

Divulgence et coût des capitaux propres des entreprises africaines multi-cotées : Preuves internationales

Disclosure and the cost of equity in African firms cross-listing : international evidence

Meryem HAKKOU

Doctorante à l'université Ibn Tofail Kénitra-Maroc

La Faculté des sciences économiques sociales et de gestion de Kénitra

Université Ibn Tofail-Maroc

Laboratoire Management-Finance

Me.hakkou@gmail.com

Abdelmoumen BERJAOU

Professeur

La Faculté des sciences économiques sociales et de gestion de Kénitra

Université Ibn Tofail-Maroc

Laboratoire Management-Finance

Ab.berjaoui@gmail.com

Date de soumission : 28/09/2021

Date d'acceptation : 04/11/2021

Pour citer cet article :

HAKKOU. M. et BERJAOU. A. (2021) « Divulgence et coût des capitaux propres des entreprises africaines multi-cotées : Preuves internationales », Revue Française d'Economie et de Gestion, « Volume 2 : Numéro 11 » pp : 16-38

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé

Le but de cet article est d'examiner le lien entre le coût des fonds propres et le niveau de divulgation pour un échantillon d'entreprises africaines inscrites à la Bourse de Londres (LSE). Nous montrons que l'augmentation de la divulgation permet de réduire le coût de financement et d'augmenter le suivi des analystes. À l'aide d'un modèle simple, nous constatons que les sociétés cotées subissent une diminution à la fois du risque de divulgation et du risque systématique, contrairement aux sociétés appariées. Les investisseurs exigent un rendement plus élevé pour détenir des actions avec plus d'informations. Nous montrons que l'estimation de la relation entre la divulgation et le coût du capital dépend essentiellement de deux facteurs a) : les traitements comptables et la couverture des analystes. Notre objectif n'est pas de fournir un nouveau résultat comme le fait le modèle, mais plutôt de clarifier le rôle du niveau de divulgation pour la diminution du coût du capital d'une entreprise. Nos résultats impliquent qu'une divulgation accrue par le biais des normes comptables est bénéfique pour les investisseurs et que la divulgation peut être effectuée par des intermédiaires d'information, par exemple, le suivi des analystes. Pour les entreprises dont les niveaux de divulgation sont les plus bas avant la cotation croisée, les deux types de divulgation semblent être utiles.

Mots clés : « cotation internationale » ; « normes comptables internationales » ; « divulgation » ; « coût des capitaux propres » ; « analystes financiers ».

Abstract: The purpose of this paper is to examine the relationship between cost of equity capital and disclosure level for a sample of African firms cross-listing on the London Stock Exchange (LSE). We show that increasing disclosure allows to reduce the cost of financing and increase analyst following. Using a simple model, we find that listing firms experience a decrease in both disclosure risk and systematic risk while matching firms do not. The investors demand a higher return to hold stocks with greater information. we show that the estimation of the relationship between disclosure and cost of capital depends crucially on two factors a): accounting treatments and analyst coverage. My aim is not to provide a new result though the model does, but rather to clarify the role of disclosure level for a firm's cost of capital. Our results imply that increased disclosure through accounting standards is beneficial to investors and that disclosure can be accomplished through information intermediaries, e.g., analyst following. For firms with the lowest levels of disclosure prior to cross-listing, all two types of disclosure appear to be valuable.

Key words: “International cross-listing”; “International accounting standards”; “Disclosure”; “Cost of equity; Analyst following”

Introduction

La multi-cotation constitue une étape essentielle dans la vie économique d'une entreprise, du moment que les investisseurs peuvent accéder plus facilement aux marchés étrangers de capitaux, le facteur géographique joue un rôle important. Toutefois, les entraves que les mouvements internationaux des capitaux affrontent 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 d'information sur les titres cotés outre frontières et la question de la protection des investisseurs dans certains pays étrangers ne sont pas disparus. La segmentation des marchés permet aux dirigeants d'entreprises et investisseurs de surmonter ces barrières en adoptant des mesures telles que la multi-cotation, (*cross-listing*).

Cette démarche a en général une dimension internationale et informationnelle, l'inter-cotation permettant le développement à l'étranger des entreprises qui l'accomplissent en offrant une notoriété dans le cadre d'une stratégie d'implantation, élargissement de la base de l'actionnariat, facilité d'accéder à des fusions acquisitions transfrontières, accès à des marchés secondaires plus liquide. Une liquidité accrue permet de réduire les coûts dans le sens où les écarts entre le prix d'achat et le prix de vente sont réduits. Finalement, la bonne gouvernance qui impose la protection des investisseurs par la bonne information.

L'étude de l'inter-cotation présente également un intérêt pour les marchés financiers et leurs régulations.

Les marchés boursiers ont toujours cherché à attirer à leurs côtés des sociétés étrangères afin d'y développer l'activité (renforcement de la liquidité, amélioration des profits générés par cette dernière, notoriété...). C'est le cas de la London Stock Exchange qui s'est focalisée sur les sociétés du Continent africain.

L'objectif de notre étude est d'analyser la relation entre le niveau de divulgation et le coût du capital, si la divulgation permet de réduire ou d'augmenter le coût du capital. Cette notion porte beaucoup d'intérêt pour les investisseurs dans la mesure où elle fournit une base d'évaluation des coûts et bénéfices de l'information comptable. La logique dit qu'une bonne divulgation réduit le coût du capital. Cependant, il existe un bon nombre de raisons pour que cette relation ne tient pas.

Notre étude contribue à la littérature de plusieurs manières. Premièrement, les recherches antérieures sur la multi-cotation confèrent de nombreux avantages potentiels aux entreprises

(voir, par exemple Karolyi (1998 ;2006) indique que l'événement de la multi-cotation accroît la protection des investisseurs, ou encore augmente la divulgation des informations fiables et la visibilité, Baker and all (2002). Cependant, il est difficile de savoir si les avantages associés à la multi-cotation émanent réellement des forces internes de l'entreprise ou des règlements liés au marché d'accueil telles que les normes comptables différentes des pays d'origine des entreprises. Lundholm et al. (2014) montrent que les entreprises étrangères cotées aux États-Unis offrent une transparence accrue liée à la divulgation des rapports annuels ce qui attire plus les investisseurs américains à détenir des actions étrangères. Par ailleurs Fernandes et Ferreira (2008) concluent que l'augmentation du taux de suivi des analystes est derrière l'informativité des prix pour les actions étrangères.

Notre étude contribue à la littérature en répondant à la problématique suivante : existe-il un lien entre la divulgation et la diminution des coûts des capitaux propres ?

Pour appréhender le lien entre la divulgation et le coût du capital, il est nécessaire de rappeler la définition du coût du capital qui constitue le coût de la totalité de sa dette (argent emprunté), plus le coût de tous ses capitaux propres (capital des actions ordinaires ou privilégiées). Chaque composante est pondérée pour exprimer le coût en pourcentage (coût moyen pondéré du capital ou CMPC). C'est une notion fondamentale en finance puisqu'elle sert à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation de l'entreprise.

Selon la définition universelle, le coût du capital ne dépend que du risque de l'actif économique et il préexiste à la structure financière. En effet, c'est en fonction du risque de cet actif économique et de la structure financière que les créanciers et les actionnaires vont déterminer le taux de rentabilité qu'ils exigent sur les dettes et les capitaux propres de l'entreprise. Enfin, la seule action effective pour abaisser le coût du capital est d'améliorer la qualité de l'information donnée au marché.

Cet article est organisé comme suit. Section 1 révèle notre revue de littérature, section 2 retrace notre hypothèse. La section 3 développe la recherche méthodologique et la présentation des données. Finalement, la section 4 est réservée à l'analyse des données et la discussion des résultats.

1. Revue de littérature

Dye (2001) a souligné qu'il existe deux grands axes dans la littérature sur la divulgation : la divulgation obligatoire et la divulgation volontaire. Les modèles de divulgation obligatoire (ou exogène) sont généralement mis en place comme des extensions du modèle de tarification des actifs d'équilibre général, Verrecchia (2001). Ce qui explique que plus l'information est grande, la transparence est grande et le niveau d'aléa moral est inférieur, nous nous attendons à trouver une corrélation positive entre la divulgation et le coût du capital.

Easley et O'hara (2004) indiquent que plus le niveau d'information privée est élevé, plus la prime de risque exigée de l'entreprise est élevée. Ainsi, un degré élevé d'asymétrie d'information entraîne un coût élevé des fonds propres.

Selon les études antérieures, le coût des capitaux propres varie selon le niveau de divulgation (rapports annuels, rapports trimestriels et autres rapports publiés, communiqués). En effet, il existe une forte corrélation entre le niveau de divulgation et le coût des capitaux propres plus rapide comme le rapport trimestriel aux actionnaires Botosan (2001). Botosan (1997) suggère une corrélation négative entre le niveau de divulgation volontaire et le coût des capitaux propres pour les entreprises ayant un faible suivi des analystes.

Cependant, les entreprises recourent à la divulgation volontaire pour influencer leur environnement d'information et réduire les informations transfrontalières et les barrières réglementaires Lundholm et al. (2014) Li et Yang (2016) ; Gu et al. (2016).

A priori, l'entrepreneur s'engage à un niveau de divulgation financière selon les normes comptables internationales prévues (US GAAP) ou (IAS). Cet engagement permet d'obtenir une qualité de bénéfice particulière Tim et al. (2007).

Baiman et Verrecchia (1998) démontre la relation entre la divulgation et le coût du capital à travers une série d'événement économique, cette série est illustrée sur **la figure N°1**.

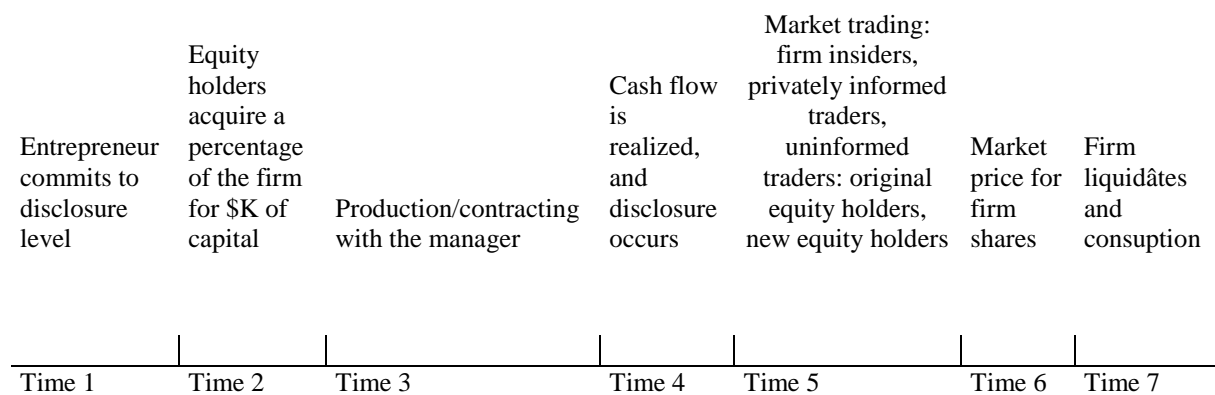


Figure n°1 : Une chronologie des éléments endogènes potentiels de la relation entre la divulgation et le coût du capital.

Une fois le niveau de divulgation est fixé, les investisseurs évaluent la valeur des capitaux propres dans la société et l'entrepreneur émet ce pourcentage d'actions de la société qui lève K \$ de capital. Lorsque le pourcentage d'action pour lever K \$ de capital augmente (diminue), le coût du capital de l'entrepreneur augmente (diminue). En décidant du pourcentage de capitaux propres à lever, les investisseurs potentiels anticipent également tous les événements futurs (écart entre le taux de l'argent sans risque et la rentabilité du portefeuille de marché). En particulier, ils prévoient la possibilité de subir un choc de liquidité qui les obligera à vendre leur participation ou à acheter un intérêt plus élevé à un prix de marché futur. La décision des investisseurs potentiels qui s'articule sur la rentabilité marginale ou le risque marginale représente le coût endogène du capital de l'entreprise Robert E. Verrecchia (1998).

La caractéristique importante des deux étapes consiste à démontrer la relation entre la divulgation et le coût du capital à travers l'octroi de la possibilité de fixer les investisseurs potentiels le taux de rentabilité exigée en fonction de l'engagement de divulgation de l'entrepreneur. En l'absence de ce lien, la divulgation ne peut pas affecter le coût du capital et vice versa.

Le troisième point consiste à engager un gestionnaire pour la mise en vente des actions. Cependant, l'augmentation de la demande potentielle de liquidité des investisseurs et le niveau optimal de divulgation élargit le risque d'aléa moral résiduel du gestionnaire. Pour faire face à

ce genre de problème, l'utilisation de plans de rémunération complexes liés à la performance est plausible (contrat, stock option...) Baiman et al. (1996).

A la fin, le gestionnaire est alors obligé de diffuser un rapport public de cette valeur après avoir observé les flux de trésorerie réels.

L'exactitude ou la fidélité du rapport aux flux de trésorerie réels doit être cohérente avec le niveau de divulgation auquel l'entrepreneur s'est initialement engagé auparavant.

Etant donné le pouvoir que la divulgation dispose dans la réduction des coûts des capitaux propres, la divulgation est une condition importante pour le bon fonctionnement du marché, car une bonne information, facilement disponible et impossible à ignorer, réduira le risque d'aléa moral.

En outre, Easley et O'hara (2004) suggèrent fortement que des niveaux plus élevés de divulgation des informations comptables réduisent le risque associé aux rendements des actions, ce qui réduit la relation risque/rendement des titres.

Chen et al. (2019) indiquent que les entreprises qui choisissent de se coter dans un marché international où les normes comptables sont différentes de celles de leur pays d'origine semblent fournir des divulgations nombreuses avant leurs inter-cotations et une telle divulgation aide les entreprises à attirer plus d'investisseurs institutionnels étrangers dans leurs pays d'accueil ainsi que les investisseurs institutionnels étrangers deviennent moins hésitant quant à la détention des actions des sociétés multi-cotées avec une divulgation accrue.

Lang et al. (2003) déclarent que les entreprises cotées aux Etats-Unis présentent une meilleure qualité comptable que les entreprises inscrites sur des bourses non réglementées.

Enfin Lang et al. (2003), concluent que les entreprises qui choisissent de faire une multi-cotation dans un pays réglementé disposent d'informations comptables de meilleure qualité que les entreprises qui choisissent de ne pas le faire.

Dans cet article nous utilisons un échantillon d'entreprises africaines qui sont cotées sur le LSE pour examiner s'il existe un lien de causalité entre la divulgation et les coûts des capitaux propres. Dans la mesure où les coûts des capitaux propres constituent un obstacle majeur aux décisions de la multi-cotation et que la divulgation atténue cette préoccupation, nous estimons que les entreprises provenant de pays où les niveaux de divulgation comptable sont faibles qui

décident de se coter dans un autre marché réglementé publieront davantage d'information. Nous émettons l'hypothèse que la multi-cotation des entreprises africaines sur le LSE connaîtra une diminution du coût des fonds propres. A l'aide des deux sources d'information : les normes comptables ; suivi des analystes financiers nous estimons que la baisse des coûts des capitaux propres est liée au niveau de divulgation des entreprises avant la cotation.

1.1 Information et coût du capital

La détermination du coût du capital (WACC) constitue l'une des décisions clés qu'une entreprise doit prendre dans la mesure où il constitue le coût d'opportunité pour l'investisseur d'investir son capital dans cette entreprise.

Une estimation du WACC de l'entreprise permet de quantifier le rendement moyen attendu par tous les investisseurs de l'entreprise car les chocs sur les flux de trésorerie anticipés se reflètent dans le coût du capital de l'entreprise.

Yang (2014) a fourni des preuves empiriques des avantages d'une divulgation plus riche, confirmant ce qui est intuitif. Les entreprises sont conscientes qu'une bonne communication des informations financières relève de la microstructure et des normes comptables adoptées par l'entreprise qui déterminent le coût de cette dernière et, par conséquent, son cours de bourse. Apergis et al. (2011) soutiennent que les informations comptables ont tendance à rémunérer les actionnaires par le biais du rendement des actions en réduisant leur exposition aux risques d'investissement (asymétrie d'information, sélection adverse).

Botosan (1997) affirme que la recherche sur les modèles d'évaluation des actifs n'a pas, jusqu'à présent, modélisé de manière explicite l'environnement de l'information comptable pour déterminer le rendement requis de l'entreprise, bien que Eaton et al. (2007) soutiennent que davantage de facteurs autres que le risque de marché pourrait être également responsables de la détermination d'un des agrégats financiers de l'entreprise, tels que les retours d'actions. Négliger un tel facteur, cependant, place le concept d'efficacité du marché en grave litige, un fait qui a joué un rôle de premier plan dans la récente crise financière mondiale.

Selon Abdallah et al. (2011), l'idée que de nouvelles informations comptables entraînent des changements non seulement dans le cours des actions de l'entreprise, mais aussi dans le volume négocié en raison du nombre accru des investisseurs informés. Artikis et al. (2010) constatent

que les rendements excédentaires changent à l'arrivée de nouvelles informations comptables, mais seulement si le nouvel ensemble d'informations peut avoir un impact sur l'activité.

En outre, des informations comptables plus élevées améliorent la coordination entre les entreprises et les investisseurs en ce qui concerne les décisions d'investissement en capital, ce qui entraîne une augmentation des flux de trésorerie attendus sans augmentation proportionnelle de la covariance de l'entreprise avec le marché, qui devrait avoir un effet négatif sur le coût du capital de l'entreprise.

Dans l'ensemble, la structure de l'information d'une entreprise influe sur le rendement de ses actions. Cela veut dire que le coût du capital d'une entreprise est influencé par l'information, ce qui établit un lien important entre la tarification des actifs et la structure informationnelle des titres d'entreprise.

Certaines études empiriques suggèrent que les informations comptables sont négativement associées au coût du capital de l'entreprise Francis et al. (2004) ; Botosan (1997). Un courant de la littérature connexe illustre le rôle des informations incomplètes. Merton (1987) examine comment l'incertitude entourant certains actifs influence les conditions d'équilibre des marchés financiers. Ses résultats montrent qu'à l'équilibre, la valeur de l'entreprise reste toujours faible avec des informations incomplètes, tandis qu'une meilleure information réduit le taux de rendement exigé par les investisseurs en améliorant le partage des risques.

Les mêmes résultats sont également affichés par Barry and Brown (1985) à travers une réduction du risque d'estimation. Cependant, Lewellen and Shanken (2002) contestent le mécanisme d'estimation du risque au motif que l'effet de la base d'investisseurs est susceptible d'arbitrage, alors qu'il y a beaucoup de débats sur la diversité et la tarification de ce risque, tandis que Botosan et Plumlee (2002) trouvent une association négative des informations comptables et du coût du capital. Ils concluent que la volatilité des cours des actions est due à l'augmentation des informations comptables. Gietzmann et Irland (2005) soutiennent la relation entre le rôle des informations stratégiques et le coût des capitaux propres. Feltham (2007) examine comment de nouvelles informations comptables, concernant le niveau de levier de l'entreprise, influencent le cours des actions de l'entreprise. Ils constatent que l'impact de ces informations est une fonction croissante des niveaux d'endettement.

Un autre courant de recherche met l'accent sur le rôle de la divulgation d'informations par les entreprises. L'information comptable est la clé pour transformer l'information privée en information publique. Diamond (1985) à travers un modèle d'équilibre, montre que la production d'informations est coûteuse, ce qui implique la nécessité pour chaque investisseur de dépenser des ressources pour collecter les informations nécessaires. Enfin, Karamanou et Nishiotis (2009) constatent que des niveaux plus élevés d'informations comptables et de divulgation en raison de l'adoption des normes IFRS conduisent à des rendements excédentaires plus élevés, des résultats qui sont cohérents avec l'impact négatif des informations comptables sur le coût du capital. Enfin, il existe des modèles basés sur la liquidité qui relient indirectement les informations comptables et le stock attendu de l'entreprise. Retour. Amihud et Mendelson (1986) utilisent un modèle dans lequel les investisseurs avec des périodes de détention anticipées différentes préfèrent échanger des actifs avec des écarts relatifs différents puisqu'ils exigent une compensation pour ces écarts. En conséquence, les rendements attendus des actions augmentent avec les spreads. Easley et O'Hara (2004) montrent un modèle dans lequel les investisseurs exigent des rendements boursiers inférieurs si ces actions ont une plus grande information publique et moins privée.

Ball (2006), dans une discussion sur la bonne qualité des normes comptables de l'IASB et leur utilité pour les investisseurs, a suggéré que l'utilisation de ces normes offre des avantages à la fois directs et indirects. En termes d'avantages directs, par exemple, les IAS/IFRS réduisent les coûts de recherche et de traitement de l'information et le risque associé aux investissements. Quant aux bénéfices indirects, Daske, Li et al. (2010) ont également noté que l'application de ces normes contribue notamment à réduire le coût du capital pour les entreprises et les rend ainsi attractives pour les investisseurs, diminue l'asymétrie d'information et améliore leur système de gouvernance.

Ces affirmations ont été approuvées par plusieurs études empiriques qui mentionnent l'association positive entre l'utilisation des IAS/IFRS et la qualité de l'information financière (Daske et Gebhardt, 2006 ; Barth et al., 2008), les gains d'efficacité sous forme de contrats de dette (Kim & Shi, 2012) et les erreurs de prévision sont également réduites par les analystes financiers (Ashbaugh & Pincus, 2001).

2. Hypothèses et développement

La divulgation est un élément très important pour le bon fonctionnement du marché des capitaux.

Healy et Palepu (2001) présentent une analyse approfondie des facteurs influençant la politique de divulgation des entreprises. La divulgation peut être effectuée par le biais des rapports obligatoires (états financiers, dépôts réglementaires auprès de la Financial Conduct Authority (FCA), des rapports volontaires (par exemple, communiqués de presse) et d'intermédiaires (par exemple, analystes). Au sein du système du marché des capitaux, des asymétries d'information peuvent se développer, qui peuvent éventuellement être atténuées par une réglementation offrant une divulgation plus complète Bailey et coll. (2006).

Il existe un certain nombre de modèles pour mesurer directement le lien entre la divulgation et le coût des capitaux propres comme le modèle d'actualisation des dividendes (MJ Gordon & Shapiro, 1956), (Li, 2010) a mesuré le coût implicite des capitaux propres en prenant la moyenne des mesures du coût des capitaux propres du modèle de bénéfices anormaux restreints (PEG), du modèle de ROE de l'industrie (GM), du modèle de croissance économique à l'échelle (CT) et modèle de croissance anormale des gains sans restriction (GLS). Le modèle de ratio cours-bénéfices (PEG) est développé par (Easton, 2004) et correspond au « ratio cours-bénéfices (PE) divisé par le taux de croissance des bénéfices à court terme » qui sera étudié dans notre cas.

Li a argumenté son choix d'utiliser la moyenne de ces modèles pour traiter une erreur de mesure substantielle et un biais potentiel dans les estimations implicites du coût du capital en utilisant un modèle unique ; (Li, 2010) a mesuré le coût implicite des fonds propres en utilisant les quatre indicateurs définis précédemment. (Botosan et Plumlee, 2002) ont critiqué la méthode ci-dessus, suggérant que le coût moyen des mesures des fonds propres pourrait atténuer les rendements inattendus en raison de nouvelles spécifiques à l'entreprise, mais pas en raison des risques à l'échelle du marché et donc découragé son utilisation. (P. O. Christensen et al., 2010 ; Li, 2010) ont mesuré l'effet de l'adoption obligatoire des IFRS sur le coût des fonds propres à l'aide du modèle de (Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005) et du PEG de (Easton, 2004).

Selon le modèle de Merton, une augmentation du nombre d'investisseurs qui sont au courant d'une entreprise réduit le rendement attendu des investisseurs en réduisant le « coût des capitaux

propres », et donc augmente la valeur marchande des actions de l'entreprise. Les gestionnaires peuvent faire des multi-cotation pour réduire ce coût.

Nous examinons la variation des capitaux propres pour les entreprises provenant de pays africains sur la Bourse de Londres (LSE). Des études antérieures, Easley et al. (2004), Espinosa et al. (2005), Chen et al. (2014), Baker et al. (2002) se sont largement concentrées soit sur les entreprises étrangères cotées sur les marchés américains, soit sur les entreprises américaines cotées sur les marchés étrangers. L'inclusion de la LSE nous permet de déterminer si les entreprises des marchés émergents peuvent diminuer leurs couts du capital en cotant leurs actions sur un marché Britannique.

Les recherches théoriques et empiriques, évoquées ci-dessus, reposent sur l'hypothèse suivante:

Hypothèse 1- une divulgation plus élevée aurait-elle un effet modérateur sur la baisse des coûts des capitaux propres ?

Attirer un analyste actif pour une entreprise peut également réduire le coût du capital d'une entreprise, du moins dans la mesure où les analystes fournissent des informations crédibles sur l'entreprise. Une autre façon d'influencer sa structure d'information consiste à choisir l'endroit où inscrire ses titres à la négociation. Étant donné que les investisseurs apprennent des prix, la microstructure de l'endroit où les titres d'une entreprise sont négociés peut influencer la manière dont et la rapidité avec laquelle les nouvelles informations sont reflétées dans le cours de l'action.

Merton (1987) ; Marcus et Wallace (1991) ; Marcus (1997) suggère que les rapports d'analystes constituent la principale source d'information pour les investisseurs.

Ainsi, le modèle Easley et O'Hara (2004) illustre l'importance des normes comptables et du suivi des analystes pour le coût du capital d'une entreprise. Ces deux types de divulgation ont reçu une attention individuelle considérable dans la littérature.

Healy, Hutton et Palepu (1999) constatent que les entreprises qui augmentent leur niveau de divulgation connaissent des augmentations du rendement des actions, de la propriété institutionnelle, du suivi des analystes et de la liquidité des actions. Enfin, Lang et Lundholm (2000) concluent que les entreprises qui augmentent leur niveau de divulgation en prévision d'une offre d'actions connaissent des augmentations de prix avant l'offre.

Hypothèse 2- Les entreprises ayant peu d'analystes avant la cotation à la Bourse de Londres connaîtraient une réduction de leur coût du capital.

3. Méthodes et données

Le coût des capitaux propres est le taux de rentabilité exigé par les investisseurs, peut être mesuré directement ou à l'aide des proxys. Les mesures directes de calcul du coût des fonds propres ne permettent pas de calculer l'asymétrie de l'information, c'est pourquoi des substituts alternatifs sont utilisés comme le volume des transactions, la volatilité des cours des actions (Leuz et Verrecchia, 2000). Le Capital Asset Pricing Model (CAPM) est un modèle largement utilisé pour mesurer le coût des fonds propres avec les formules suivantes :

$$E(R_k) = r_f + \beta_k (R_m - r_f)$$

où r_f est le taux sans risque, R_m est le rendement attendu du portefeuille de marché et β_k est le risque systématique de l'entreprise. En revanche, ses lacunes ont été citées par divers auteurs. Le pouvoir explicatif du CAPM est assez faible (Hail & Leuz, 2006, p. 7). Le CAPM n'est pas en mesure d'éliminer l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les entreprises, qui est considérée comme la principale composante de la mesure du risque d'estimation, c'est-à-dire la capacité des investisseurs à mesurer avec précision les flux de trésorerie futurs d'une entreprise (Lambert, Leuz, & Verrecchia, 2007). Le bêta dans le modèle CAPM ignore le risque d'estimation des investisseurs et, en revanche, n'encourt qu'un risque à l'échelle du marché (Lambert et al., 2007). Il a de nouveau été confirmé qu'il n'y a pas d'harmonie dans la littérature concernant la capacité à se diversifier ou l'absence de risque d'estimation (Botosan & Plumlee, 2002). Comme notre objectif de recherche tente de saisir à la fois le risque spécifique à l'entreprise et le risque de marché, le modèle CAPM n'a pas été utilisé pour calculer le coût des fonds

Nous utilisons un modèle d'évaluation empirique pour examiner autour de la multi-cotation qui inclut à la fois un rôle d'information et de bêta de marché. Le modèle est représenté par l'équation ci-dessous :

$$E(R_k) = \alpha_0 + \beta_1 ADIFRS + \beta_2 FSALES + \beta_3 LOGTA + \beta_4 RETV + \beta_5 LEGV + \beta_6 AF + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Avec ;

$E(R_k)$ = coûts des capitaux propres ;

$ADIFRS$ = variable fictive si la sté opte pour les normes IFRS on met 1 et 0 le cas contraire ;

$FSALES$ = pourcentage des ventes étrangères ;

$LOGTA$ = actif total utilisé comme proxy pour la taille de l'entreprise ;

$RETV$ = variabilité de rendement calculé par l'écart type ;

$LEGV$ = ratio de levier (total actif/total passif)

AF = suivi des analystes financiers.

Toutes les variables du modèle représentées par l'équation (1) sont décrites plus en détail ci-dessous. Le coût variable dépendant des capitaux propres est le taux de rendement requis par les investisseurs pour leurs investissements en capitaux propres où le $E(R_k)$ est calculé par le modèle PEG comme proposé par Easton (2004).

$$E(R_k) = \frac{\sqrt{EPS_2 - EPS_1}}{P_0} \quad (2)$$

Ou Easton (2004) définit :

EPS_2 = bénéfice attendu de la période T2 ;

EPS_1 = bénéfice attendu de la période T1 ;

P_0 = prix de l'année en cours.

Le PEG-ratio est un cas particulier du modèle (Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005). Deux hypothèses importantes sous-tendant la formule d'Easton sont : (1) Il n'y a pas de croissance

des bénéfices anormaux au-delà de la période de prévision ; et (2) Il n'y a pas de versement de dividendes avant les prévisions de bénéfices. Les prévisions de bénéfices et les prévisions de croissance des bénéfices à court terme sont facilement disponibles dans la pratique. La variable (Actif total) reflète la taille de l'entreprise. Des recherches antérieures comme (P. O. Christensen et al., 2010 ; Daske, 2006 ; Hail & Leuz, 2006 ; Kim & Shi, 2012b ; Li, 2010) contrôlent la taille de l'entreprise. Ils soutiennent que les entreprises de grande taille ont un niveau inférieur du coût du capital-actions parce que les investisseurs des grandes entreprises exigent des rendements inférieurs, ce qui se traduit par un niveau de coût inférieur. Les données concernant les actifs sont collectées à partir des rapports des entreprises. Le LEV reflétant le levier financier d'une entreprise (total du passif / total de l'actif) est également utilisé comme variable de contrôle. Les entreprises à faible effet de levier ont un faible coût des capitaux propres (Kim & Shi, 2012b ; Li, 2010) en raison d'une demande de rendement plus élevée de la part des investisseurs pour les entreprises plus endettées. La variabilité du rendement est une autre variable prise pour le modèle : la demande de rendement des investisseurs est plus élevée s'il y a moins de certitude de rendement (Daske, 2006 ; Hail & Leuz, 2006 ; Li, 2010).

4. Analyse des données et discussion

Cette étude examine la cotation croisée des entreprises africaines à LSE, qui, en raison des normes d'inscription relativement élevées au LSE, limite notre échantillon aux grandes entreprises. Les plus grandes entreprises sont plus susceptibles d'avoir des niveaux de divulgation plus élevés que les petites entreprises. Nous pensons donc que cet échantillon est biaisé contre la découverte de différences dans le coût des changements de capital liés à la divulgation. Par conséquent, nos résultats doivent être considérés comme des estimations prudentes. Nous obtenons du LSE une liste des titres africaines cotés à LSE et leur date de cotation. Nous limitons notre échantillon en n'incluant que les actions ordinaires qui sont cotées sur leur marchés domestiques au moment de leur cotation à LSE, et qui n'étaient pas cotées auparavant aux UK.

Table 1 : Statistiques descriptives

	<i>South Africa</i>	<i>Kenya</i>	<i>Nigeria</i>	<i>Zambia</i>	<i>Mauritius</i>
<i>Constant</i>	1.202504 (0.040)	0.9898236 (0.0031)	0.903504 (0.5780)	-0.468744 (0.5343)	0.1187 (0.05670)
<i>ADIFRS</i>	0.1083907 (0.089)	- 0.0497148 (0.0060)	0.00079 (0.97100)	- 0.1897387 (0.0061)	-0.05598 (0.0080)
<i>LOGTA</i>	0.02377 (0.3841)	- 0.0012890 (0.2756)	- 0.0033117 (0.4560)	- 0.0055278 (0.4894)	0.035698 (0.24983)
<i>LEVG</i>	0.0383456 (0.867)	0.00188 (0.0660)	- 0.0406842 (0.8462)	-0.227203 (0.7816)	0.014836 (0.06256)
<i>FSALE</i>	-0.1915339 (0.076)	-0.00102 (0.3330)	- 0.0685681 (0.1720)	0.1683318 (0.2380)	0.19339 (0.055)
<i>RETV</i>	-0.00080 (0.2181)	- 0.0009423 (0.4485)	- 0.0002685 (0.467)	0.0065681 (0.4281)	0.151733 (0.2290)
<i>F-Test</i>	22.45 (0.03238)	34.13 (0.0053)	21.24 (0.03247)	52.44 (0.0047)	24.90 (0.220564)
<i>R-Square</i>	0.405	0.4037	0.5459	0.7157	0.7280
<i>Sigma_u</i>	0.130139 0.409623	0.133333 0.113416	0.204185 0.157690	0.548446 0.220524	0.14556 0.22532
<i>Hausman Test</i>	4.15 (0.5302)	1.09 (0.9923)	8.95 (0.0626)	7.8 (0.1677)	2.4 0.65312
<i>Breusch and Pagan Lagrangian multiplier tests</i>	51.56 (0.002)	6.16 (0.0068)	12.46 (0.0002)	11.92 (0.0004)	7.14 (0.0077)
<i>Industry Dummies</i>					
<i>N</i>	2	1	1	2	1

« Source : données auteur ».

Le tableau ci-dessus contient l'ensemble des informations financières des 7 sociétés africaines cotées sur le LSE. Ces informations sont extraites des rapports financiers publiés annuellement. Nous avons choisi cinq variables dont le taux de suivi des analystes financiers est extrait de H, Kent Backer (2002). En outre, les données sont publiées en devises nationales et on les a converties en dollar américain donc un risque lié au cours de change probable qu'il ne faut pas négliger. En l'absence de données sur la variable indice de la divulgation comptable, nous avons décidé de le remplacer par des informations financières comptables à savoir la valeur comptable des capitaux propres, le ratio de levier, rendement et bénéfice net par action.

Dans la section suivante, nous calculons le coût des capitaux propres, qui sera ensuite comparé aux mesures de la qualité de l'information examinée dans cette section.

4.1 Test empirique

Les estimations moyennes des paramètres de ces régressions sont présentées dans le tableau 2. Nous suggérons que ces entreprises souffrent d'une insuffisance de divulgation d'informations.

Étant donné que ces entreprises ont tendance à être les plus grandes entreprises sur leurs marchés boursiers locaux, leur mesure du risque systématique, β , devrait être positive. Nous soutenons que les entreprises peuvent réduire la prime d'information incomplète en améliorant leur divulgation grâce à une cotation croisée sur le LSE.

Table 2 : Statistiques descriptives

Récapitulatif des modèles					
Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,978 ^a	,956	,868	4,15262	1,646

a. Prédicteurs : (Constante), LEVG, FSALE, RETV, LOGTA

b. Variable dépendante : COEC

4.2 Interprétation des résultats

Les résultats montrent qu'il existe une forte corrélation linéaire entre le niveau de divulgation d'information et le coût des capitaux propres (R) 0.978 avec un R-deux ajusté 0.868 le modèle montre qu'il existe d'autres facteurs qui affectent le coût des capitaux propres et qui ne rentrent pas dans ce modèle.

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta	T	Sig.	Borne inférieure	Borne supérieure	Tolérance	VIF
1	(Constante)	4,177	2,737		1,526	,267	-7,601	15,955		
	FSALE	1,333	,242	,900	5,516	,031	,293	2,372	,828	1,207
	LOGTA	,019	,368	,031	,051	,964	-1,563	1,601	,061	16,330
	RETV	,024	,091	,135	,264	,816	-,369	,418	,085	11,822
	LEVG	-,051	,142	-,346	-,360	,754	-,663	,561	,024	41,957

a. Variable dépendante : COEC

Selon les résultats de la régression on trouve une corrélation positive entre la variable dépendante COEC et toutes les variables indépendantes prises dans le modèle à l'exception de la variable LEVG (-0,51), notre équation se présente comme suit :

$$COEC = 4,177 + 1,33FSALE + 0,019LOGTA + 0,024RETV - 0,051LEVG$$

Conclusion, limites et perspectives

La présente étude a examiné l'impact de l'information sur le coût des fonds propres pour les pays africains cotés sur le marché de London Stock Exchange (LSE). Une période de deux ans 1an avant la multi-cotation et 1an après la multi-cotation a été prise et a utilisé un échantillon de 7 entreprises cotées dans leur marchés domestiques et à LSE provenant de 5 pays africains, à savoir l'Afrique du sud, Kenya, Nigéria, Zambie et Maurice. L'étude a été réalisée dans le contexte de quelques défis parmi lesquels la limitation du temps et le coût des données. Cela peut avoir nui à l'exactitude de l'analyse effectuée ou des données recueillies. L'étude a également couvert 7 entreprises et les résultats peuvent donc être affectés par la taille de l'échantillon. Une taille d'échantillon plus élevée améliorerait les résultats de l'étude. Cela peut avoir conduit aux erreurs standard telles que rapportées dans l'analyse du modèle.

Il a été constaté que le coût des capitaux propres a été diminué avec l'augmentation du niveau d'information demandé lors de la multi-cotation et par conséquent après l'adoption des normes comptables internationales pour la quasi-totalité de l'échantillon. Cela confirme l'hypothèse de l'étude. Mais l'hypothèse est rejetée pour une seule société Zambienne. Le coût des capitaux propres reflète le cours boursier et influence directement les investisseurs. Dans l'ensemble,

l'étude fournit un lien direct entre l'information comptable et le coût du capital qui repose sur le fait que l'information comptable ainsi que l'amélioration de sa qualité ont des effets réels sur l'allocation du capital qui régit le coût du capital de l'entreprise. La littérature publiée dans le domaine de l'impact de l'information sur le coût du capital est limitée et les conclusions de cette étude contribueraient à la littérature en se concentrant sur les marchés boursiers africains. L'étude contribuerait au débat permanent sur les conséquences économiques de la divulgation de l'information financière dans différents pays.

L'étude recommande vivement les chercheurs désirant travailler sur la multi-cotation de se positionner sur le continent africain dans leurs études empiriques.

ANNEXES

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	746,637	4	186,659	10,824	,086 ^b
	de Student	34,489	2	17,244		
	Total	781,125	6			

a. Variable dépendante : COEC

b. Prédicteurs : (Constante), LEVG, FSALE, RETV, LOGTA

Diagnostics de colinéarité

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de condition	Proportions de la variance				
				(Constante)	FSALE	LOGTA	RETV	LEVG
1	1	3,259	1,000	,02	,01	,00	,00	,00
	2	1,141	1,690	,05	,29	,00	,01	,00
	3	,384	2,913	,23	,43	,01	,07	,00
	4	,207	3,965	,59	,12	,06	,06	,00
	5	,009	19,046	,11	,14	,93	,86	1,00

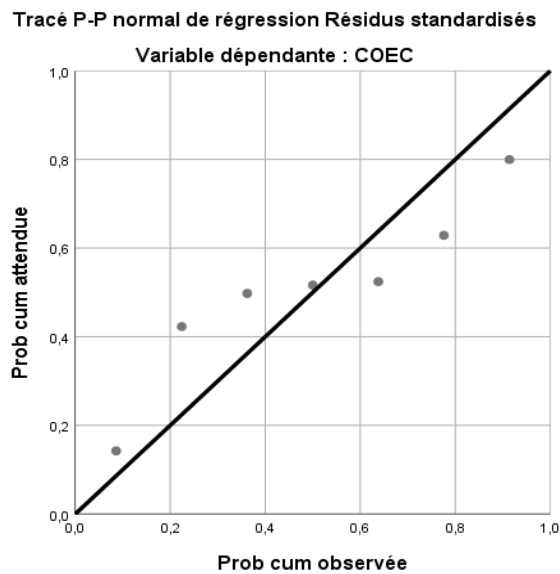
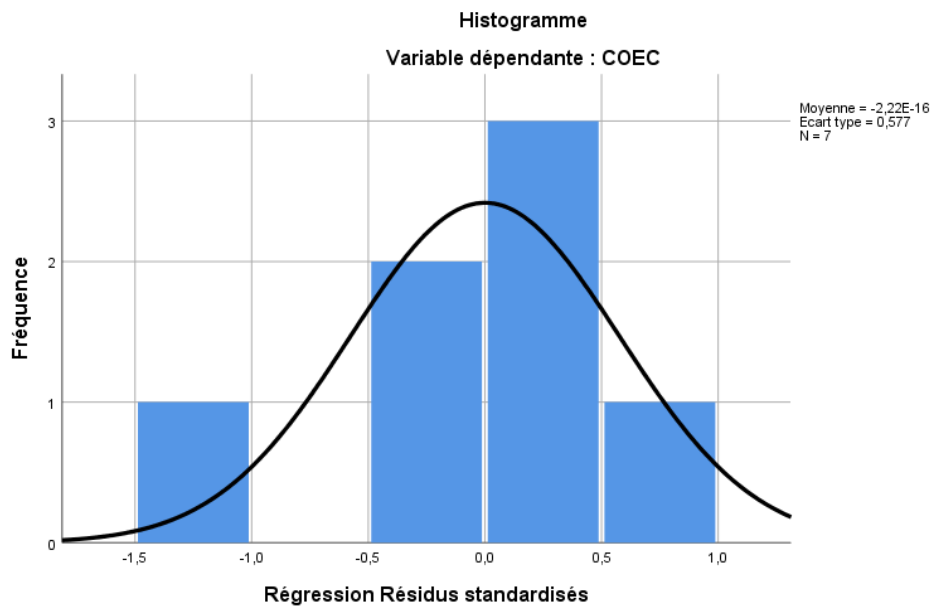
a. Variable dépendante : COEC

Statistiques des résidus

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	N
Valeur prédite	,1871	32,1288	8,6343	11,15524	7
de Student	-4,44090	3,48727	,00000	2,39752	7
Valeur prévue standard	-,757	2,106	,000	1,000	7
Résidu standard	-1,069	,840	,000	,577	7

a. Variable dépendante : COEC

Graphiques :



BIBLIOGRAPHIE

C. Botosan, “Disclosure Level and the Cost of equity Capital”, *The Accounting Review*, Vol.72, No.3,1997, pp.323-349.

C. Botosan and M. Plumlee, “A Re-examination of Disclosure level and the Expected Cost of equity Capital,” *Journal of accounting research*, Vol.40, No.1,2002, pp.21-41. [doi:10.1111/1475-679x.00037](https://doi.org/10.1111/1475-679x.00037)

C. Barry and S. Brown, “Differential Information and Security Market Equilibrium”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, No.4,1985, pp.407-422. [doi:10.2307/2330758](https://doi.org/10.2307/2330758)

Clinchy, G (2013). Disclosure Quality, Diversification and the Cost of Capital. *Australian Journal of Management*.

D. W. Diamond and R. Verrecchia, “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital,” *Journal of finance*, Vol. 56, 1991, pp.1325-1359.[doi:10.2307/2328861](https://doi.org/10.2307/2328861)

D. Easley and M. O’Hara, “Information and the Cost of Capital,” *Journal of finance*, vol.59, no.4,2004, pp.1553-1584.[doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x)

D. W. Diamond, “Optimal Release of Information by Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 40, No.4, 1985, pp. 1071-1094.

Daske, H., &Gebhardt, G. (2006). International Financial Reporting Standards and experts’ perceptions of disclosure quality. *Abacus*, Vol 42 No (3-4), 461-498.[doi:10.1111/j.1467-6281.2006.00211.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2006.00211.x)

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5) 1085-1142. doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x

G. Feltham, S. Robb and P. Zhang, “Precision in Accounting Information, Financial Leverage and the value of Equity”, *Journal of business Finance and Accounting*, Vol.34, No.7-8,2007, pp. 1099-1122.[doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02027.x](https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02027.x)

Gao, P. (2010). Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare. *The Accounting Review*, 85(1), 1-29.

Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485-531. doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00209.x

Healy, P.M., & Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.

J. Francis, R. Lafond, P. Olsson and K. Schipper, “Costs of Capital and Earnings Attributes”, *The Accounting Review*, Vol.79, NO.4,2004, pp. 967-1010.

J. Lewellen and J. Shanken, “Learning, Asset Pricing Tests, and Market Efficiency”, *Journal of finance*, Vol.57, No.3,2002, pp.1113-1145.[doi:10.1111/1540-6261.00456](https://doi.org/10.1111/1540-6261.00456)

Kim, J.-B., & Shi, H. (2012a). IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: international evidence. *Review of Accounting Studies*, 17(3), 474-517.

Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 385-420.

Li, S. 2010°. Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607-636.

M. Brennan and A. Subramanyam, “Market Microstructure and Asset Pricing: “On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns”. *Journal of Financial Economics*, Vol.34,1996, pp. 441-464.

M. Gietzmann and J. Ireland, “Cost of capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, No.3-4,2005, pp.599-634.[doi:10.1111/j.0306-686x.2005.00606.x](https://doi.org/10.1111/j.0306-686x.2005.00606.x)

R. C. Merton, “A simple model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *Journal of Finance*, Vol.42, No.3,1987, pp.483-510.[doi:10.2307/2328367](https://doi.org/10.2307/2328367)

R. Ball, (2006) International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting and Business Research*, 36, 5-27. doi.org/10.1080/00014788.2006.9730040

Ohlson, J.A., & Juettner-Nauroth, B.E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.

Piotroski, J.D., & Roulstone, D.T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.