comme le nombre d'entreprises multicotées dans les bourses américaines a dramatiquement augmenté durant les vingt dernières années, les chercheurs ont essayé de trouver les raisons et les motivations qui ont incité les entreprises à prendre la décision d'inscrire leurs titres dans des marchés étrangers. À cet égard, l'hypothèse de « crédibilité par association » stipule qu'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 ses titres à une bourse des États-Unis. Par ailleurs, en s'inscrivant à la bourse d'un pays où la surveillance est plus étroite et le cadre de conformité est plus rigoureux, l'entreprise signale son respect des droits des actionnaires. Les investisseurs auraient ainsi moins d'hésitations à acheter des actions d'une entreprise qui s'est ainsi engagée, ce qui conduirait à accroître sa valeur. La présente étude a pour objectif d'une part d'examiner la relation entre le choix du mode de multicotation et la valorisation des entreprises. D'autre part, d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur ce choix afin de mettre en évidence leurs effets sur un aspect subtil de la situation financière des entreprises, à savoir leur performance boursière induite par la sélection d'un mode de multicotation plutôt qu'un autre.

2- Méthodologie et principaux résultats empiriques

En suivant une méthodologie hypothético-déductive, nous avons développé un modèle théorique à partir duquel nous avons établi sept hypothèses de recherche. Ces dernières sont réparties en trois groupes. Le premier groupe d'hypothèses met en évidence l'impact de la protection des actionnaires minoritaires, de la tradition légale du pays d'origine, de l'efficacité du système judiciaire et du respect des normes comptables sur la décision de multicotation. Le deuxième groupe d'hypothèses porte sur l'effet de la structure de propriété des entreprises sur la décision de multicotation. Le troisième groupe d'hypothèses met en perspective l'impact du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises cotées à l'étranger. En outre, nous avons accordé une importance particulière à la caractérisation de

notre échantillon et à la période d'étude. Nous avons considéré un échantillon test composé de 200 entreprises multicotées pendant la période qui s'étale de l'année 2002 jusqu'à l'année 2006, ce qui nous a permis d'avoir un échantillon de 1 000 observations entreprises-années. Les 200 entreprises, composant notre échantillon, proviennent de 28 pays dont 10 pays de droit commun : l'Australie, Canada, Hong Kong, l'Inde, l'Irlande, la Malaisie, Singapour, l'Afrique du Sud, la Thaïlande et le Royaume-Uni et de 18 pays de droit civil dont 9 pays de droit civil français : la Belgique, le Brésil, les Pays-Bas, l'Italie, le Mexique, la France, le Portugal, la Grèce et la Turquie, 6 pays de droit civil allemand : l'Allemagne, l'Autriche, le Japon, la Corée, la Suisse et Taiwan, et 3 pays de droit civil scandinave : la Finlande, le Norvège et le Suède. Ces entreprises sont cotées dans les principales places financières américaines qui sont : NYSE, NASDAQ, OTC, PORTAL.

Les 200 entreprises composant notre échantillon sont divisées à parts égales en fonction de la tradition légale du pays d'origine : pays de droit commun et pays de droit civil. La période d'étude s'étale sur cinq ans (2002-2006), le nombre total d'observations atteint 1 000 observations et se répartit comme suit :

- G1 : 100 entreprises domiciliées dans des pays de droit commun ayant inscrit leurs titres dans les marchés américains ;
- G2 : 100 entreprises domiciliées dans des pays de droit civil ayant inscrit leurs titres dans les marchés américains.

Notre recherche ne constitue pas la première recherche à traiter le sujet de valorisation des entreprises multicotées. Cette association entre mode de multicotation et performance boursière des entreprises a fait l'objet de nombreuses recherches dont les résultats empiriques diffèrent selon les échantillons choisis et les pays étudiés. Toutefois, notre étude se distingue des autres recherches en considérant la multicotation comme un mécanisme de protection des actionnaires minoritaires, qui devrait conduire à choisir un mode de cotation très rigoureux et par la suite à une meilleure valorisation des entreprises multicotées. Ce qui revient à analyser les raisons qui incitent les entreprises à être cotées sur une bourse à plus forte protection des actionnaires minoritaires et ses conséquences sur leur valorisation. Sur la base de la tradition légale du pays d'origine, nous prévoyons la présence d'une relation positive entre la décision de multicotation en bourse et la performance boursière des entreprises multicotées originaires des pays de droit civil. Pour ce faire nous avons procédé en trois temps :

D'abord, nous avons classé les 200 entreprises sélectionnées en deux groupes en fonction de la tradition légale de leurs pays d'origine. Notre méthodologie consiste à lire attentivement les rapports annuels des entreprises composant notre échantillon et extraire, d'une manière rigoureuse, les différentes informations nécessaires.

Ensuite, nous avons divisé notre échantillon en deux groupes d'entreprises en fonction du mode de cotation choisi. Un premier groupe composé des entreprises cotées directement dans une bourse américaine et celles cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 2 ou niveau 3 (EXCHANGE) et un deuxième groupe comportant les entreprises cotées par le biais des certificats d'actions étrangères niveau 1 (OTC) et celles cotées par placements privés (PORTAL). Les entreprises du premier groupe sont supposées offrir une meilleure protection des droits des actionnaires minoritaires et présenter une meilleure performance boursière dans la mesure où elles sont soumises aux exigences strictes et rigoureuses des autorités boursières américaines. En revanche, les entreprises du deuxième groupe, soumises à des exigences minimales, sont supposées offrir une protection limitée et sont donc moins performantes.

Enfin, nous avons explicité la relation entre mode de multicotation choisi et valorisation des entreprises. Le choix du mode de multicotation est, quant à lui, déterminé par les caractéristiques de gouvernance des entreprises. La problématique de notre étude ne se limite pas à la vérification de l'impact de la décision de multicotation sur la valorisation des entreprises, mais intègre aussi l'appartenance juridique des entreprises comme facteur explicatif du choix du mode de multicotation des entreprises et de leur valorisation.

Comme méthode d'analyse statistique des données, nous avons utilisé un modèle de type Heckman à deux étapes avec intégration dans le modèle de valorisation des entreprises multicotées de l'*Inverse Mills Ratio* issu du modèle de choix du mode de multicotation. Le choix du modèle de type Heckman peut être expliqué par l'existence d'un problème d'endogénéité au niveau de la relation mode de multicotation-valorisation des entreprises.

Nos résultats empiriques montrent plusieurs points importants qui mettent en exergue des différences entre le contexte commun et civil. Il ressort de l'étude comparative réalisée sur les 200 entreprises, composant notre échantillon, que la décision de s'introduire dans une bourse américaine est une décision complexe dépendant de facteurs multiples. Plusieurs

mécanismes de gouvernement d'entreprise (le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires, les caractéristiques juridiques et réglementaires des pays d'origine, la dispersion du capital et la propriété institutionnelle) affectent le choix du mode de multicotation. Il est également montré que les entreprises provenant des pays de droit civil ne s'introduisent pas en bourse pour des raisons similaires à celles des entreprises provenant des pays de droit commun.

Le choix d'un mode de cotation rigoureux conduit à une meilleure valorisation des entreprises multicotées provenant des pays de droit civil. Toutefois, l'intégration des marchés de capitaux des pays de droit commun explique l'absence de l'effet du choix du mode de multicotation sur la valorisation des entreprises multicotées.

Les résultats de l'analyse du groupe, composé de 100 entreprises originaires des pays de droit civil, montrent que les entreprises, provenant des pays de droit civil français, sont les plus incitées à être cotées dans les bourses américaines.

3- Contributions aux connaissances

Nous espérons contribuer au développement des recherches antérieures portant sur la multicotation de deux manières. Les études antérieures traitaient de la multicotation, ses motivations et son incidence sur le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires et sur la performance des entreprises. Plusieurs aspects de gouvernance n'ont pas été pris en considération dans ces recherches. Notre étude analyse, conjointement, les relations avec l'actionnaire (droit aux dividendes et la structure de propriété) et les institutions légales des pays d'origine. Par ailleurs, nous avons pu confirmer que la différence des régimes juridiques à travers les pays est un déterminant important lors de la sélection du mode de multicotation qui à son tour influe sur la valorisation des entreprises.

4- Applications pratiques

La majorité des études empiriques couvrant le phénomène de multicotation ont traité le cas des entreprises cotées dans les marchés américains, qu'elles proviennent des marchés développés tel est le cas des entreprises canadiennes (Mittoo, 1992 ; Eun et Sabherwal, 2003 ;

King et Segal, 2004), des entreprises australiennes (How et al., 2001), des entreprises originaires des marchés émergents (Domowitz et al., 1998 ; Serra, 1999 ; Hargis, 2000 ; Doidge, 2001 ; Claessens et al., 2002 ; Klapper et Love, 2004) ou bien celles provenant de l'Amérique Latine (Hargis, 1996 ; Davis-Friday et al., 2005). Notre étude examine le cas de 200 entreprises établies dans 28 pays ayant inscrit leurs titres dans les marchés américains. 100 entreprises proviennent des pays de droit commun et 100 entreprises proviennent des pays de droit civil. L'étude comparative des deux groupes d'entreprises met en évidence les différences en termes de choix du mode de multicotation. En outre, cette étude comporte des implications managériales directes dans la mesure où elle montre l'impact du choix du mode de multicotation sur la performance boursière des entreprises, notamment sur le développement du marché d'origine.

5- Limites et directions des recherches futures

Dans notre étude, nous avons cherché à déterminer les mécanismes par lesquels le choix du mode de multicotation influe sur la valorisation des entreprises. D'autres mécanismes peuvent affecter ce choix tout comme : les caractéristiques des entreprises, l'homogénéité culturelle des pays, les aspects politiques, ... Une deuxième limite concerne l'échantillon. Nous avons sélectionné, d'une manière aléatoire, 200 entreprises, toutefois, il serait ainsi préférable de prendre en considération toutes les entreprises cotées aux États-Unis et procéder à l'élimination des entreprises financières, les compagnies d'assurance, les entreprises dont les données ne sont pas disponibles, celles présentant plusieurs données manquantes, ayant des valeurs aberrantes, etc.

Notre axe de recherche peut donner lieu à plusieurs développements. Une première possibilité serait d'intégrer d'autres mécanismes de gouvernance pour mieux apprécier la relation éventuelle entre ceux-ci et le choix du mode de multicotation et de vérifier l'effet éventuel de ces mécanismes sur la valorisation des entreprises multicotées. Une autre piste serait d'examiner ces relations sur un horizon géographique plus étendu, sans se limiter à la cotation aux États-Unis, à travers l'examen de l'impact de la cotation des entreprises établies dans des pays de droit commun et celles originaires des pays de droit civil ayant inscrit leurs titres dans des pays de juridiction différente. Finalement, nous pouvons dire qu'après plus de

vingt ans d'existence, la multicotation laisse encore ouverte la voie à de nouvelles validations empiriques.

Références bibliographiques

- Abdallah W., M. Goergen, (2008), « Does corporate control determine the cross-listing location? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, pp. 183-199.
- Abdel Al-Nasser A., (2005), « Cross-listing, investor protection, and disclosure: does it make difference? The case of cross listed versus non-cross listed firms », *University of Bath School of Management, Working Paper Series*.
- Aggarwal R., P.P.D. Wysocki, L. Klapper, (2005), « Portfolio preferences of foreign institutional investors », *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, n° 12, pp. 2919-2946.
- Aggarwal R., S. Dahiya, L. Klapper, (2007), « American depositary receipts (ADR) holdings of U.S. based emerging market funds », *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n° 6, pp. 1649-1667.
- Aggarwal R., I. Erel, R.M. Stulz, R. Williamson, (2009), « Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 8, pp. 3131-3169.
- Aggarwal R., I. Erel, M. Ferreira, P. Matos, (2009), « Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors », *Dice Center Working Paper n° WP 2009-8; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper; CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; ECGI - Finance Working Paper n° 267/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1361143>.*
- Ahn H.J., C. Cao, H. Choe, (1998), « Decimalization and competition among stock markets: evidence from the Toronto stock exchange cross-listed securities », *Journal of Financial Markets*, vol. 1, pp. 51-88.
- Alanko R., (2004) « Private securities litigations against foreign firms », *Master of Art in Law and Diplomacy Thesis, under the advisement of Professor Paul Vaaler*.
- Alexander G., C. Eun, S. Janakiraman, (1987), « Asset pricing and dual listing on foreign capital market: a note », *Journal of Finance*, vol. 42, n° 1, pp. 151-158.
- Alexander G., C. Eun, S. Janakiraman, (1988), « International listings and stock returns: some international evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23, n° 2, pp. 135-151.
- Amihud Y., H. Mendelson, (1986), « Asset pricing and the bid-ask spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, pp. 223-249.
- Ammer J., S. Holland, D. Smith, F. Warnock, (2008), « Why do U.S. cross-listings

matter? », *FRB International Finance Discussion Paper n° 930*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1146605>.

- Ayyagari M., (2004), « Does cross-listing lead to functional convergence? Empirical evidence », *World Bank Policy Research, Working Paper n° 3264*.
- Ayyarari M., C. Doidge, (2010), « Does cross-listing facilitate changes in corporate ownership and control? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, pp. 208-223.
- Bacidore J., G. Sofianos, (2002), « Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-U.S. stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, pp. 133-158.
- Bacidore J., R. Battalio, N. Galpin, R. Jennings, (2005), « Sources of liquidity for NYSE-listed non-U.S. stocks », *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, n° 12, pp. 3075-3098.
- Bailey W., G.A. Karolyi, C. Salva, (2006), « The economic consequences of increased disclosure: evidence from international cross-listings », *Journal of Financial Economics*, vol. 81, n° 1, pp. 175-213.
- Baker M., J. Wurgler, (2002), « Why are dividends disappearing? An empirical analysis », *Harvard Business School WPP*.
- Baker H. K., J.R. Nofsinger, D.G. Weaver, (2002), « International cross-listing and visibility », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, n° 3, pp. 495-521.
- Bancel F., U.R. Mittoo, (2001), « European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings », *European Financial Management*, vol. 7, pp. 213-236.
- Bancel F., M. Kalimipalli, R. Mittoo, (2009), « Cross-listing and long-term performance of ADRs: revisiting european listings evidence », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 19, n° 5, pp. 895-923.
- Barclay M., C. Holderness, (1989), « The private benefits of control of public corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, pp. 371-395.
- Baruch S., G.A. Karolyi, M. Lemmon, (2003), « Multi-market trading and liquidity: evidence from international cross-listings », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 62, n° 5, pp. 2169-2200.
- Barzuza M., (2010), « Lemon signaling in cross-listing », *University of Virginia Legal Working Paper Series*.
- Bebchuk L., (1999), « A rent protection theory of corporate ownership and control », *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series n° 260, NBER Discussion Paper n° 7203*.
- Bebchuk L., M. Roe, (1999), « A theory of path dependence in corporate governance and ownership », *Stand Law Review*, vol. 52, pp. 775-808.

- Bebchuk L., (2002), « Asymmetric information and the choice of corporate governance arrangements », *Harvard Olin Discussion Paper n° 398*.
- Becht M., P.P. Bolton, A.A. Röell, (2003), « Corporate governance and control », In *Constantinides, G.M., M. Harris, R. Stulz (Eds) Handbook of the Economics of Finance*, pp. 1-109.
- Beck T., R. Levine, (2004), « Legal institutions and financial development », *NBER Working Paper*, n° 10417.
- Bekaert G., C.R. Harvey, (2000), « Foreign speculators and emerging equity markets », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 55, n° 2, pp. 565-613.
- Benos E., M. Weisbach, (2004), « Private benefits and cross-listing in the United States », *Emerging Markets Review*, vol. 5, n° 2, pp. 217-240.
- Berle A., G. Means, (1932), « The modern corporation and private property », MacMillan, New York.
- Bianconi M., R. Chen, (2009), « Firm value, cross-listing premium and the Sarbanes-Oxley Act », *Paper provided by Department of Economics, Tufts University in its series Discussion Papers Series, Department of Economics, Tufts University with number 0738*.
- Biddle G.C., S.M. Saudagaran, (1989), « The effects of financial disclosure levels on firms' choices among alternative foreign stock exchange listings », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 1, pp. 55-87.
- Blass A., Y. Yafeh, (2000), « Vagabond shoes longing to stray: why foreign firms list in the United States? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, n° 3, pp. 555-572.
- Bortolotti B., M. Fantini, C. Scarpa, (2002), « Why do governments sell privatised companies abroad? », *International Review of Finance*, vol. 3, pp. 131-163.
- Botosan C., (1997), « Disclosure level and the cost equity capital », *The Accounting Review*, vol. 72, n° 3, pp. 323-349.
- Boubakri N., J.C. Cossets, A. Samet, (2010), « The choice of ADRs », *Journal of Banking & Finance, forthcoming*.
- Bradford B., A.D. Martin, A.M. Whyte, (2002), « Competitive and information effects of cross-border stock listings », *Journal of Financial Research*, vol. 25, pp. 399-413.
- Bradshaw M., B. Bushee, G. Miller, (2004), « Accounting choice, home bias and U.S. investment in non-U.S. firms », *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 795-839.
- Bradshaw M., G. Miller, (2008), « Will harmonizing accounting standards really harmonize accounting? Evidence from non-U.S. firms adopting US GAAP », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 23, n° 2, pp. 233-263.

- Brennan M.J., A. Subrahmanium, (1996), « Market microstructure and asset pricing: on the compensation for illiquidity in stock returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 41, n° 3, pp. 441-464.
- Bris A., C. Cabolis, (2008), « The value of investor protection: firm evidence from cross-border mergers », *Review of Financial Studies*, vol. 21, pp. 605-648.
- Bris A., S. Cantale, E. Hrnjic, G.P. Nishiotis, (2009), « The value of information in cross-listing », *Yale International Center for Finance*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=972049>.
- Burns N., (2003), « The role of cross-listed stock as an acquisition currency: evidence from takeovers of US firms », *Working Paper, Ohio State University*.
- Burns, N., B. Francis, I. Hasan, (2007), « Cross-listing and legal bonding: evidence from mergers and acquisitions », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, pp. 1003-1031.
- Bushee B.J., (1998), « The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour », *The Accounting Review*, vol. 73, n° 3, pp. 305-333.
- Bushee B.J., (1998), « Institutional investors, long term investment, and earnings management », *The Accounting Review*, vol. 73, n° 3, pp. 305-340.
- Bushee B. J., C.F. Noe, (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 171-202.
- Bushee B.J., (2001), « Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? », *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, n° 2, pp. 207-246.
- Bushee B.J., C. Leuz, (2005), « Economic consequences of SEC disclosure regulation », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, n° 2, pp. 233-264.
- Bushee B., M. Carter, J. Gerakos, (2008), « Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms », *Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania*.
- Bushman R.M., A.J. Smith, (2001), « Financial accounting information and corporate governance », *Journal of Accounting and Economics*, n° 32, pp. 237-333.
- Bushman R.M., J.D. Piotroski, A.J. Smith, (2004), « What determines corporate transparency? », *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 207-251.
- Cantale S., (1998), « The choice of a foreign market as a signal », *Unpublished Working Paper, New Orleans LA: Tulane University*.
- Chan K.C., W. Fong, B. Kho, R. Stulz, (1996), « Information, trading and stock returns: lessons from dual-listed securities », *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 1161-1187.
- Chaplinsky S.J., R.F. Bruner, L. Ramchand, (2004), « U.S.-Bound IPOs: issue costs and market selectivity », *Financial Management*, vol. 33, n° 3, pp. 39-60.

- Chaplinsky S., R. Bruner, L. Ramchand, (2005), « Coming to America: a clinical study of IPOs in the U.S. by foreign firms », *Emerging Markets Review*, vol. 7, n° 3, pp. 191-212.
- Chaplinsky S.J., L. Ramchand, (2008), « From listing to delisting: foreign firms' entry and exit from the U.S. », *Working Paper, University of Virginia*.
- Charreaux G., (1997), « Le gouvernement de l'entreprise », *Encyclopédie de Gestion, Editions Economica*, pp. 1652-1662.
- Charreaux G., Ph. Desbrières, (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, pp. 57-88.
- Charreaux G., (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes domestiques », *Cahiers du Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations (FARGO) n° 1040101*.
- Chemmanur T.J., PP. Fulghieri, (2006), « Competition and co-operation among exchanges: a theory of cross-listing and endogenous listing standards », *Journal of Financial Economics*, vol. 82, pp. 455-489.
- Choe H., B.C. Kho, R.M. Stulz, (2005), « Do domestic investors have more information about individual stocks than foreign investors? », *The Review of Financial Studies*, vol. 18, pp. 795-829.
- Choi S., A. Guzman, (1998), « The dangerous extraterritoriality of American securities law », *Northwestern, Journal of International Law and Business*, vol. 17, pp. 207-241.
- Chouinard E., C D'Souza, (2003-2004), « Motivations et conséquences de la cotation à l'étranger », *Revue Banque du Canada, Hiver 2003-2004, Département des Marchés Financiers*.
- Chowdhry B., V. Nanda, (1991), « Multimarket trading and market liquidity », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 3, pp. 483-511.
- Christie W., R. Huang, (1993), « Dissimilar market structures and market liquidity: a transaction data study of exchange listing », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 3, pp. 300-326.
- Claessens S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang, (2000), « The separation of ownership and control in East Asian corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 81-112.
- Claessens S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang, (2002), « Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 2741-2771.
- Claessens S., J. Fan, (2002), « Corporate governance in Asia: a survey », *International Review of Finance*, vol. 3-2, pp. 71-103.
- Claessens S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang, (2002), « Expropriation of minority shareholders

in East Asia », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, pp. 2741-2771.

- Claessens S., D. Klingebiel, S. Schmukler, (2002), « Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres », *Policy Research Working Paper Series n° 2816*.

- Claessens S., D. Klingebiel, S. Schmukler, (2002), « The future of stock exchanges in emerging economies: evolution and prospects », *Brooking-Wharton, Paper on Financial Services*, pp. 167-212.

- Claessens S., D. Klingebiel, S. Schmukler, (2003), « Accessing international equity markets: what firms from which countries go abroad? », *CEPR Working Paper, World Bank*.

- Cochrane J., J. Shapiro, J. Tobin, (1996), « Foreign equities and U.S. investors: breaking down barriers separating supply and demand », *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, vol. 2, n° 2, pp. 241-263.

- Coffee J., (1999), « The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications », *Northwestern University Law Review*, vol. 93, pp. 641-707.

- Coffee J., (1999), « Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure », *Journal of Corporation Law*, vol. 25, pp. 1-39.

- Coffee J., (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, pp. 1757-1831.

- Coffee J., (2007), « Law and the market: the impact of enforcement », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, pp. 229-311.

- Dahlquist M., G. Robertsson, (2001), « Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics », *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 413-440.

- Dahlquist M., L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Willimason, (2003), « Corporate governance, investor protection and the home bias », *Journal of Financial Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 87-110.

- Dahya J., O. Dimitrov, J. McConnell, (2008), « Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 87, pp. 73-100.

- Das S., 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, pp. 16-33.

- Davis-Friday P.P.Y., T.J. Frecka, J.M. Rivera, (2005), « The financial performance, capital constraints and financial reporting environment of cross listed firms: evidence from Mexico »,

The International Journal of Accounting, vol. 40, n° 1, pp. 1-30.

- De Fond M., M. Hung, (2004), « Investor protection and corporate governance: evidence from worldwide CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.

- Diamond D., R.E. Verrecchia, (1991), « Disclosure, liquidity, and the cost of capital », *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1325-1360.

- Doidge C., (2001), « Do changes in laws matter for corporate ownership and control? Evidence from emerging markets firms that list in the U.S. », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 33-39.

- Doidge C., (2004), « U.S. cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 3, pp. 519-553.

- Doidge C., G.A. Karolyi, R.M. Stulz, (2004), « Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? », *Journal of Financial Economics*, vol. 71, n° 2, pp. 205-238.

- Doidge C., G.A. Karolyi, R.M. Stulz, (2005), « The valuation premium for non-U.S. firms listed in U.S. stock markets », *Unpublished Working Paper*.

- Doidge C., G.A. Karolyi, R.M. Stulz, (2007), « Why do countries matter so much for corporate governance? », *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n° 1, pp. 1-39.

- Doidge C., G.A. Karolyi, R.M. Stulz, (2008), « Why do foreign firms leave U.S. equity markets? An analysis of deregistrations under SEC exchange act rule 12H-6 », *NBER Working Paper n° 14245, Unpublished Working Paper*.

- Doidge C., G.A. Karolyi, K.V. Lins, D.P.P. Miller, R.M. Stulz, (2008), « Has New York becomes less competitive than London in global markets? Evaluation foreign listing choices over time », *Journal of Financial Economics*, vol. 91, pp. 253-287.

- Doidge C., G.A. Karolyi, K.V. Lins, D.P.P. Miller, R.M. Stulz, (2009), « Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision », *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 425-466.

- Domowitz I., J. Glen, A. Madhavan, (1997), « Market segmentation and stock prices: evidence from an emerging market », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 52, n° 3, pp. 1052-1085.

- Domowitz I., J. Glen, A. Madhavan, (1998), « International cross-listing and order flow migration: evidence from an emerging market », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, pp. 2001-2028.

- Draus S., (2007), « Multicotation, information et concurrence entre marché boursier », *Université Paris-Dauphine, CEREG*.

- Durand R.B., A. Tarca, (2005), « The impact of US GAAP reconciliation requirements on choice of foreign stock exchange », *European Accounting Review*, vol. 14, n° 4, pp. 789-813.

- Durnev A., E.H. Kim, (2005), « To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation », *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1461-1493.
- Dyck A., L. Zingales, (2004), « Private benefits of control: an international comparison », *The Journal of Finance*, vol. 59, pp. 537-600.
- Dyck A., N. Volchkova, L. Zingales, (2008), « The corporate governance role of the media: evidence from Russia », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 63, n° 3, pp. 1093-1135.
- Easley D., M. O'Hara, (2002), « Is information risk a determinant of asset returns? », *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 2185-2221.
- Easley D., M. O'Hara, (2004), « Information and the cost of capital », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 59, n° 4, pp. 1553-1583.
- Easterbrook, F.H., (1984), « Two agency-cost explanations of dividends », *American Economic Review*, vol. 74, pp. 650-659.
- Eaton T., J.R. Nofsinger, D. Weaver, (2003), « Disclosure and the cost of equity in international cross-listing », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 29, n° 1, pp. 1-24.
- Edison H., F. Warnock, (2008), « Cross border listings, capital controls and equity flows to emerging markets », *Journal of International money and Finance*, vol. 27, pp. 1013-1027.
- Errunza V., E. Losq, (1985), « International asset pricing under mild segmentation: theory and test », *Journal of Finance*, vol. 40, n° 1, pp. 105-124.
- Errunza V., D.P.P. Miller, (1998), « Valuation effects of global equity offerings: evidence from depositary receipts », *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 9, pp. 1611-1623.
- Errunza V., D.P.P. Miller, (2000), « Market segmentation and the cost of capital in international equity markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 4, pp. 577-600.
- Eun C., S. Janakiraman, (1986), « A model of international asset pricing with a constraint on the foreign equity ownership », *Journal of Finance*, vol. 41, n° 4, pp. 897-914.
- Eun C., S. Claessens, K. Jun, (1993), « International trade of assets, pricing externalities, and the cost of capital, Claessens S., Gooptu, S. portfolio investment in developing countries », *World Bank Discussion Papers*, pp. 287-298.
- Eun C., S. Sabherwal, (2003), « Cross-border listings and price discovery: evidence from U.S. listed Canadian stocks », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 2, pp. 549-575.
- Faccio M., L.H.P.P. Lang, (2002), « The ultimate ownership of western european corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, pp. 365-395.

- Faccio M., L.H.P.P. Lang, L. Young, (2003), « Dividends and expropriation », *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, pp. 54-78.
- Fama E., M. Jensen, (1983), « The separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-335.
- Fanto J., (1996), « The absence of cross-cultural communication: SEC mandatory disclosure and foreign corporate governance », *Journal of International Law and Business*, vol. 17, pp. 119-207.
- Fanto J., R. Karmel, (1997), « A report on the attitude of foreign companies regarding a U.S. listing », *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, vol. 3, n° 1, pp. 51-83.
- Fazzari S.M., R.G. Hubbard, B.C. Peterson, (1988), « Financing constraints and corporate investment », *Brookings Papers on Economic Activities, Economic Studies Program, the Brookings Institution*, vol. 19, pp. 141-206.
- Fayol H., (1970), « Administration industrielle et générale », (*Dunod, Paris*).
- Fernandes N., (2007), « Market liberalization at the firm level: spillovers from ADRs and implications for local markets », *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n° 2, pp. 293-321.
- Fernandes N., M.A. Ferreira, (2008), « Does international cross-listing really improve the information environment? », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n° 2, pp. 216-244.
- Fernandes N., M. Giannetti, (2009), « On the fortunes of stock exchanges and their reversals: evidence from foreign listings », *CEPR Discussion Paper n° 7308*.
- Fernandes N., D.P.P. Miller, U. Lel, (2010), « Escap from New York: the market impact of SEC rule 12H-6 on foreign private issuers », *Journal of Financial Economics*, vol. 95, n° 2, pp. 129-147.
- Ferreira M.A., P.P. Matos, (2008), « The colors of investors' money: which firms attract institutional investors from around the world? », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, pp. 499-533.
- Ferreira M., M. Massa, P. Matos, (2010), « Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions », *Review of Financial Studies*, vol. 23, n° 2, pp. 601-644.
- Fluck Z., (1999), « The dynamics of the management shareholder conflict », *Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 2, pp. 379-404.
- Forester S.R., A. Karolyi, (1993), « International listings of stocks: the case of Canada and the U.S. », *Journal of International Business Studies*, vol. 24, n° 4, pp. 763-784.
- Foerster S.R., 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, pp. 393-412.

- Foerster S.R., 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° 3, pp. 981-1013.

- Foerster S.R., A. Karolyi, (2000), « The long-run performance of global equity offerings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 4, pp. 499-528.

- Forbes K.J., (2009), « Why do foreigners invest in the United States? », *MIT Sloan Research Paper n° 4701-08*.

- Francis J., R. Lafond, P.P. Olsson, K. Schipper, (2003), « Costs of capital and earnings attributes », *The Accounting Review*, vol. 79, n° 4, pp. 967-1010.

- Fuerst O., (1998), « A theoretical analysis of the investor protection regulations argument for global listing of stocks », *Unpublished Yale University Working Paper n° 106*.

- Giannetti M., A. Simonov, (2006), « Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices », *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 1507-1547.

- Gillan S., L. Starks, (2003), « Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective », *Journal of Applied Finance*, vol. 13, pp. 4-22.

- Gillan S., L. Starks, (2007), « The evolution of shareholder activism in the United States », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, pp. 55-73.

- Ginglinger E., (2002), « L'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 37-55.

- Ginglinger E., J.F. L'Her, (2006), « Ownership structure and open market stock repurchases in France », *European Journal of Finance*, vol. 12, n° 1, pp. 77-94.

- Gozzi J., R. Levine, S. Schmukler, (2008), « Internationalization and the evolution of corporate valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n° 33, pp. 607-632.

- Grinblatt M., M. Keloharju, (2001), « How distance, language, and culture influence stockholdings and trades », *Journal of Finance*, vol. 56, pp. 1053-1073.

- Grossman S.J., O.D. Hart, (1980), « Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation », *Bell journal of economics*, vol. 11, pp. 42-64.

- Hail L., (2002), « The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for swiss firms », *European Accounting Review*, vol. 11, pp. 741-773.

- Hail L., C. Leuz, (2004), « Cost of capital and cash flow effects of U.S. cross-listings », *ECGI-Finance Working Paper n° 46/2004*.

- Hail L., C. Leuz, (2006), « International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? », *Journal of Accounting Research*, vol. 44, n° 3, pp. 485-531.
- Hail L., (2007), « Discussion of investor protection and analysts? Cash flow forecasts around the world », *Review of Accounting Studies*, vol. 12, n° 2-3, pp. 421-441.
- Halling M., M. Pagano, O. Randl, J. Zechner, (2008), « Where is the market? Evidence from cross-listings », *Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 2, pp. 725-761.
- Hamet J., (2001), « La cotation des titres d'une entreprise française sur un marché étranger et ses conséquences pour l'actionnaire », *Paris, PUF*.
- Hamet J., (2002), « Is off-board trading detrimental to market liquidity? », *Financial Review*, vol. 37, pp. 385-402.
- Hargis K., (1996), « Time-varying transmissions of prices and volatility: Latine America equity markets 1989-1994 », *Working Paper, University of South California*.
- Hargis K., Ramanlal, (1998), « When does internationalization enhance the development of domestic stock market? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, n° 3, pp. 263-292.
- Hargis K., (2000), « International cross-listing and stock market development in emerging economies », *International Review of Economics and Finance*, vol. 9, n° 2, pp. 101-122.
- Hasbrouck J., (1995), « One security, many markets: determining the contributions to price discovery », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 4, pp. 1175-1199.
- Healy PP.M., A. Hutton, K.G. Palepu, (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in Disclosure », *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, pp. 485-520.
- Healy PP.M., (2002), « R&D accounting and the tradeoff between relevance and objectivity », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n° 3, pp. 677-710.
- Heckman, J. J., (1979), « Sample selection bias as a specification error », *Econometrica*, vol. 47, n° 1, pp. 153-161.
- Henderson B., N. Jegadeesh, M. Weisbach, (2006), « World markets for raising new capital », *Journal of Financial Economics*, vol. 82, n° 1, pp. 63-101.
- Hertz M., P.P. Lowengrub, M. Melvin, (2000), « Information, announcement, and listing effects of ADR programs and German-U.S. stock market integration », *Multinational Finance Journal*, vol. 4, n° 3-4, pp. 181-200.
- Holicka K. (2004), « International financing focused on GDR and ADR », *Universita Karlova v Praze*.
- Hope O.K., T. Kang, Y. Zang, (2007), « Bonding to the improved disclosure environment in

- the United States: firms' listing choices and their capital market consequences », *Journal of Contemporary accounting and economics*, vol. 3, n° 1, pp. 1-33.
- Hoshi T., A. Kashyap, D. Scharfstein, (1991), « Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, pp. 33-60.
 - How J.C.Y., R. Teo, P.P. Verhoeven, (2001), « An empirical analysis of the performance of Australian ADRs », *School of Economics and Finance, Curtin University of Technology, Benetley, Western Australia 6845*.
 - Howe J., K. Kelm, (1987), « The stock price impact of overseas listings », *Financial Management*, vol. 16, pp. 51-56.
 - Huddart, S., J.S. Hughes, M. Brunnermeier, (1998), « Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, n° 1-3, pp. 237-269.
 - Jayaraman N., K. Shastri, K. Tandon, (1993), « The impact of international cross-listings on risk and return: evidence from American Depositary Receipts », *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n° 1, pp. 91-103.
 - Jeffers E., (2000), « De quel poids les investisseurs institutionnels américains pèsent-ils sur l'économie française ? », Chesnais F. et Plihon D. (Ed), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, pp.102-124.
 - Jeffers E., D. Plihon, (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Économie Financière*, vol. 63, pp. 137-152.
 - Jeffers E., D. Plihon, (2002), « Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement », in Plihon D. and Ponsard D. (dir.), « La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ? », Notes et études documentaires n° 5146, La Documentation Française, Paris, pp. 29-42.
 - Jensen M.C., W.H. Meckling, (1976), « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
 - Jensen M.C., (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-339.
 - Jensen F., (1994), « The attractions of the U.S. securities markets to foreign issuers and the alternative methods of accessing the U.S. markets: from a legal perspective », *Fordham International Law Journal*, vol. 17, pp. 25-37.
 - Jiang C.X., J.C. Kim, (2005), « Trading costs of non-U.S. stocks on the New York stock exchange: the effect of institutional ownership, analyst following, and market regulation »,

- Journal of Financial Research*, vol. 28, n° 3, pp. 439–459.
- Jordan C., (2004), « International cross-listing and bonding: the chameleon effect », *The New York Stock Exchange Conference on the Future of Global Equity Trading, March 12, Sarasota, FL*.
 - J.P. Morgan, (2005), « ADR reference guide », disponible sur le site web suivant : http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf.
 - Kadlec G., J. McConnell, (1994), « The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: evidence from exchange listings », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 2, pp. 611-636.
 - Kammoun R., (2008), « La multicotation : un outil de transparence ou d'opacité ? », *CEROG, Département de Finance, Institut d'Administration des Entreprises d'Aix en Provence*.
 - Kang J., R.M. Stulz, (1997), « Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity in Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 46, pp. 3-28.
 - Kaplan S., L. Zingales, (1997), « Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 1, pp.169-215.
 - Karmel R., (2001), « The futur of corporate governance listing requirements », *Southern Methodist University Law Review*, vol. 54, pp. 325-354.
 - 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° 1, pp. 1-60.
 - Karolyi G.A., R.M. Stulz, (2003), « Are financial assets priced locally or globally? », *The Handbook of the Economics of Finance*, Edition 1, vol. 1, pp. 975-1020.
 - Karolyi G.A., (2004), « The role of ADRs in the development of emerging equity markets », *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n° 3, pp. 670-690.
 - Karolyi G.A., (2006), « The world of cross-listings and cross-listings of the world: challenging the conventional wisdom », *Review of Finance*, vol. 10, n° 1, pp. 99-152.
 - Karp G., (1997), « U.S. markets battle to list foreign firms », *Wall Street Journal*, C₁ & C₁₇.
 - Khanna T., K.G. Palepu, S. Scrivivasan, (2004), « Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets », *Journal of accounting Research*, vol. 42, pp. 475-508.
 - Kim O., R.E. Verrecchia, (1991), « Trading volume and price reactions to public announcements », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 302-321.
 - Kim O., R.E. Verrecchia, (1991), « Market reaction to anticipated announcements », *Journal*

of Financial Economics, vol. 30, pp. 273-310.

- Kim O., R.E. Verrecchia, (1994), « The relation among disclosure, returns, and trading volume information », *Accounting Review*, vol. 76, pp. 633-654.
- Kim W., T. Sung, S. Wei, (2008), « How does corporate governance risk at home affect investment choices abroad? », *NBER Working Paper n° 13721*.
- King, M.R., D. Segal, (2003), « Corporate governance, international cross-listing and home bias », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n° 4, pp. 8-19.
- King, M.R., D. Segal, (2003), « Valuation of canadian-vs .U.S-listed equity: is there a discount? », *Bank of Canada Working Paper n° 2003-6*.
- King M., D. Segal, (2004), « International cross-listing, institutional investors, and the bonding hypothesis », *Working Paper, University of Toronto*.
- King M., D. Segal, (2009), « The long-term effects of cross-listing, investor recognition, and ownership structure on valuation », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, pp. 2393-2421.
- Klapper L., I. Love, (2004), « Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, pp. 703-728.
- Klein PP., D. Shapiro, J. Young, (2005), « Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence », *Corporate Governance: an International Review*, vol. 13, n° 6, pp. 769-784.
- Ko K., I. Lee, K. Yun, (1997), « Foreign listings, firm value and volatility: the case of Japanese firms listing on the U.S. stock markets », *Japan and the World Economy*, vol. 9, pp. 57-69.
- Koch G., (1999), « Shape up and shift south », *Canadian Business*, pp. 43-46.
- Koedijk K., M. Van Dijk, (2004), « The cost of capital of cross-listed firms », *European Financial Management*, vol. 10, n° 3, pp. 465-486.
- Korczack P.P., M.T. Bohl, (2005), « Empirical evidence on cross-listed stocks of Central and Eastern European companies », *Emerging Markets Review*, vol. 6, n° 2, pp. 121-137.
- Korczack A., M.A Lasfer, (2007), « Does cross-listing mitigate insider trading? », *Working paper, Cass Business School, City University*.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., Vishny R., (1997), « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., Vishny R., (1998), « Law and finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-1155.

- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A. et Vishny R., (1999), « The quality of government », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, pp. 222-279.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., Vishny R., (1999), « Investor protection: origins, consequences, reform », *World Bank, Financial sector Discussion Paper n° 1, NBER Working Paper n° 7428*.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, pp. 471-517.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., Vishny R., (2000), « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, pp. 3-27.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., Vishny R., (2000), « Agency problems and dividend policies around the world », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 1, pp. 1-33.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes FL., Shleifer A., (2006), « What works in securities laws », *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 1-32.
- Labelle R., A. Schatt, (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, pp.77-104.
- Lamoreaux N.R., J.L. Rosenthal, (2005), « Legal regime and business's organisational choice: a comparison of France and the United States during the mid-nineteenth century », *American Law and Economic Review*, vol. 7, n° 1, pp. 28-61.
- Lang M.H., K.V. Lins, D.PP. 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° 2, pp. 317-345.
- Lang M., J.S. Raedy, M.H. Yetman, (2003), « How representative are firms that are cross listed in the United State? An analysis of accounting quality », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n° 2, pp. 363-396.
- Lang M., K. Lins, D.PP. Miller, (2004), « Concentrated control, analyst following, and valuation: do analysts matter most when investors are protected least? », *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 589-623.
- Lang M., J.S. Raedy, W. Wilson, (2006), « Earnings management and cross listing: are reconciled earnings comparable to US earnings? », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n° 1-2, pp. 255-283.
- Lau S. T., J.D. Diltz, V.P. Apilado, (1994), « Valuation effects of international stock exchange listings », *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, n° 4, pp. 743-755.
- Lease R., J. McConnell, W. Mikkelson, (1983), « The market value of control in publicly-traded corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 439-471.

- Lease R., J. McConnell, M. Mikkelsen, (1984), « The market value of differential voting rights in closely-held corporations », *Journal of Business*, vol. 57, pp. 443-467.
- Lee I., (1991), « The impact of overseas listings on shareholder wealth: the case of the London and Toronto stock exchange », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 18, pp. 583-592.
- Lee D., (2003), « Why does shareholders wealth increase when foreign firms announce their listing in the U.S.? », *Unpublished Working Paper, Ohio State University*.
- LeU U., D.P.P. Miller, (2008), « International cross-listing, firm performance and top management turnover: a test of the bonding hypothesis », *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 63, n° 4, pp. 1899-1937.
- Lemmon M., K. V. Lins, (2003), « Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis », *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 1445-1468.
- Leuz D., R.E. Verrecchia, (2000), « The economic consequences of increased disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 38 (Supplement), pp. 91-124.
- Leuz C., (2002), « Discussion of ADRs, analysts, accuracy: does cross-listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value? », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n° 2, pp. 347-362.
- Leuz C., D. Nanda, P.P. Wysocki, (2003), « Investor protection and earnings management: an international comparison », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, pp. 505-527.
- Leuz C., R.E. Verrecchia, (2004), « Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital », *Rodney L White Center for Financial Research Working Papers*, n° 18.
- Leuz C., (2006), « Cross listing, bonding and firms' reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006) », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n° 1-2, pp. 285-299.
- Leuz C., (2007), « Was the Sarbanes-Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going private decisions », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, pp. 146-165.
- Leuz C., A.J. Triantis, T. Wang, (2008), « Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, pp. 181-208.
- Leuz C., K. Lins, F. Warnock, (2009), « Do foreigners invest less in poorly governed firms? », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 8, pp. 3245-3285.

- Lev B., (1999), « R&D and capital markets », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n° 4, pp. 21-35.
- Licht A.N., (2000), « Regulatory arbitrage for real: international securities regulation in world of interacting securities markets », *Virginia Journal of International Law*, vol. 38, pp. 563-636.
- Licht A.N., (2001), « Managerial opportunism and foreign listing: some direct evidence », *University of Pennsylvania, Journal of International Economics*, vol. 51, pp. 103-123.
- Licht A.N., (2002), « Bonding and dominance in securities markets: cross-listing and corporate governance », *Working Paper, Available from www.SSRN.com*.
- Licht A.N., (2004), « Legal plug-ins: cultural distance, cross-listing, and corporate governance reform », *Journal of International Law*, vol. 22, n° 2, pp. 195-239.
- Licht A.N., (2004), « Cross-listing and corporate governance: bonding or avoiding? », *Corporate Ownership and Control*, vol. 1, n° 4, pp. 36-48.
- Lins K., (2003), « Equity ownership and firm value in emerging markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 159-184.
- Lins K., F. Warnock, (2004), « Corporate governance and the shareholder base », *Working Paper, Federal Reserve Board of Governors, in its series International Finance Discussion Papers*, vol. 816.
- Lins K., D. Strickland, M. Zenner, (2005), « Do non-U.S. firms issue stock on U.S. equity markets to relax capital constraints? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, n° 1, pp. 109-133.
- Liu W., (2002), « Do dividends substitute for the external corporate governance? A cross-country dynamic view », *Indiana State University Working Paper*.
- Liu Q., Z.J. Lu, (2007), « Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunneling perspective », *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 881-906.
- Lock E., P.P.S. Kalev, (2004), « The intraday price behaviour of Australian and New Zealand cross-listed stocks », *International Review of Financial Analysis*, vol. 15, n° 4-5, pp. 377-397.
- Lombardo D., M. Pagano, (2000), « Law and equity market: a simple model », *Working Paper, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF) and University of Salerno*.
- Lowengrub P.P., 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° 2, pp. 139-155.

- Martin P.P., H. Rey, (2000), « Financial integration and asset returns », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, pp. 1327-1350.
- McCahery J., Z. Sautner, L. Starks, (2009), « Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors », *Working Paper, University of Amsterdam*.
- McConnell J., G. Sanger, (1984), « A trading strategy for new listings on the NYSE », *Financial Analysis Journal*, vol. 40, n° 1, pp. 34-48.
- Merton R.C., (1987), « A simple model of capital market equilibrium with incomplete information », *Journal of Finance*, vol. 42, n° 3, pp. 483-510.
- Melvin M., M.V. Tonone, (2003), « The effects of international cross-listing on rival firms », *Unpublished Arizona State University Working Paper*.
- Miller D.P.P., (1999), « The market reaction to international cross-listings: evidence from depositary receipts », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n° 1, pp. 103-123.
- Mitton T, (2002), « A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, n° 2, pp. 215-241.
- 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° 1, pp. 40-62.
- Mittoo U.R., (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° 3, pp. 31-37.
- Mittoo U.R., (2006), « The multijurisdictional disclosure system and value of equity offerings », *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 17, n° 1, pp. 52-83.
- Moel A., (1999), « The role of information disclosure on stock market listing decisions: the case of foreign firms listings in the U.S. », *Unpublished Working Paper, Harvard Business School*.
- Moel A., (2001), « The role of ADRs in the development of emerging markets », *Harvard Business School, Working Paper, Economia*, vol. 2, pp. 209-257.
- Nenova T., (2003), « The value of corporate votes and control benefits: cross-country analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 3, pp. 325-351.
- Nikolaev V., L. Van Lent, (2005), « The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy », *European Accounting Review*, Vol. 14, n° 4, pp. 677-724.
- O'Connor T.G., (2004), « Are the domestic investors of firms cross-listed better protected? », *Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference*, n° 20.

- O'Connor T.G., (2005), « Does cross-listing in the U.S. cause value? », *Department of Economics, National University of Ireland Maynooth*.
- O'Connor T.G., (2006), « Cross-listing in the U-S, and domestic investor protection », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46, n° 3, pp. 413-436.
- O'Connor T.G., (2009), « Does cross-listing in the USA really enhance the value of emerging market firms? », *Review of Accounting and Finance*, vol. 8, n° 3, pp. 308-336.
- Pagano, M., O. Randl, A. Roell, J. Zechner, (2001), « What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions », *European Economic Review*, vol. 45, n° 4-6, pp. 770-782.
- Pagano, M., A. Roell, J. Zechner, (2002), « The geography of equity listings: why do companies list abroad? », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, pp. 2651-2694.
- Pagano, M., PP. Volpin, (2005), « The political economy of corporate governance », *The American Economic Review*, vol. 95, n° 4, pp. 1005-1030.
- Perotti E., E. Cordfunke, (1997), « Do foreign cross-listing increase firm value? Evidence from announcement effects of dutch firms », *Working Paper, University of Amsterdam and CEPR*.
- Phylaktis K., PP. Korczack, (2009), « Specialist trading and the price discovery process of NYSE-listed non-US stocks », *the European Finance Association EFA (2004) Maastricht Meetings Paper, Cass Business School Research Paper*.
- Pinegar M., R. Ravichandran, (2003), « U.S. investors' perceptions of corporate control in Mexico: evidence from sibling ADRs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 213-230.
- Pinegar M., R. Ravichandran, (2004), « When does bonding bond? The case of ADRs and GDRs », *Brighan Young University Working Paper, Financial Management Meetings, New Orleans, Louisiana*.
- Piot C. (2008), « Les déterminants du délai de signature du rapport d'audit en France », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol.14, n° 2, p. 43-73.
- Plihon D., (2003), « Le nouveau capitalisme », *Repères, Editions La Découverte*.
- Reese W.A., 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° 1, pp. 65-104.
- Roe M., (2000), « Political foundations for separating ownership from control », *Stanford Law Review*, vol. 53, pp. 539-605.

- Roell A., (1996), « The decision to go an overview », *European Economic Review*, vol. 40, pp. 1071-1081.
- Roope M., R. Zurbrugg, (2002), « The intra-day price discovery process between the Singapore exchange and Taiwan futures exchange », *Journal of Futures Markets*, vol. 22, n° 3, pp. 221-242.
- Salva C., (2003), « Foreign listings, corporate governance, and equity valuations », *Journal of Economics and Business*, vol. 55, pp. 463-485.
- Sanger G.C., J.J. McConnell, (1986), « Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: the impact of NASDAQ », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 1, pp. 1-25.
- Sarkissian S., M.J. Schill, (2003), « The overseas listing decision: new evidence of proximity preference », *The Review of Financial Studies*, vol. 17, n° 3, pp. 769-809.
- Sarkissian S., M.J. Schill, (2009), « Are there permanent valuation gains to overseas listing? Evidence from market sequencing and selection », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 1, pp. 371-412.
- Saudagaran S., (1988), « An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges », *Journal of International Business Studies*, vol. 19, pp. 101-127.
- Saudagaran S., (1990), « An investigation of selected factors influencing multiple listing and the choice of foreign stock exchanges », *Advances in Financial Planning and Forecasting*, vol. 4, pp. 75-122.
- Saudagaran S., G. Biddle, (1992), « Financial disclosure levels and foreign stock exchange listing decisions », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 4, pp. 106-147.
- Saudagaran S., G. Biddle, (1995), « Foreign listing location: a study of MNCs and stock exchanges in eight countries », *Journal of International Business Studies*, vol. 23, n° 2, pp. 319-341.
- Serra A.PP., (1999), « Dual-listings on international exchanges: the case of emerging markets », *Stocks, European Financial Management*, vol. 5, pp. 165-202.
- Sevestre P., (2002), « Économétrie donnée de panel », *édition Dunod*.
- Shleifer A., R. Vishny, (1986), « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer A., R. Vishny, (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.

- Shleifer A., D. Wolfenzon, (2002), « Investor protection and equity markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n° 1, pp. 3-27.
- Siegel J., (2005), « Can foreign firms bond themselves effectively by renting to U.S. securities law? », *Journal of Financial Economics*, vol. 75, n° 2, pp. 319-359.
- Siegel J., (2009), « Is there a better commitment mechanism than cross-listings for emerging-economy firms? Evidence from Mexico », *Journal of International Business Studies*, vol. 40, pp. 1171-1191.
- Smith K., G. Sofianos, (1997), « The impact of a NYSE listing on the global trading of non-U.S. stocks », *Unpublished Working Paper 97-02, New York Stock Exchange*.
- Stapleton R., M. Subrahmanyam, (1977), « Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, pp. 307-319.
- Strauss C., (1993), « Exchange shuffle staffers in bid for international listings », *The Investment Dealer's Digest*, vol. 59.
- Stulz R., (1981), « On the effects of barriers to international investment », *Journal of Finance*, vol. 36, pp. 923-934.
- Stulz R., (1999), « Globalization, corporate finance and the cost of capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 3, pp. 8-25.
- Stulz R., (2005), « The limits of financial globalization », *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1595-1638.
- Stulz R., (2006), « Financial globalization, corporate governance, and Eastern Europe », *NBER Working Paper n° 11912*.
- Suh J., (2003), « ADRs and U.S. market sentiment », *The Journal of Investing*, vol. 12, pp. 87-95.
- The Bank of New York, (2007), « Depositary receipts markets, the year in review, 2006 ».
- Tolmunen P., S. Torstila (2005), « Cross-listings and M&A activity: Transatlantic evidence », *Financial Management*, vol. 34, n° 1, pp. 123-142.
- Urias M., (1994), « The impact of security cross-listing on the cost of capital in emerging markets », *Unpublished dissertation, Stanford University, Stanford CA*.
- Utama S., W. Cready, (1997), « Institutional ownership, differential predisclosure precision and trading volume at announcement dates », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 129-150.
- Vaaler P., B. Schrage, (2009), « Legal system and rule of law effects on US cross-listing to bond by emerging market firms », *University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Business*.

- Van Horne J., (1970), « New listings and their price behaviour », *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 783-794.
- Verrecchia R., (2001), « Essays on disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 91-180.
- Viswanathan K.G., (1996), « Listing in the U.S. markets by foreign firms: evidence on return and risk », *Advances in International Banking and Finance*, vol. 2, pp. 99-113.
- Whited T., (1992), « Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data », *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1425-1460.
- Yang T., (2002), « Cross-listing and firm value: what can explain the cross-listing premium? Evidence from Japan », *Pacific Economic Review*, vol. 8, n° 1.
- Ying L.K.W., W.G. Lewellen, G.G. Schlarbaum, R.C. Lease, (1977), « Stock exchange listings and security returns », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 12, n° 3, pp. 415-432.
- Zingales L., (1994), « The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience », *Review of Financial Studies*, vol. 7, pp. 125-148.
- Zingales L., (1995), « What determines the value of corporate votes? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, pp. 1045-1073.
- Zingales L., (1995), « Insider ownership and the decision to go public », *Review of Economic Studies*, vol. 62, pp. 425-448.
- Zingales L., (2007), « Is the U.S. capital market losing its competitive edge? », *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming.

Annexes

ANNEXE 1 : HISTORIQUE DES CERTIFICATS D' ACTIONS ETRANGERES	247
ANNEXE 2 : PROGRAMMES DE CERTIFICATS AMERICAINS D' ACTIONS ETRANGERES (ADRs).....	248
ANNEXE 3 : NOMBRE TOTAL DES PROGRAMMES DE DRs PARRAINES DURANT LA PERIODE 1999-2006.....	249
ANNEXE 4 : REPARTITION DES PROGRAMMES DE DRs PARRAINES PAR PAYS D'ORIGINE	249
ANNEXE 5 : PREDICTIONS THEORIQUES DE L' ARGUMENT DE CREDIBILITE PAR ASSOCIATION	250
ANNEXE 6 : PRINCIPAUX RESULTATS EMPIRIQUES	251
ANNEXE 7 : EXEMPLES DES RECENTES ETUDES TRAITANT DES BENEFICES PRIVES DU CONTROLE ET DE LA MULTICOTATION	252
ANNEXE 8 : PRINCIPALES APPROCHES POUR ESTIMER LES BENEFICES PRIVES DU CONTROLE.....	253
ANNEXE 9 : IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LE DEGRE DE PROTECTION DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	254
ANNEXE 10 : IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES.....	255
ANNEXE 11 : COUT DES FONDS PROPRES DE QUELQUES PAYS	256
ANNEXE 12 : NOMBRE D'ENTREPRISES COTEES DANS LES PRINCIPALES PLACES FINANCIERES	256
ANNEXE 13 : TRADITION LEGALE DES PAYS	257
ANNEXE 14 : VARIABLES PAYS	258
ANNEXE 15 : LISTE DES ENTREPRISES MULTICOTEES.....	259
ANNEXE 16 : MULTICOTATION PAR ORIGINE LEGALE	261
ANNEXE 17 : REPARTITION DES ENTREPRISES PAR PAYS D'ORIGINE EN FONCTION DU CHOIX DU MODE DE MULTICOTATION.....	261
ANNEXE 18 : MATRICES DE CORRELATION DE PEARSON	262

Annexe 1 : Historique des certificats d'actions étrangères

1927	1 ^{er} ADR créé par J.P. Morgan : l'entreprise britannique Selfridge
1931	1 ^{er} ADR parrainé : Electrical and Musical industries
1970	1 ^{ère} offre publique d'ADR : British Petroleum
1984	1 ^{er} ADR intérimaire publié au NYSE : Privatisation de British Télécom
1987	1 ^{er} ADR par Warrants : British Petroleum
1988	1 ^{er} escompte d'ADR enregistré des droits d'offre : Barclays PLC
1990	1 ^{er} certificat d'actions étrangères régis par la règle 144A : Huhtamaki, Finland
1990	1 ^{er} certificat mondial d'actions étrangères : Samsung Corporation, introduit par Citibank
1992	1 ^{er} ADR hongrois et de l'Europe de l'est : Fotex Rt
1993	1 ^{er} ADD (certificat de dettes étrangères) : LM Ericsson
1994	1 ^{er} SDR (certificat singapourien d'actions étrangères) : Daimler Benz AG
1995	1 ^{er} DR tchèque : Komerčni banka
1996	1 ^{er} projet d'acquisition directe pour les ADRs
1998	La plus importante acquisition d'une entreprise américaine en utilisant les ADRs : BP Amoco (54 milliards de dollars)
1999	1 ^{ère} entreprise sponsore un projet d'acquisition directe : BP Amoco

Source : J.P. Morgan Chase & Co., Citibank, Bank of New York, Deutsche Bank.

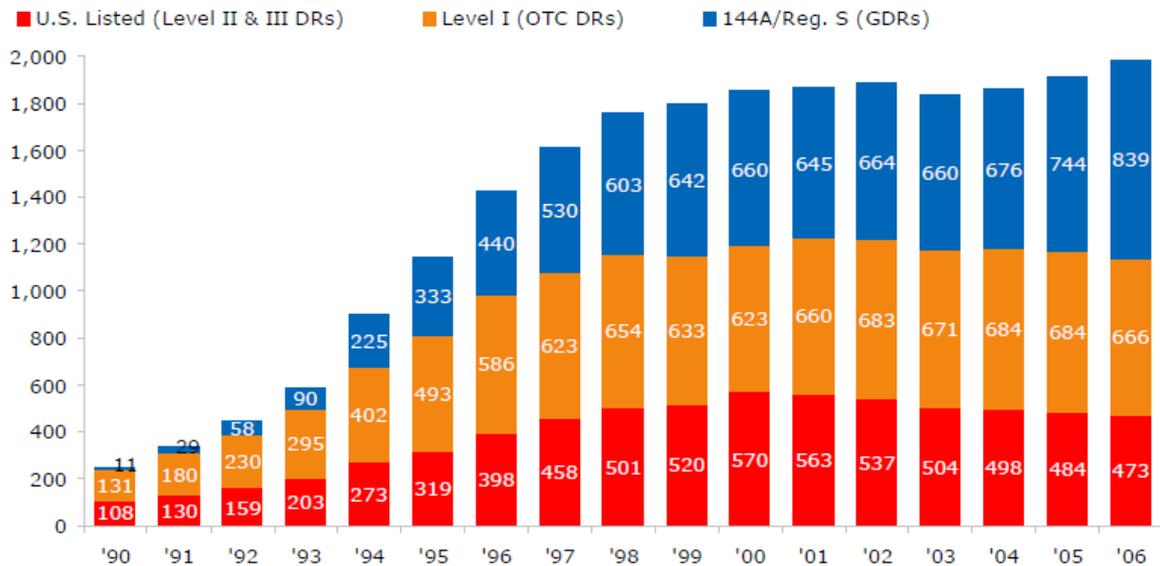
Annexe 2 : Programmes de certificats américains d'actions étrangères (ADRs)

	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Règle 144A
Description	Titres américains basés sur des actions existantes cotées sur un marché étranger	Titres américains basés sur des actions existantes cotées sur un marché étranger	Titres américains cotés permettant de lever des fonds	Placement privé auprès des QIB permettant de lever des fonds
Cotation sur bourses américaines	Pas de cotation possible	Oui	Oui + offre publique	Placement privé américain
Lieu de cotation	Marché hors cote « OTC » (Pink Sheet)	NYSE, AMEX ou NASDAQ	NYSE, AMEX ou NASDAQ	Marché américain des placements privés (PORTAL)
Règles comptables	Locales (aucune réconciliation avec les PCGA n'est exigée)	Réconciliation en US GAAP	Réconciliation en US GAAP	Locales (US GAAP optionnel)
Procédure d'enregistrement à la SEC	Enregistrement officiel au formulaire F-6	Enregistrement officiel au formulaire F-6	Formulaire F-1 et formulaire F-6 pour une offre publique initiale	Exemption
Publication périodique (SEC)	Exemption (application de la règle 12g3-2(b))	Formulaire 20-F	Formulaire 20-F	Exemption
Levée de capitaux US	Non	Non	Oui	Oui (auprès des QIBs)
Délai de mise en place	5 à 9 semaines	14 semaines	14 semaines	7 semaines

Source : Citibank, J.P. Morgan.

Annexe 3 : Nombre total des programmes de DRs parrainés durant la période 1999-2006

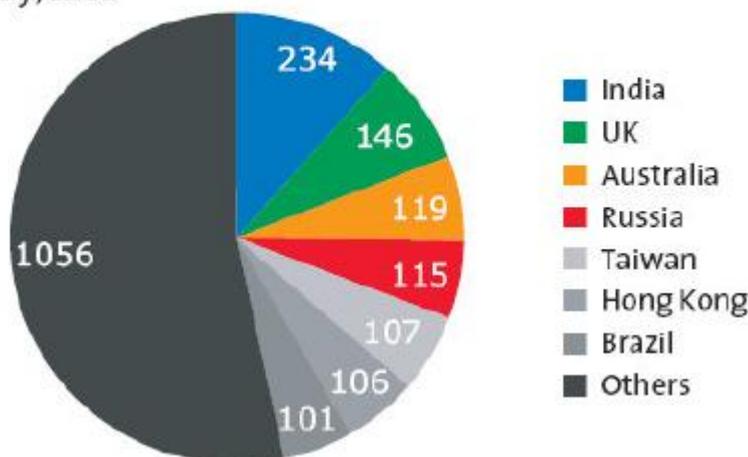
Total Sponsored DR Programs



Source : Banque de New York (2007).

Annexe 4 : Répartition des programmes de DRs parrainés par pays d'origine

**Total Sponsored DRs
By Country, 2006**



Source : Banque de New York (2007).

Annexe 5 : Prédictions théoriques de l'argument de l'hypothèse de « crédibilité par association »

Multicotation et protection des actionnaires	La relation prévue entre le niveau de protection dans le marché domestique et la multicotation aux États-Unis est ambiguë.
Multicotation et valeur de l'entreprise	La valeur des entreprises multicotées est supérieure à celle des entreprises non multicotées. Les entreprises ayant de bonnes opportunités de croissance sont celles qui cherchent le plus à être multicotées. La différence de valeur entre les entreprises multicotées et celles non multicotées est négativement liée à la protection des actionnaires dans le pays d'origine.
Multicotation et bénéfices privés du contrôle	Les bénéfices privés du contrôle estimés doivent être faibles pour les entreprises multicotées. La différence des bénéfices privés du contrôle entre les entreprises multicotées et celles non multicotées est négativement liée à la qualité de protection des actionnaires dans le pays d'origine. Le cours des actions à vote élevé et à vote faible doit augmenter suite à la multicotation. Cependant, le cours des actions à vote faible doit accroître d'un montant plus élevé afin de réduire la prime de vote.
Multicotation et accès aux marchés de capitaux	Les entreprises provenant des pays offrant une faible protection des actionnaires sont celles qui émettent le plus d'actions après la multicotation. Les entreprises originaires des pays ayant une bonne protection des actionnaires minoritaires préfèrent l'émission des actions aux États-Unis.

Source : Benos et Weisbach (2004).

Annexe 6 : Principaux résultats empiriques

La multicotation et la protection des actionnaires minoritaires (Reese-Weisbach, 2002)	<ul style="list-style-type: none"> - La relation entre la multicotation et le niveau de protection dans le marché domestique n'est pas claire. Les statistiques univariées montrent que 10,1 % des entreprises des pays de droit civil français inscrivent leurs titres aux États-Unis contre 7,4 % d'entreprises des pays de droit commun. Les résultats des analyses multivariées ne confirment pas les résultats susmentionnés.
La multicotation et la valeur de l'entreprise (Doidge-Karolyi-Stulz, 2004)	<ul style="list-style-type: none"> - Les entreprises multicotées présentent un Q Tobin supérieur de 16,5 % à celui des entreprises identiques non multicotées. - La prime de multicotation est plus élevée pour la cotation en bourses (36,5 %) comparée aux placements privés (règle 144A) et celle des ADRs niveau 1 (14,2 % et 4,5 %, respectivement). - La prime de multicotation est considérable pour les entreprises originaires des pays offrant une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires.
La multicotation et les bénéfices privés du contrôle (Doidge, 2004)	<ul style="list-style-type: none"> - La multicotation par le biais des ADRs niveau 2 ou niveau 3 améliore le degré de protection des actionnaires minoritaire et réduit les bénéfices privés du contrôle. - Les entreprises multicotées possèdent des primes de vote qui sont plus faibles de 43 % par comparaison avec celles des entreprises non multicotées. - L'impact négatif de la multicotation sur la prime de vote est plus important pour les entreprises localisées dans des pays offrant une protection inadéquate aux actionnaires minoritaires.
La multicotation et accès aux marchés de capitaux (Reese-Weisbach, 2002)	<ul style="list-style-type: none"> - Il s'avère qu'il y a une croissance importante (84 %) aussi bien du nombre que de la valeur des actions offertes suite à la multicotation. - Les entreprises localisées dans des pays offrant une protection peu efficace aux actionnaires minoritaires émettent plus de titres après leur cotation que celles localisées dans des pays offrant une bonne protection. - Les entreprises localisées dans des pays offrant une bonne protection aux actionnaires minoritaires sont plus susceptibles d'émettre des actions aux États-Unis suite à la multicotation. Cependant, les entreprises localisées dans des pays offrant une faible protection des actionnaires minoritaires ont plus tendance à émettre des actions dans des pays autres que les États-Unis après la multicotation.

Source : Benos et Weisbach (2004).

Annexe 7 : Exemples des récentes études traitant des bénéfiques privés du contrôle et de la multicotation

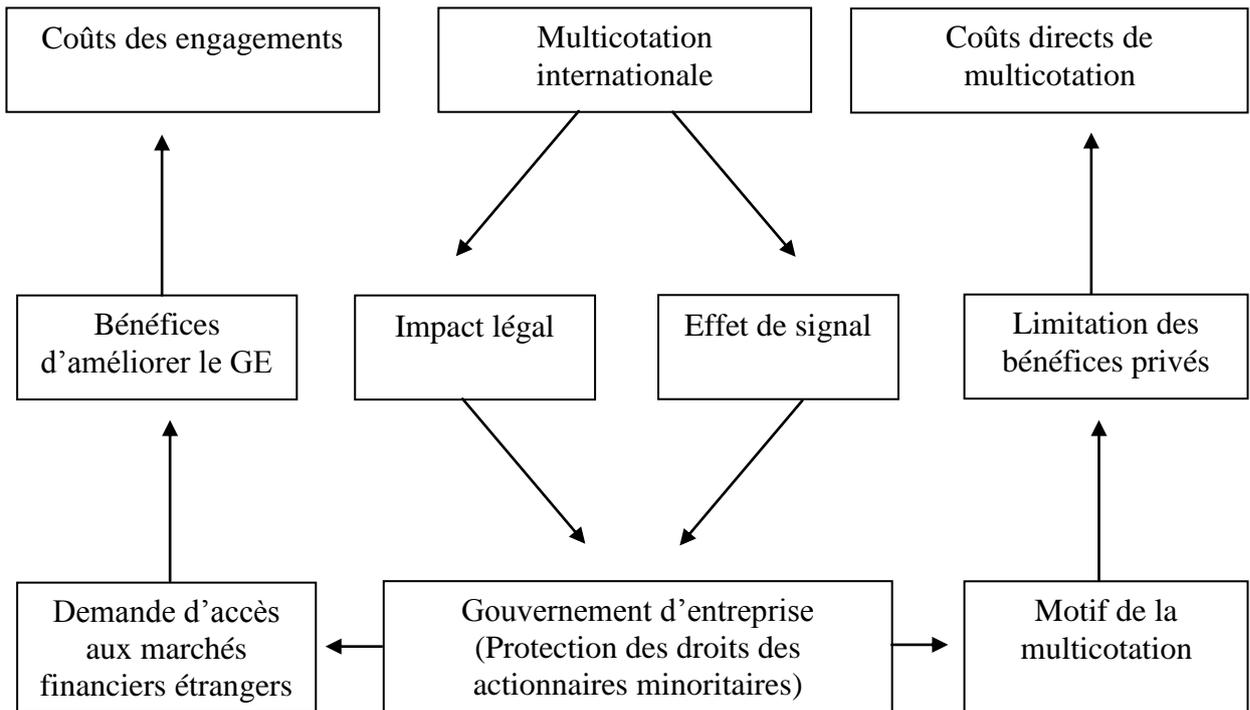
Etude	Nombre d'entreprises / d'observations	Période	Nombre de pays	Sources
Dyck-Zingales (2004)	393	1990-2000	39	SDC Datastream
Doidge (2004)	745	1994-2001	20	Datastream, FISonline, Extel, Moody's
Nenova (2003)	661	Jan. 1 – Déc. 31, 1997	18	Datastream
Doidge-Karolyi-Stulz (2004)	713 multicotées 4 078 non multicotées	Déc. 31, 1997	40	World scope
Reese-Weisbach (2002)	2 038 multicotées, 1 051 entreprises avec des données spécifiques	Jan. 1985- Juin 1999	45	SDC, Bank of New York website, CRSP

Source : Benos et Weisbach (2004).

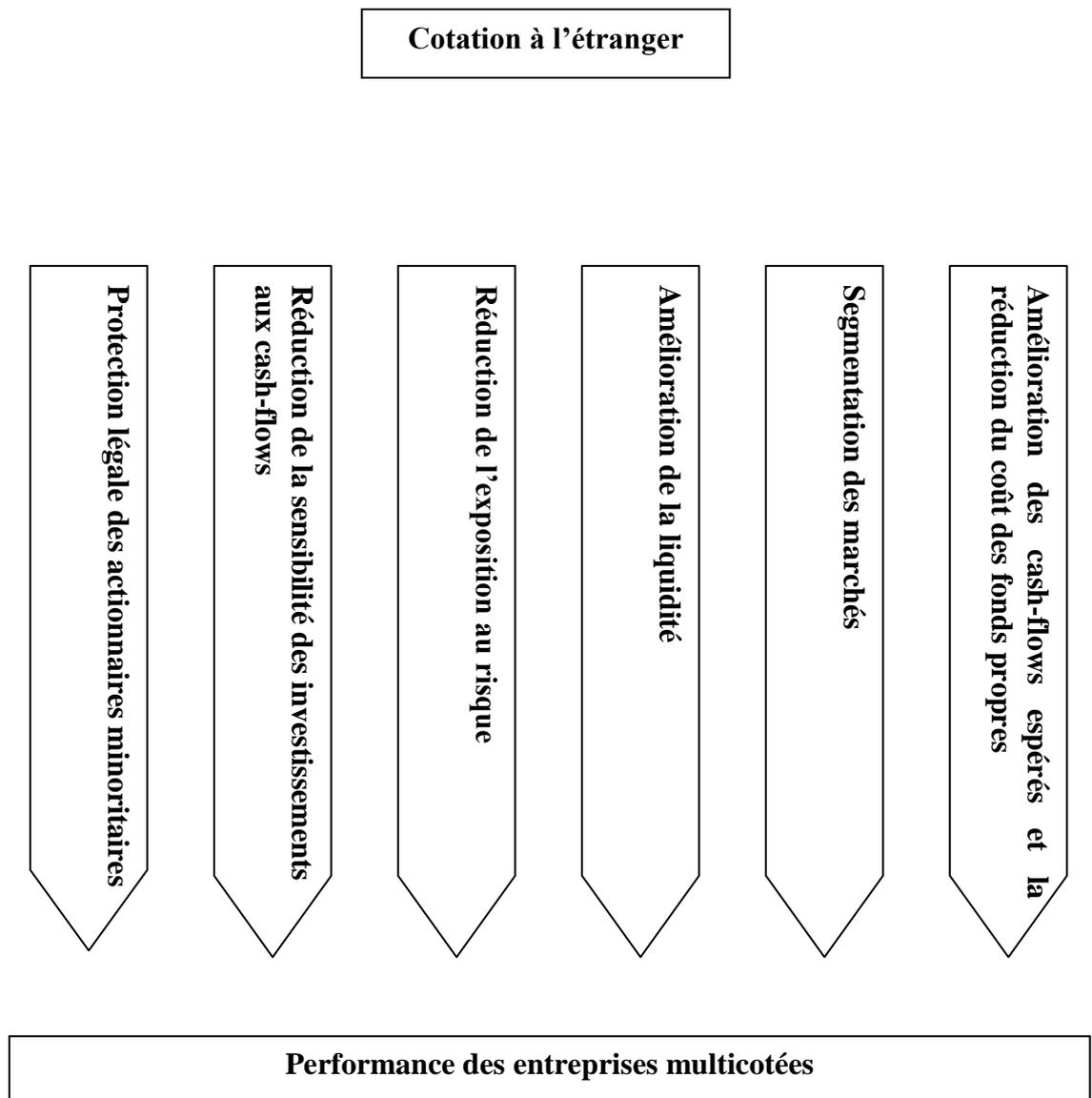
Annexe 8 : Principales approches pour estimer les bénéfices privés du contrôle

Etudes	Les mesures des bénéfices privés du contrôle
Dyck-Zingales (2004)	Prime de bloc = $\lambda B_b + (1-\lambda) B_s - \alpha (1-\lambda)(Y_b - Y_s)$ Où : B _s , B _b est le niveau des bénéfices privés extrait par le vendeur (acheteur) ; Y _s , Y _b est le niveau des bénéfices du cash flow par action du vendeur (de l'acheteur) ; λ représente le pouvoir de négociation des actionnaires de contrôle vendeurs de leurs actions (compris entre 0 et 1) ; α représente les droits de cash-flow ou la taille du bloc de contrôle (compris entre 0 et 1).
Doidge (2004)	Prime de vote : $VP = (P_H - P_L) / (P_L - rv * P_H)$ Où : P _H est le cours de marché des actions ayant une part élevée de vote ; P _L est le cours de marché des actions ayant une part faible de vote ; rv est le nombre relatif de vote d'une action ayant une part faible de vote comparée à une action ayant une part élevée de vote (compris entre 0 et 1).
Nenova (2003)	Valeur des votes de bloc de contrôle : VCBV $VCBV = [P_M(t) - P_L(t)] / (1 - k) * ([N_M + N_L * k] / 2) / [N_M * P_M(t) + N_L * P_L(t)]$ Où : P _M (t) et P _L (t) sont les cours hebdomadaires des actions ayant des droits de vote multiples et limités, respectivement ; N _M et N _L constituent le nombre des actions ayant des droits de vote multiples et limités, respectivement ; k est le ratio du pouvoir de vote des actions ayant des droits de vote limités par rapport aux actions ayant des droits de vote multiples.

Source : Benos et Weisbach (2004).

Annexe 9 : Impact de la multicotation sur le degré de protection des droits des actionnaires minoritaires

Annexe 10 : Impact de la multicotation sur la performance des entreprises



Annexe 11 : Coût des fonds propres de quelques pays

Ce tableau analyse la relation entre le coût du capital et la qualité de la réglementation dans divers pays. Le coût des capitaux propres rapporté est la moyenne de quatre estimations en utilisant des modèles différents appliqués entre 1992 et 2001.

Pays	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
États-Unis	10,24%	1	0,97	1
France	10,37%	0,75	0,58	0,9
Canada	10,53%	0,92	0,91	1
Italie	10,61%	0,67	0,46	0,83
Royaume-Uni	10,64%	0,83	0,73	0,86
Australie	10,72%	0,75	0,77	1
Belgique	11,00%	0,42	0,34	1
Nouvelle Zélande	11,14%	0,67	0,48	1
Autriche	11,12%	0,25	0,18	1
Israël	11,41%	0,67	0,65	0,48
Pays-Bas	12,75%	0,5	0,62	1
Finlande	13,40%	0,5	0,49	1
Inde	14,39%	0,92	0,75	0,42
Hong Kong	14,58%	0,92	0,81	0,82
Mexique	15,59%	0,58	0,35	0,54
Brésil	20,85%	0,25	0,39	0,63
Egypte	25,27%	0,5	0,34	0,42
Total (moyenne)	12,97%	0,65	0,56	0,74

Source : Hail et Leuz (2006).

Annexe 12 : Nombre d'entreprises cotées dans les principales places financières

Nombre d'entreprises cotées	1995		2000		2005	
	Total	dont étrangères	Total	dont étrangères	Total	dont étrangères
London	2502	531	2374	448	3091	334
Euronext*	1698	485	1633	421	1259	293
Dont Euronext-Paris	904	194	966	158	749	104
Deutsche Borse	1622	944	989	245	764	116
Spanish Exchange (BME)	366	4	1036	17	ND	ND
Borsa Italia	254	4	297	6	282	7
Total des cinq	6442	2162	6574	1137	5396	750
Nasdaq	5127	361	4734	488	3164	332
NYSE	2242	246	2862	433	2270	452
Japon (Tokyo)	1791	77	2096	41	2351	28

* Euronext = Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris.

Source : FIBV (International Federation of Stock Exchange).

Annexe 13 : Tradition légale des pays

Origine légale	Pays
Droit commun	Australie Afrique du Sud Canada Hong Kong Inde Irlande Malaisie Royaume-Uni Singapour Thaïlande
Droit civil français	Belgique Brésil France Grèce Italie Mexique Pays-Bas Portugal Turquie
Droit civil allemand	Allemagne Autriche Corée du sud Japon Suisse Taiwan
Droit civil scandinave	Finlande Norvège Suède

Annexe 14 : Variables pays

Ce tableau résume toutes les variables pays utilisées dans notre analyse. Ces variables sont : la tradition légale du pays d'origine (droit commun anglais, droit civil français, droit civil allemand et droit civil scandinave), l'indice « anti-director rights », l'efficacité judiciaire, les normes comptables et le « ratio de liquidité ».

pays	Droit commun anglais	Droit civil français	Droit civil allemand	Droit civil scandinave	Indice « anti-director »	Efficacité judiciaire	Normes comptables	Ratio de liquidité
Argentine	0	1	0	0	4	6.00	45	0.50
Australie	1	0	0	0	4	10.00	75	0.52
Austria	0	0	1	0	2	9.50	54	0.71
Belgique	0	1	0	0	0	9.50	61	0.23
Brésil	0	1	0	0	3	5.75	54	0.86
Canada	1	0	0	0	5	9.25	74	0.68
Chili	0	1	0	0	5	7.25	52	0.11
Colombie	0	1	0	0	3	7.25	50	0.10
Danemark	0	0	0	1	2	10.00	62	0.57
Espagne	0	1	0	0	4	6.25	64	1.70
Finlande	0	0	0	1	3	10.00	77	0.53
France	0	1	0	0	3	8.00	69	0.64
Allemagne	0	0	1	0	1	9.00	62	1.38
Grèce	0	1	0	0	2	7.00	55	0.73
Hong kong	1	0	0	0	5	10.00	69	1.13
Inde	1	0	0	0	5	8.00	57	0.43
Indonésie	0	1	0	0	2	3.98	65	0.69
Irlande	1	0	0	0	4	8.75	74	0.83
Italie	0	1	0	0	1	6.75	62	0.66
Japon	0	0	1	0	4	10.00	65	0.46
Corée	0	0	1	0	2	6.00	62	1.88
Malaisie	1	0	0	0	4	9.00	76	0.73
Mexique	0	1	0	0	1	6.00	60	0.38
Norvège	0	0	0	1	4	10.00	74	0.75
Nouvelle Zélande	1	0	0	0	4	10.00	70	0.38
Pays-Bas	0	1	0	0	2	10.00	64	0.67
Pérou	0	1	0	0	3	6.75	38	0.26
Philippines	0	1	0	0	3	4.75	65	0.35
Portugal	0	1	0	0	3	5.50	36	0.66
Singapour	1	0	0	0	4	10.00	78	0.50
Afrique du sud	1	0	0	0	5	6.00	70	0.19
Suède	0	0	0	1	3	10.00	83	0.68
Suisse	0	0	1	0	2	10.00	68	1.01
Taiwan	0	0	1	0	3	6.75	65	4.62
Thaïlande	1	0	0	0	2	3.25	64	0.38
Turquie	0	1	0	0	2	4.00	51	1.30
Royaume-Uni	1	0	0	0	5	10.00	78	0.44
Vénézuéla	0	1	0	0	1	6.50	40	0.31

Annexe 15 : Liste des entreprises multicotées

Ce tableau présente la liste des 200 entreprises multicotées composant notre échantillon test. Ces entreprises sont classées en deux groupes selon la tradition légale de leurs pays d'origine. 100 entreprises provenant des pays de droit commun et 100 entreprises provenant des pays de droit civil.

GROUPE « Commun »		GROUPE « Civil »	
-1- Rexam	-51- WWP group plc	-101- Business Objects	-151- Groupe ABB
-2- Vtech Holdings Ltd	-52- Gujarat Ambuja Cements LTD	-102- CNH Global	-152- Eisai
-3- Scottish Power	-53- Antofagasta plc	-103- Cosmote Mobile Telecommunications	-153- Ricoh
-4- Kingfisher	-54- Grasim Industries Limited	-104- Swisscom	-154- POSCO
-5- JD Group	-55- Indian Rayon and Industries Limited	-105- Nippon Telegraph and Telephone Corporation	-155- Arcadis
-6- Acambis plc	-56- AstraZeneca plc	-106- Renault	-156- Koninklijke Wessanen N.V
-7- Swire Pacific	-57- Batavia Mining Limited	-107- Tupras Turkiye Petrol	-157- Nokia
-8- Pearson	-58- GNK	-108- Delhaiz	-158- KT&G
-9- Jinhui Holdings Company Limited	-59- Beijing Enterprises Holdings Limited	-109- Adidas	-159- Siemens
-10- BAE Systems	-60- Harmony Gold Mining Company	-110- Kia Motors	-160- Volkswagen AG
-11- Danka Business Systems	-61- Pentamedia Graphics	-111- DaimlerChrysler AG	-161- Alcatel-Lucent
-12- Steel Authority of India	-62- Corus	-112- Nissan Motor	-162- All Nippon Airways
-13- Gail India Limited	-63- Gold Fields	-113- Novartis	-163- Best Water Technology
-14- Hexaware Technologies	-64- DRDGO	-114- Toyota Motor	-164- Groupe Danone
-15- Qantas Airways	-65- Premier Oil	-115- Altran Technologies	-165- Total
-16- Newcrest Mining	-66- Jinhui Shipping and Transportation Limited	-116- Ciments Français	-166- Suez
-17- South African Breweries SABMiller	-67- Arvind Mills	-117- Dassault Systemes	-167- Koninklijke Ahold
-18- Alumina	-68- Great Eastern Shipping	-118- Valeo	-168- Bayer Group
-19- Vodafone Group plc	-69- Tube Investments of India	-119- Compagnie Financière Richemont	-169- Nec Corporation
-20- NDS Group	-70- Ranbaxy Laboratories	-120- Clarins	-170- Syngenta
-21- Del Monte Pacific	-71- Hindalco Industries	-121- Interpump Group	-171- Koninklijke KPN N.V
-22- CapitaLand	-72- The Tata Power Company Limited	-122- Nidec Corporation	-172- TDK Corporation
-23- Hana Microelectronics	-73- Cnooc Limited	-123- Deutsche Beteiligungs	-173- E.ON AG
-24- Woolworths Limited	-74- eNewMedia Company Limited	-124- BE Semiconductor Industries	-174- Aracruz Celulose
-25- Diageo	-75- JD Wetherspon	-125- ILOG S.A	-175- Canon Inc
-26- UOL Group	-76- E.I.D. Parry (India)	-126- Hellenic Petroleum	-176- Benetton Group SPA
-27- Imperial Holdings	-77- Century Textiles and Industries	-127- Norske Skogindustrier	-177- Koninklijke Philips Electronics

-28- Raffles Medical	-78- Indo Rama Synthtics	-128- Amer Sports	-178- Kubota Corporation
-29- Sime Darby	-79- Exxaro Resources Limited	-129- Puma Rudolf Dassler Sport	-179- Matsushita Electric Industrial Co., Ltd.
-30- Crompton Greaves	-80- Reed Elsevier plc	-130- Cardo	-180- Volvo AB
-31- CESC	-81- Rio Tinto plc	-131- Technip	-181- Solvay
-32- City Telecom (H.K.)	-82- Alcan	-132- Fresenius Medical Care	-182- NTT DOCOMO
-33- Keppel	-83- Rentokil Initial	-133- Samsung Electronics	-183- Far Eastern Textile
-34- Nortel Networks Corporation	-84- Tabcorp Holdings ltd	-134- Bohler Uddeholm	-184- Ducatti Motor
-35- Dr Reddy's Laboratories LTD	-85- Tate & Lale	-135- Mitsubishi	-185- Deutsche Luftansa
-36- Lihir Gold	-86- Trans Hex	-136- Roche	-186- Sony
-37- Spirent Communications	-87- Reliance Industries	-137- Olympus	-187- Giga-Byte Technology
-38- Smith & Nephew	-88- TullowOil	-138- Sunplus Technology	-188- Fiat Group
-39- SkyePharma	-89- Imperial Chemical Industries	-139- Evergreen Marine	-189- Honda Motor
-40- Oil Search	-90- Barrick	-140- Peugeot Citroen	-190- Hyundai Motor
-41- Lend Lease	-91- Anglogold Ashanti	-141- Thales	-191- Akzo Nobel
-42- SkillSoft	-92- British American Tobacco plc	-142- Samsung SDI	-192- Realtek Semiconductor Corp.
-43- International Power	-93- Johnson Matthey	-143- Kemira Group	-193- Winbond Electronics Corp.
-44- Reliance Energy Limited	-94- Shanghai Industrial Holdings ltd	-144- Corporacion GEO	-194- Silicon Integrated Systems Corp.
-45- DSG International	-95- Nampak	-145- Ericsson	-195- BASF
-46- AECI	-96- British Telecommunications plc	-146- Henkel	-196- Acergy
-47- Amcor LTD	-97- GlaxoSmithKline	-147- Lafarge	-197- Kawasaki Heavy Industries
-48- Bajaj Auto LTD	-98- Bell Canada Entreprises	-148- Telenor	-198- Deutsche Telekom
-49- BP	-99- MTN group ltd	-149- Continental	-199- Hitachi
-50- Giordano International	-100- Sappi	-150- Inapa Group	-200- Unilever N.V.

Annexe 16 : Multicotation par origine légale

TRADITION LEGALE DU PAYS D'ORIGINE	EXCHANGE	OTC/PORTAL
COMMUN	37	63
CIVIL	51	49
- CIVIL FRANCAIS	21	16
- CIVIL ALLEMAND	25	29
- CIVIL SCANDINAVE	5	4

Annexe 17 : Répartition des entreprises par pays d'origine en fonction du choix du mode de multicotation

PAYS	EXCHANGE	OTC/PORTAL
Pays de droit Commun :	37	63
Afrique du Sud	5	7
Australie	3	8
Canada	4	0
Hong Kong	2	8
Inde	1	21
Irlande	1	0
Malaisie	0	1
Thaïlande	0	1
Singapour	0	5
Royaume-Uni	21	12
Pays de droit civil :	51	49
- Civil français	21	16
Belgique	1	1
Brésil	1	0
France	9	7
Grèce	0	2
Italie	3	1
Mexique	0	1
Pays-Bas	7	2
Portugal	0	1
Turquie	0	1
- Civil allemand	25	29
Allemagne	7	7
Autriche	0	2
Corée	1	5
Japon	13	6
Suisse	4	2
Taiwan	0	7
- Civil scandinave	5	4
Finlande	1	2
Norvège	2	1
Suède	2	1

Annexe 18 : Matrices de corrélation de Pearson

Groupe 1 : COMMUN

		EXCHANGE	DIV_CB	AD	EJ	AS	FLOTTANT	DOM	ETR	LR	HI_TECH	ROE	VAR_CA	RD_CA	LOG_AK
EXCHANGE	Corrélation de Pearson	1	-,029	,136(**)	,187(**)	,405(**)	,429(**)	-,155(**)	-,348(**)	,129(**)	,254(**)	-,066	,016	,200(**)	,291(**)
	Sig. (bilatérale)		,514	,002	,000	,000	,000	,000	,000	,004	,000	,143	,727	,000	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
DIV_CB	Corrélation de Pearson	-,029	1	,363(**)	,219(**)	,330(**)	-,174(**)	,132(**)	-,146(**)	-,055	-,099(*)	-,027	-,032	-,096(*)	,208(**)
	Sig. (bilatérale)	,514		,000	,000	,000	,000	,003	,001	,222	,026	,545	,478	,032	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
AD	Corrélation de Pearson	,136(**)	-,363(**)	1	,028	-,165(**)	,362(**)	-,104(*)	,041	-,177(**)	,194(**)	,053	-,026	,037	,165(**)
	Sig. (bilatérale)	,002	,000		,529	,000	,000	,020	,356	,000	,000	,233	,562	,408	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
EJ	Corrélation de Pearson	,187(**)	,219(**)	,028	1	,552(**)	,007	-,048	-,458(**)	,096(*)	,080	-,074	-,039	-,038	,215(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,529		,000	,873	,283	,000	,032	,073	,099	,383	,393	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
AS	Corrélation de Pearson	,405(**)	,330(**)	-,165(**)	,552(**)	1	,216(**)	-,068	-,476(**)	,053	,017	-,088(*)	-,016	-,003	,292(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000		,000	,126	,000	,236	,709	,049	,717	,950	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FLOTTANT	Corrélation de Pearson	,429(**)	-,174(**)	,362(**)	,007	,216(**)	1	-,151(**)	-,044	-,144(**)	,228(**)	,047	-,058	,158(**)	,283(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,873	,000		,001	,330	,001	,000	,295	,194	,000	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
INST_DOM	Corrélation de Pearson	-,155(**)	,132(**)	-,104(*)	-,048	-,068	-,151(**)	1	,265(**)	,017	-,330(**)	-,129(**)	,067	-,047	,180(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,003	,020	,283	,126	,001		,000	,703	,000	,004	,132	,292	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
INST_ETR	Corrélation de Pearson	-,348(**)	-,146(**)	,041	-,458(**)	-,476(**)	-,044	,265(**)	1	-,119(**)	-,165(**)	,061	-,004	-,024	-,121(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,001	,356	,000	,000	,330	,000		,008	,000	,170	,938	,594	,007
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
LR	Corrélation de Pearson	,129(**)	-,055	,177(**)	,096(*)	,053	-,144(**)	,017	-,119(**)	1	-,056	-,010	-,015	-,026	-,068
	Sig. (bilatérale)	,004	,222	,000	,032	,236	,001	,703	,008		,212	,815	,745	,568	,129
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
HI_TECH	Corrélation de Pearson	,254(**)	-,099(*)	,194(**)	,080	,017	,228(**)	-,330(**)	-,165(**)	-,056	1	-,078	-,007	,296(**)	,035
	Sig. (bilatérale)	,000	,026	,000	,073	,709	,000	,000	,000	,212		,083	,875	,000	,436
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
ROE	Corrélation de Pearson	-,066	-,027	,053	-,074	-,088(*)	,047	-,129(**)	,061	-,010	-,078	1	,040	-,057	,071
	Sig. (bilatérale)	,143	,545	,233	,099	,049	,295	,004	,170	,815	,083		,375	,200	,113
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
VAR_CA	Corrélation de Pearson	,016	-,032	-,026	-,039	-,016	-,058	,067	-,004	-,015	-,007	,040	1	-,035	-,069
	Sig. (bilatérale)	,727	,478	,562	,383	,717	,194	,132	,938	,745	,875	,375		,440	,122
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
RD_CA	Corrélation de Pearson	,200(**)	-,096(*)	,037	-,038	-,003	,158(**)	-,047	-,024	-,026	,296(**)	-,057	-,035	1	-,192(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,032	,408	,393	,950	,000	,292	,594	,568	,000	,200	,440		,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
LOG_AK	Corrélation de Pearson	,291(**)	,208(**)	,165(**)	,215(**)	,292(**)	,283(**)	,180(**)	-,121(**)	-,068	,035	,071	-,069	-,192(**)	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,007	,129	,436	,113	,122	,000	
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500

** . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

Groupe 2 : CIVIL

		EXCHANGE	DIV_CB	AD	FL	EJ	AS	FLOTTANT	DOM	ETR	LR	HI_TECH	ROE	VAR_CA	D_CA	LOG_AK
EXCHANGE	Corrélation de Pearson	1	,112(*)	,082	,047	,322(**)	,176(**)	,154(**)	,007	-,064	-,327(**)	,079	,053	-,094(*)	-,020	,439(**)
	Sig. (bilatérale)		,012	,066	,296	,000	,000	,001	,869	,153	,000	,076	,235	,036	,650	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
DIV_CB	Corrélation de Pearson	,112(*)	1	,295(**)	-,169(**)	,190(**)	-,003	,096(*)	-,056	,040	-,128(**)	,125(**)	-,052	,002	,027	,127(**)
	Sig. (bilatérale)	,012		,000	,000	,000	,946	,031	,212	,372	,004	,005	,248	,964	,543	,004
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
AD	Corrélation de Pearson	,082	,295(**)	1	-,175(**)	,235(**)	,353(**)	,046	,063	,053	-,090(*)	,073	-,138(**)	-,014	,044	,060
	Sig. (bilatérale)	,066	,000		,000	,000	,000	,305	,158	,239	,045	,104	,002	,756	,330	,181
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FL	Corrélation de Pearson	,047	-,169(**)	-,175(**)	1	-,311(**)	-,158(**)	-,218(**)	,028	,023	-,298(**)	-,124(**)	,120(**)	-,080	,019	-,207(**)
	Sig. (bilatérale)	,296	,000	,000		,000	,000	,000	,532	,613	,000	,006	,007	,073	,671	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
EJ	Corrélation de Pearson	,322(**)	,190(**)	,235(**)	-,311(**)	1	,424(**)	,222(**)	-,090(*)	,120(**)	-,480(**)	,060	,051	-,032	135(**)	,296(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,043	,007	,000	,179	,252	,476	,003	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
AS	Corrélation de Pearson	,176(**)	-,003	,353(**)	-,158(**)	,424(**)	1	,110(*)	-,119(**)	,039	-,094(*)	,190(**)	-,099(*)	-,012	-,007	,098(*)
	Sig. (bilatérale)	,000	,946	,000	,000	,000		,014	,008	,390	,035	,000	,027	,797	,884	,028
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FLOTTANT	Corrélation de Pearson	,154(**)	,096(*)	,046	-,218(**)	,222(**)	,110(*)	1	,140(**)	,106(*)	-,021	,176(**)	-,022	-,058	,017	,236(**)
	Sig. (bilatérale)	,001	,031	,305	,000	,000	,014		,002	,018	,632	,000	,626	,195	,710	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
NST_DOM	Corrélation de Pearson	,007	-,056	,063	,028	-,090(*)	-,119(**)	,140(**)	1	,434(**)	-,016	-,062	-,104(*)	-,045	,013	,097(*)
	Sig. (bilatérale)	,869	,212	,158	,532	,043	,008	,002		,000	,718	,168	,020	,318	,766	,031
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
NST_ETR	Corrélation de Pearson	-,064	,040	,053	,023	,120(**)	,039	,106(*)	,434(**)	1	-,179(**)	-,004	-,035	-,017	-,080	,166(**)
	Sig. (bilatérale)	,153	,372	,239	,613	,007	,390	,018	,000		,000	,934	,435	,705	,074	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
LR	Corrélation de Pearson	-,327(**)	-,128(**)	-,090(*)	-,298(**)	-,480(**)	-,094(*)	-,021	-,016	-,179(**)	1	,159(**)	-,152(**)	,046	,081	-,259(**)
	Sig. (bilatérale)	,000	,004	,045	,000	,000	,035	,632	,718	,000		,000	,001	,305	,071	,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
HI_TECH	Corrélation de Pearson	,079	,125(**)	,073	-,124(**)	,060	,190(**)	,176(**)	-,062	-,004	,159(**)	1	,014	,022	375(**)	-,037
	Sig. (bilatérale)	,076	,005	,104	,006	,179	,000	,000	,168	,934	,000		,753	,620	,000	,412
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
ROE	Corrélation de Pearson	,053	-,052	-,138(**)	,120(**)	,051	-,099(*)	-,022	-,104(*)	-,035	-,152(**)	,014	1	,094(*)	-,053	,056
	Sig. (bilatérale)	,235	,248	,002	,007	,252	,027	,626	,020	,435	,001	,753		,036	,236	,214
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
VAR_CA	Corrélation de Pearson	-,094(*)	,002	-,014	-,080	-,032	-,012	-,058	-,045	-,017	,046	,022	,094(*)	1	-,042	-,136(**)
	Sig. (bilatérale)	,036	,964	,756	,073	,476	,797	,195	,318	,705	,305	,620	,036		,347	,002
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
RD_CA	Corrélation de Pearson	-,020	,027	,044	,019	-,135(**)	-,007	,017	,013	-,080	,081	,375(**)	-,053	-,042	1	-,221(**)
	Sig. (bilatérale)	,650	,543	,330	,671	,003	,884	,710	,766	,074	,071	,000	,236	,347		,000
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
LOG_AK	Corrélation de Pearson	,439(**)	,127(**)	,060	-,207(**)	,296(**)	,098(*)	,236(**)	,097(*)	,166(**)	-,259(**)	-,037	,056	-,136(**)	221(**)	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,004	,181	,000	,000	,028	,000	,031	,000	,000	,412	,214	,002	,000	
	N	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500

** . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	4
INTRODUCTION GENERALE.....	5
1- Questions de recherche	8
2- Définition de l'objet de la thèse	9
3- Cadre théorique	10
4- Structure globale de la thèse	18
PREMIERE PARTIE : <u>POSITIONNEMENT THEORIQUE DE LA RECHERCHE</u>.....	21
<u>CHAPITRE I : MOTIVATIONS ET CONSEQUENCES DE LA COTATION A L'ETRANGER</u>.....	24
<u>SECTION 1 - TECHNIQUES DE MULTICOTATION</u>	26
1- Inscription directe des titres	27
2- Programmes d'émission de certificats d'actions étrangères	28
<u>SECTION 2 - MOTIVATIONS ET COÛTS DE LA COTATION A L'ETRANGER</u>	35
1- Motivations des investisseurs	36
2- Motivations des entreprises	37
3- Coûts de multicotation	42
<u>SECTION 3 - ROLE DE LA COTATION A L'ETRANGER DANS LES STRATEGIES DE GLOBALISATION</u>	45
1- Financement des investissements	46
2- Fusions et acquisitions	47
3- Privatisation des entreprises	49
<u>SECTION 4 - IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR L'ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE</u>	51
1- Impact de la multicotation sur le marché étranger	51
2- Impact de la multicotation sur le marché domestique	53
3- Impact de la multicotation sur les entreprises concurrentes	54
Conclusion du chapitre	55
<u>CHAPITRE II : COTATION A L'ETRANGER ET PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>.....	57
<u>SECTION 1- PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DANS LES ENTREPRISES MULTICOTEES</u>	59
1- Protection légale des actionnaires minoritaires et hypothèse de « crédibilité par association »	60
2- Protection des actionnaires minoritaires et mode de cotation à l'étranger	65
3- Tradition légale et cotation à l'étranger	67
4- Principaux droits des actionnaires minoritaires	71
<u>SECTION 2- IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LES BENEFICES PRIVES DU CONTROLE</u>	78
1- Valeur des bénéficiaires privés du contrôle	79
2- Signal du niveau d'extraction des bénéficiaires privés du contrôle	85
<u>SECTION 3 - IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA DECISION DE MULTICOTATION</u>	91
1- Structure de propriété et de contrôle des entreprises multicotées	92
2- Effet de la structure institutionnelle sur la décision de multicotation	99
Conclusion du chapitre	103
<u>CHAPITRE III : PERFORMANCE DES ENTREPRISES COTEES A L'ETRANGER</u>	105
<u>SECTION 1 - IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LA VALEUR DES ENTREPRISES</u>	107
1- Comparaison des évaluations des entreprises multicotées et celles non multicotées	108
2- Effet de la multicotation sur la valorisation des entreprises	109
3- Performance des entreprises et mode de multicotation	112
<u>SECTION 2 - EFFET DE LA MULTICOTATION SUR LES COURS DES ACTIONS</u>	115
1- Détermination du cours d'un certificat d'actions étrangères	115
2- Facteurs affectant les cours	118
<u>SECTION 3 – IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA VALORISATION DES ENTREPRISES MULTICOTEES</u>	126
1- Effet de la dispersion du capital sur la valorisation des entreprises multicotées	127
2- Participation des investisseurs institutionnels domestiques au capital	129
3- Participation des investisseurs institutionnels internationaux au capital	130

SECTION 4 - PERFORMANCE DES ENTREPRISES MULTICOTEES ET CHOIX DES PLACES FINANCIERES	132
1- Caractéristiques des entreprises.....	132
2- Caractéristiques des places financières.....	135
3- Caractéristiques des pays.....	138
Conclusion du chapitre	141
DEUXIEME PARTIE : PROTECTION DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES ET PERFORMANCE DES ENTREPRISES.....	143
CHAPITRE I : OBJECTIFS DE L'ETUDE ET METHODOLOGIE DE RECHERCHE	145
SECTION 1 – OBJECTIFS ET HYPOTHESES A TESTER	146
1- Objectifs de l'étude	147
2- Rappel des hypothèses à tester	151
SECTION 2 – ÉCHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES.....	155
1- Sélection de l'échantillon.....	155
2- Collecte des données.....	157
SECTION 3 – CHOIX ET MESURES DES VARIABLES.....	158
1- Mesures des variables endogènes.....	159
2- Mesures des variables exogènes.....	161
3- Mesures des variables de contrôle.....	169
SECTION 4 – SPECIFICATION DU MODELE EMPIRIQUE ET METHODE D'ESTIMATION.....	173
1- Prise en compte de l'endogénéité.....	173
2- Méthodologie.....	175
Conclusion du chapitre	181
CHAPITRE II : ANALYSE ET DISCUSSION DES RESULTATS EMPIRIQUES	182
SECTION 1 – ANALYSE DESCRIPTIVE ET CARACTERISTIQUES DE L'ÉCHANTILLON	183
1- Statistiques descriptives du total échantillon.....	183
2- Statistiques descriptives du groupe « COMMUN ».....	188
3- Statistiques descriptives du groupe « CIVIL ».....	192
Conclusion.....	196
SECTION 2 – ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS.....	199
1- Vérification de l'absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes.....	200
2- Résultats d'estimation des modèles.....	200
Conclusion du chapitre	213
CONCLUSION GENERALE.....	217
1- SOMMAIRE	218
2- METHODOLOGIE ET PRINCIPAUX RESULTATS EMPIRIQUES.....	218
3- CONTRIBUTIONS AUX CONNAISSANCES.....	221
4- APPLICATIONS PRATIQUES	221
5- LIMITES ET DIRECTIONS DES RECHERCHES FUTURES.....	222
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	224
ANNEXES.....	246
ANNEXE 1 : HISTORIQUE DES CERTIFICATS D' ACTIONS ETRANGERES	247
ANNEXE 2 : PROGRAMMES DE CERTIFICATS AMERICAINS D' ACTIONS ETRANGERES (ADRs).....	248
ANNEXE 3 : NOMBRE TOTAL DES PROGRAMMES DE DRs PARRAINES DURANT LA PERIODE 1999-2006.....	249
ANNEXE 4 : REPARTITION DES PROGRAMMES DE DRs PARRAINES PAR PAYS D'ORIGINE	249
ANNEXE 5 : PREDICTIONS THEORIQUES DE L' ARGUMENT DE CREDIBILITE PAR ASSOCIATION	250
ANNEXE 6 : PRINCIPAUX RESULTATS EMPIRIQUES	251
ANNEXE 7 : EXEMPLES DES RECENTES ETUDES TRAITANT DES BENEFICES PRIVES DU CONTROLE ET DE LA MULTICOTATION	252
ANNEXE 8 : PRINCIPALES APPROCHES POUR ESTIMER LES BENEFICES PRIVES DU CONTROLE.....	253
ANNEXE 9 : IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LE DEGRE DE PROTECTION DES DROITS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	254
ANNEXE 10 : IMPACT DE LA MULTICOTATION SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES.....	255
ANNEXE 11 : COUT DES FONDS PROPRES DE QUELQUES PAYS.....	256
ANNEXE 12 : NOMBRE D'ENTREPRISES COTEES DANS LES PRINCIPALES PLACES FINANCIERES	256
ANNEXE 13 : TRADITION LEGALE DES PAYS	257

ANNEXE 14 : VARIABLES PAYS	258
ANNEXE 15 : LISTE DES ENTREPRISES MULTICOTEES.....	259
ANNEXE 16 : MULTICOTATION PAR ORIGINE LEGALE	261
ANNEXE 17 : REPARTITION DES ENTREPRISES PAR PAYS D'ORIGINE EN FONCTION DU CHOIX DU MODE DE MULTICOTATION.....	261
ANNEXE 18 : MATRICES DE CORRELATION DE PEARSON	262
TABLE DES MATIERES	264