

Inter-cotation et liquidité :

Cas des entreprises africaines cotées à London Stock Exchange

Cross-listing and liquidity:

Case of african companies listed on the London Stock Exchange

Meryem HAKKOU

Doctorante à l'université Ibn Tofail Kénitra-Maroc

La Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Kenitra

Université Ibn Tofail - Maroc

Laboratoire Management-Finance

Me.hakkou@gmail.com

Abdelmoumen BERJAOU

Professeur

La Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Kenitra

Université Ibn Tofail - Maroc

Laboratoire Management-Finance

Ab.berjaoui@gmail.com

Date de soumission : 19/08/2020

Date d'acceptation : 05/10/2020

Pour citer cet article :

HAKKOU M & BERJAOU A. (2020) «Inter-cotation et liquidité :Cas des entreprises africaines cotées à London Stock Exchange», Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 1 : Numéro 4» pp : 81 - 113

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

Attribution License 4.0 International License



Résumé

La multi-cotation est devenue un moyen de développement des politiques financières des entreprises. Cette étude vise à évaluer la relation entre la multi-cotation et la liquidité et à établir s'il existe réellement un impact sur la liquidité des actions africaines cotées à London Stock Exchange. En effet, il est noté dans la littérature financière que la multi-cotation est associée à une meilleure augmentation de liquidité surtout dans les pays développés. L'échantillon de l'étude est constitué de 8 sociétés africaines cotées dans le marché London Stock Exchange. En utilisant un modèle de régression analytique et l'application d'un plan de travail, l'étude a compris le volume journalier d'action échangés quotidiennement 1an avant la multi-cotation et 1an après la multi-cotation. La capitalisation boursière des entreprises concernées du marché national et international a également été utilisée dans l'étude, sans parler de l'utilisation de la proportion des transactions pour les entreprises sur le marché international par rapport au marché intérieur.

Mots clés : multi-cotation ; liquidité ; capitalisation boursière ; volume des transactions ; London Stock Exchange.

Abstract:

Cross-listing has become a means of developing companies' financial policies. This study aims to assess the relationship between cross-listing and liquidity and to establish whether there is really an impact on the liquidity of African stocks listed on the London Stock Exchange. Indeed, it is noted in the financial literature that cross-listing is associated with a better increase in liquidity, especially in developed countries. The study sample consists of 8 African companies listed on the London Stock Exchange. Using an analytical regression model and the application of a work plan, the study included the daily volume of action traded daily 1 year before cross-listing and 1 year after cross-listing. The market capitalization of the companies concerned on the national and international market was also used in the study, not to mention the use of the proportion of transactions for companies on the international market compared to the domestic market.

Keywords: "cross-listing"; "liquidity"; "market capitalization"; "volume of transaction", "London Stock Exchange".

Introduction

La multi-cotation constitue une étape essentielle dans la vie économique d'une entreprise, dans la mesure où elle garantit pour les investisseurs un accès facile aux marchés étrangers des capitaux. En outre, le facteur géographique joue un rôle important. Toutefois, les obstacles qui entravent les échanges 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 de l'information sur les titres cotés outre frontières et la question de la protection des investisseurs dans certains pays étrangers n'ont pas disparu. La segmentation des marchés permet aux dirigeants d'entreprises et investisseurs de surmonter ces barrières en adoptant des mesures telles que l'inter-cotation internationale, c'est-à-dire la cotation dans au moins deux bourses situées dans deux pays différents.

Cette démarche a en général une dimension internationale et informationnelle, l'inter-cotation offre aux entreprises une grande notoriété à travers 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 acheteur et le prix vendeur sont réduits. Finalement, la bonne gouvernance qui impose la protection des investisseurs par la bonne information.

De ce fait, l'étude de l'inter-cotation présente un intérêt pour les marchés financiers et leurs régulations.

Les marchés boursiers cherchent toujours à attirer à leurs côtés des sociétés étrangères afin de développer l'activité (augmentation de la liquidité, amélioration des profits générés par cette dernière, notoriété...). Tel est le cas du London Stock Exchange qui s'intéresse aux sociétés provenant du continent africain. L'objet de notre étude porte sur l'analyse de l'impact de la multi-cotation sur la liquidité des entreprises africaines qui ont choisi comme marché alternatif le « LSE » et pour répondre à cette problématique nous présentons en premier temps un « état des lieux » des cotations des entreprises africaines au Royaume Uni en mettant en évidence les avantages et les inconvénients de cette décision, dans un second temps nous traitons les déterminants du choix de la place financière internationale le London Stock Exchange « LSE » par le continent africain suivi par une revue de littérature dans laquelle nous citons les études antérieures portant sur la problématique réalisées par les chercheurs. Et en dernier point de l'article, nous vérifions le lien qu'existe entre l'inter-cotation et la liquidité

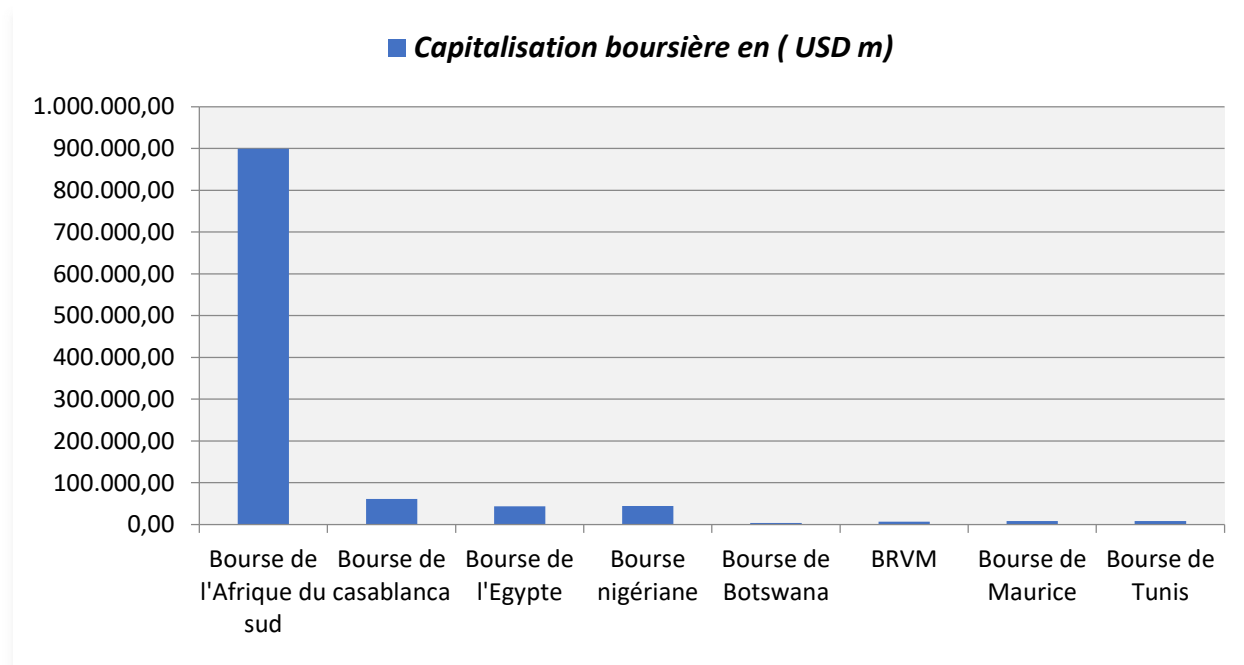
et nous avons pris comme échantillon les entreprises africaines qui y sont cotées. L'information présentée ici est fondée pour une large part sur les conclusions d'études empiriques publiées sur le sujet.

1. LA COTATION AU ROYAUME UNI

1.1. Des firmes africaines : Etats des lieux

L'Afrique a mis du temps à s'intégrer dans la modernité des marchés financiers, mais elle y est aujourd'hui bien présente. Plusieurs pays de la région disposent de marchés financiers dynamiques, dont le plus important tant en termes de valorisation et de volume des transactions est le Johannesburg Stock Exchange, le marché financier sud-africain continue à dominer avec une capitalisation boursière de 899 milliards de dollars cela représente 4 fois la capitalisation réunis des autres confrères, suivi par le Maroc qui occupe le second rang avec une capitalisation boursière de 61 milliards de dollars, suivi par la bourse de l'Egypte avec une capitalisation de (43.81 milliard USD) voire la figure n°1.

Figure n°1 : Capitalisation boursière des pays africains



Source : Statistiques du site WFE.

Mais l'intégration africaine sur le marché financier international va désormais au-delà de la région. Plusieurs places financières abritent aujourd'hui des centaines d'entreprises, dont le

principal lieu des opérations est le « *continent noir* ». C'est le London Stock Exchange, le marché financier britannique, qui incarne le plus cette réalité.

Seplat a été la première société nigériane à détenir simultanément des actions à double cotation à Londres et au Nigéria en avril 2014.

En novembre 2014, le London stock exchange group (LSEG) et le Nigéria stock exchange (NSE) ont signé un accord de coopération d'une durée de deux ans visant à soutenir la double cotation boursière à Londres et à Lagos.

L'accord a également été étendu aux normes de cotation et de post-transaction visant à faciliter l'inscription en reconnaissant que l'inscription est un nouvel élan pour les entreprises à double cotation.

En tant que place boursière internationale, le London stock exchange voit à partir de cet accord le renforcement et le succès de l'économie et du marché financier des deux pays. Nonobstant les difficultés économiques liées à un large éventail de produit de base, il existe des possibilités dans de nombreux secteurs d'accéder aux capitaux à la fois à Londres et au Nigéria.

En juin 2014, LSEG a signé un accord stratégique avec la Bourse de Casablanca pour partager son expertise sur l'ensemble de la chaîne commerciale de la bourse, de la cotation à la négociation, de la compensation au règlement-livraison, en s'engageant à positionner les marchés de capitaux et l'infrastructure financière de Casablanca en tant que région centre.

En mars 2016, LSEG a créé un groupe consultatif africain, qui rassemble 12 chefs d'entreprise, décideurs et investisseurs éminents d'Afrique, pour discuter des défis et des opportunités présentés par le développement des marchés de capitaux du continent. En novembre 2018, le groupe consultatif a publié cinq rapports identifiant les domaines clés pour soutenir le développement des infrastructures des marchés de capitaux en Afrique.

La technologie d'infrastructure de marché LSEG est déployée dans plus de 12 marchés africains, dont la Bourse du Botswana, la Bourse de Casablanca et la Bourse de Johannesburg. L'entreprise d'analyse comparative FTSE Russell de LSEG entretient des relations de longue date en Afrique, ayant collaboré avec la Bourse de Johannesburg pour calculer les indices nationaux depuis 2002. Plus récemment, FTSE Russell a collaboré avec la Nairobi Securities Exchange (2011) et la Namibian Stock Exchange (2016) pour lancer le pays.

En novembre 2017, ELITE, le programme international de soutien aux entreprises et de levée de capitaux du London Stock Exchange Group, a signé un accord avec la Bourse de

Casablanca (CSE) et la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) pour soutenir le lancement d'ELITE dans l'ensemble de la zone de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). En novembre 2018, l'International Securities Market de la Bourse de Londres a accueilli la première obligation d'entreprise en monnaie locale du Ghana, libellée en Cedi ghanéen, Quantile Terminals inscrivant une obligation de 45 millions de GHS, garantie par GuarantCo.

Londres est devenue la deuxième bourse africaine, juste après l'Afrique du Sud. Selon le rapport de l'année 2019 de London stock Exchange Group « Companies to Inspire Africa », plus de 110 sociétés africaines opérant dans trois secteurs plus importants tels que les services à la consommation, l'industrie et l'agriculture représentant plus de 50% des sociétés citées, ainsi que les services financiers représentant ensemble plus de 25% des entreprises, tandis que les secteurs de la santé et de l'éducation et des énergies renouvelables occupent également une place importante avec une capitalisation boursière de près de 175 milliards de dollars et au cours des dix dernières années, elles ont mobilisé plus de 19,5 milliards de dollars de capitaux propres sur les marchés londoniens.

Tableau N° 1 : Nombre des sociétés cotées au marché de croissance Londonien

	<i>Total</i>	<i>Nombre de sociétés cotées à LES</i>				<i>Pourcentage %</i>		
		<i>Total des Stés UK</i>	<i>Etrangères</i>			<i>International</i>	<i>Europe large</i>	<i>Afrique</i>
			<i>Hors Europe</i>	<i>Europe large</i>	<i>Afrique</i>			
<i>Marché International AIM¹</i>	872	578	165	78	51	19	9	6
<i>Marché internationale Main Market</i>	1 146	797	115	219	15	10	19	1,3

Source : statistiques du site officiel du LSE Novembre 2019.

¹ AIM est un marché régulé mais non réglementé.

Si l'on tient compte du marché international AIM du LSE en retenant le nombre de sociétés cotées comme critère, deux constatations apparaissent :

- L'internationalisation de la cote ;
- L'ouverture européenne sur la zone africaine.

D'après le tableau n°1, il apparaît alors que les sociétés africaines sont plus concentrées sur le marché alternatif AIM ceci peut s'expliquer par deux raisons principales : la première est que le marché alternatif constitue une organisation plus favorable aux PME et aux sociétés provenant de pays émergent, la seconde par les exigences informationnelles qui sont moins forte par rapport aux autres segments de marché (régulation légère, faible coût d'introduction et d'admission).

Tableau N°2 : Capitalisation boursière des sociétés cotées par continent (marché AIM)

Région	Nombre des sociétés	Capitalisation boursière totale en fin de mois £bn
Afrique	51	2,077772166
Asie	53	6,366871366
Europe	656	85,44333775
Amérique latine	15	1,157201026
Middle East	13	0,775485022
Amérique du nord	62	3,249093175
Pacifique	22	1,141794041
TOTAL	872	100,2115545

Source : site officiel du LSE Novembre 2019.

Figure n°2 : Capitalisation boursière du Continent Africain (marché AIM)

Afrique



Source : site officiel du LSE Novembre 2019.

On constate que la cotation à l'étranger est toujours limitée aux grandes sociétés « Blue-chips² » si l'on tient compte du nombre des sociétés cotées « 51 sociétés africaines inscrites ».

1.2. LES RAISONS D'UNE COTATION A L'ETRANGER

La cotation à l'étranger constitue pour l'entreprise, ses actionnaires et ses dirigeants, une étape importante dans la vie d'une entreprise en raison des conséquences que pourraient avoir sur le devenir de cette dernière. Toutefois, cette décision n'est envisageable que lorsque la société arrive au cycle de maturité et de croissance, qu'elle désire de s'installer dans un autre marché plus exigeant et qu'elle remplit les conditions prescrites pour une inscription sur le nouveau marché, après avoir analysé ses avantages et ses inconvénients et que les dirigeants et les actionnaires se voient convaincus de l'opportunité d'une telle opération.

Plusieurs chercheurs s'intéressent à l'étude des motivations des entreprises à inscrire leurs titres dans des bourses étrangères. L'impact de ce phénomène sur le cours boursier de la société nous conduit à ouvrir une grande parenthèse et poser une question pertinente à savoir : pourquoi les grandes entreprises portent-elles l'intérêt à être cotées dans les marchés internationaux ?

A cet effet, nous distinguons deux principales catégories : les motivations financières et les motivations commerciales.

1.2.1. Les motivations financières

Deux principales motivations sont présentées : l'augmentation de liquidité et réduction des coûts des capitaux propres.

❖ *La recherche de l'amélioration de la liquidité*

En effet, la relation entre liquidité et multi-cotation s'explique en grande partie par l'effet de la concurrence que les bourses entretiennent à l'échelle internationale pour accaparer les transactions. Les bourses sont toujours à la recherche de nouvelles méthodes pour améliorer leurs techniques d'organisation des négociations boursières en vue d'accroître leurs revenus en augmentant les flux d'ordres (Wanjiru, 2013). L'exécution des ordres, modification de la transparence du marché (les informations disponibles sur les ordres et les transactions) et le rôle joué par les « market maker » sont autant d'éléments importants de l'institution susceptibles d'être améliorés (Chouinard & D'Souza, 2003 et 2004).

² Une blue chip est le surnom d'une société cotée que l'on pense en excellente santé financière.

Selon (Foucault & Parlour,2004), la multi-cotation a deux effets opposés sur la liquidité. D'une part, elle fragmente le flux d'ordres entre différents marchés (K.C.Chan, et al.,1996) (Licht., 1996) « le marché national et le marché étranger ». Cet effet peut entraîner une diminution de la liquidité du marché national, en particulier si celui-ci est peu intégré avec le marché étranger. D'autre part, la multi-cotation intensifie la concurrence entre marchés et élargit souvent la plage horaire des cotations pour une action donnée. Il en découle une amélioration de la liquidité du marché. Ainsi, en théorie, les effets de la multi-cotation sur la liquidité d'une action sont ambigus. Plusieurs études empiriques montrent néanmoins que la liquidité du marché national pour une action donnée s'améliore lorsque cette action est cotée sur plusieurs marchés (voir la revue de littérature au-dessous).

Les entreprises prennent alors des décisions permettant d'améliorer la liquidité de leurs titres. Elles sont également prêtes à supporter des coûts et à investir de manière à obtenir cette amélioration (signer des contrats de liquidité), (Anand et al.,2005) ont étudié la nature et les effets des contrats de liquidité sur le marché suédois. Ces observations confirment que les entreprises perçoivent cette amélioration de liquidité comme créatrice de valeur. Les paiements acquittés par les entreprises pour être cotées sur une bourse constituent un bon exemple.

❖ *La réduction des coûts des capitaux propres*

En analysant l'impact de la multi-cotation sur le coût des fonds propres, (Doidge 1999) déduit que la réduction des coûts des fonds propres à la suite de la multi-cotation s'explique par deux raisons. La première raison est que les flux de rendement attendus exigés par les investisseurs, afin de compenser le risque encouru (illiquidité), connaît généralement une baisse. La deuxième raison est que les coûts d'agence relatifs à l'augmentation du coût du capital deviennent moins importants.

Des études ont montré que l'amélioration de la liquidité réduit le coût du capital et augmente par conséquent la valeur d'une entreprise et devrait, en outre faciliter le financement de nouveaux projets. Ces changements peuvent relancer la croissance économique par la stimulation des investissements à travers la diminution du coût du capital. De cette façon on peut conclure que les structures boursières constituent le Maestro du marché financier dans le sens où elles contrôlent l'activité à travers leurs organisations (Foucault & Hillion,1997). De plus, si le coût du capital dépend de l'organisation des transactions, les entreprises doivent porter un choix entre les structures de marché. Ces préférences s'expriment notamment

lorsque les entreprises choisissent d'inscrire leurs actions à la cote d'une bourse. Ainsi les choix effectués en matière des structures boursières ont potentiellement une portée qui va au de-là des intérêts particuliers des intermédiaires financiers.

1.2.2 Motivations commerciales

Parmi les raisons les plus répandues de la multi-cotation est la notoriété de l'entreprise et l'amélioration de la visibilité. C'est ce qui explique en effet, le recours à cette technique par le biais des dirigeants.

Des études antérieures sur la multi-cotation montrent que les entreprises internationales cotées à la bourse de New York ou à la bourse de Londres (LSE) voient leurs visibilités augmenter considérablement.

❖ Visibilité et élargissement de la base de son actionariat

En effet, les attentes potentielles d'une visibilité dépassent largement le nombre d'actionnaire attendus. En plus de la demande accrue des investisseurs, l'inter-cotation facilite l'accès aux marchés monétaires étrangers et facilite aussi les transactions liées à ses titres. Cette préférence est liée à l'asymétrie de l'information, une entreprise devient plus fiable en répondant aux exigences du marché d'accueil en matière de la divulgation de l'information de qualité. Ce flux continu d'informations permet aux investisseurs d'évaluer en toute quiétude les titres présentés pour exécution et de prendre des décisions de manière pertinente.

Plusieurs études empiriques, notamment celles de (Baker & Pettit, 1982), de (Baker & Johnson 1990) et de (Papaioannou 2009), ont effectivement mis en évidence que l'introduction en bourse, devrait en outre, élargir la base d'investisseurs et actionnaires afin de mutualiser les risques et particulièrement la cotation sur un marché renommé et exigeant constitue un facteur d'amélioration du prestige, de la crédibilité et de la notoriété d'une entreprise.

❖ Amélioration de la réputation

La cotation à l'étranger met en valeur non pas seulement la société mais également celle de la bourse. Par conséquent, plus cette bourse est renommée, plus elle réussit à attirer l'attention des médias ainsi que le nombre des analystes qui s'intéressent à 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 leurs propres pays, la multi-cotation s'accompagne souvent d'une amélioration de leurs prévisions (Das & Saudagaran, 1998) ; (Baker et al., 2002) ; (Lang et al., 2004).

Ajoutons aux avantages de la multi-cotation pour l'entreprise, l'effet de réputation que peut engendrer la cotation à l'étranger. Cet effet de réputation vient du fait que l'entreprise, en répondant aux critères drastiques d'une cotation sur un marché international et exigeant, rassure ses partenaires.

Contrairement à l'hypothèse sous-jacente dans toutes les théories enseignées par la littérature financière selon laquelle c'est la motivation possible pour les entreprises qui détermine si l'entreprise décide de s'inscrire à l'étranger n'est pas vraie. Il faut savoir que cette décision est influencée par des parties prenantes tels que les intermédiaires de banques de dépôts et les bourses à travers leurs régulations qui influencent le marché de cotation et la littérature néglige ce point important.

Cette théorie repose sur le principe d'indépendance qui réside entre la décision de se coter à l'étranger et les motivations des entreprises dont le principal acteur est l'intermédiaire qui joue le rôle d'arbitrage ce qui explique l'accroissement au recours à cette technique.

2. LES DETERMINANTS DU CHOIX DE LA MULTI-COTATION

Le choix des entreprises du lieu de la cotation porte sur un arbitrage entre l'amélioration de la liquidité, l'augmentation de la valeur et la diminution des coûts d'une cotation. Toutefois, un autre critère qui vient s'ajouter (Sarkissian & Schill, 2003) l'importance et la nature des liens informationnels qui existent entre les deux pays qui jouent un rôle prépondérant dans le choix du lieu de la cotation. Ces liens se concentrent sur les exportations et les conventions de libre-échange entre les deux pays, la ressemblance des structures industrielles, la distance géographique ou les liens historiques et culturels. Une plus grande ouverture et des liens culturels et économiques plus forts augmenteront probablement la capacité des investisseurs à obtenir et à interpréter les informations associées aux activités de l'entreprise, réduisant ainsi les problèmes d'asymétrie d'information de ces derniers et, partant, leurs rendements.

Les études précédentes portant sur l'analyse du choix du lieux de la multi-cotation sont divisées sur deux partie, la première compare les différentes places internationales qui se rivalisent entre elles, laquelle est la meilleure et la seconde identifie les avantages de la multi-cotation. (Li & Wang 2014) comparent les avantages de la multi-cotation quand les sociétés chinoises décident de se coter aux Etats -Unis et Hong Kong, ils concluent que le lieu de la cotation joue un rôle prépondérant ; ils trouvent que le marché américain dispose d'un avantage informationnel et environnemental par rapport au marché chinois.

(Dodd & Louca, 2012) comparent les entreprises européennes multi-cotées aux Etats-Unis, UK et dans l'Europe aussi et déterminent les effets de la multi-cotation sur les richesses des actionnaires. Ils signalent que la richesse des actionnaires varie d'un pays à l'autre, avec la multi-cotation, les richesses s'accroissent aux Etats-Unis et à Londres. D'autre part, quelques études se sont focalisées sur la seconde partie qui porte sur les avantages de la multi-cotation. (Eng et al., 2008) étudient l'impact de la multi-cotation sur la liquidité des sociétés étrangères cotées sur le marché américain. Ils observent que les sociétés provenant de pays dont la régulation est moindre, leurs liquidités augmentent.

Une autre étude par (Abdallah & Goergen 2008) trouve que le choix du lieu est basé sur la protection des actionnaires. Avec un échantillon de 175 sociétés multi-cotées dans 19 places financières durant la période 1990-2000. Ils signalent que les sociétés qui ont un contrôle des actionnaires ont plus de chance de se faire cotées sur un marché renommé. Ajoutant à cela, (Lang & Yau 2006) trouvent que l'information joue un rôle important dans la multi-cotation. Ils étudient 237 sociétés chinoises dans d'autres pays, et affirment que les sociétés provenant de pays émergents ont plus de chance de se multi-coter en raison de la disponibilité de l'information.

Le LSE et le NYSE sont parmi les places financières les plus dominantes en termes de GDR (certificat de dépôt) ainsi la cotation est différente dans les deux places en raison des différences au niveau du règlement, des lois prescrites et des coûts associés à la cotation et la négociation que nous allons détailler ci-dessous.

Cette section vise à évaluer l'attractivité relative à Londres en tant que lieu de mobilisation de capitaux. Dans l'idéal, il s'agirait des décisions d'entreprises spécifiques et de leurs choix individuels d'endroit d'obtenir des capitaux, et les mesures comparatives entre les places refléteraient les différences que subiraient certaines entreprises si elles essayaient de mobiliser des capitaux sur différents marchés. Par exemple, la question pertinente serait :

Si la société X souhaitait lever 100 millions de livres sterling, quel prix devrait-elle payer et quel serait le coût implicite des capitaux propres à Londres, New York, etc. ?

Répondre à la question dans ce formulaire nécessite des informations qui ne sont actuellement pas disponibles. En particulier, il n'existe pas de base de données disponibles lorsque les entreprises ont simultanément levé des capitaux sur les différents marchés considérés dans cette étude.

Au lieu de cela, la plupart des informations sur les composantes de coût ne sont disponibles qu'au niveau du marché global. L'analyse présentée dans ce rapport fournit des preuves sur la

question : Quels sont les coûts supportés par les entreprises qui ont réellement décidé de mobiliser des capitaux sur les différents marchés ?

Dans la mesure du possible, on s'est efforcé de dissocier l'influence des différences globales qui constituent les marchés et des différences que l'on pourrait s'attendre d'une même entreprise qui cherche à mobiliser des capitaux sur différents marchés (en contrôlant par exemple la taille, le secteur ou le pays d'origine des entreprises). Cependant, cela n'a pas toujours été possible et certaines des conclusions que l'on peut tirer des résultats sont donc nécessairement provisoires. Les problèmes spécifiques rencontrés sont les suivants :

La taille des offres publiques a un impact potentiel sur le prix à payer. Les offres les plus importantes coûtent plus cher en valeur absolue, mais moins en proportion du montant levé. Par conséquent, les comparaisons entre les marchés doivent prendre en compte la distribution par taille des offres avant de pouvoir tirer des conclusions définitives quant aux coûts qu'une entreprise spécifique encourrait pour chercher à obtenir un montant spécifique de capital.

La taille des sociétés cotées en bourse varie selon les marchés et les lieux, ainsi que les coûts directs et indirects des transactions varient également en fonction de la taille des entreprises. Par conséquent, les comparaisons entre les marchés doivent prendre en compte le fait que les différences dans les coûts moyens de transaction peuvent être dictées par des différences dans la répartition de la taille sur le marché, plutôt que par indiquer les différences qui pourraient survenir pour une même entreprise négociant à différents endroits ou sur des marchés différents.

Les coûts de l'introduction en bourse comprennent les coûts supportés par la société pour se préparer à l'introduction en bourse. Celles-ci comprennent les frais facturés par les banques d'investissement (en tant que sponsor et dans le processus de souscription), les frais payés aux comptables et aux avocats, les coûts liés à la tenue d'un roadshow marketing, les coûts (d'opportunité) du temps de gestion et les frais de référencement. Outre ces coûts directs, la réduction de prix des inscriptions entraîne des coûts indirects, mesurés par la différence entre le cours de clôture du marché le premier jour et le prix d'offre initial.

Parmi les coûts directs, les commissions de souscription versées aux banques d'investissement représentent généralement le poste de dépenses le plus important d'une inscription. Celles-ci sont généralement exprimées en pourcentage sous forme d'écart brut facturé par le syndicat de souscription, c'est-à-dire que le syndicat reçoit un certain pourcentage du prix d'émission pour chaque action vendue.

Il est bien documenté dans la littérature que les écarts bruts payés aux teneurs de marché en Europe sont considérablement inférieurs à ceux des États-Unis. Par exemple, le tableau N°3 résume les niveaux d'écartement bruts rapportés dans Torstila (2003). Les moyennes se rapportent aux introductions menées entre 1986 et 1999.

Tableau N° 3 : frais d'introduction en bourse dans différents pays en %

	<i>Number of observations</i>	<i>Value-weighted average</i>	<i>Gross spread (%) Equally weighted average</i>	<i>Median</i>
<i>UK</i>	56	2.2	3.8	3.6
<i>France</i>	50	2.9	3.7	3.0
<i>Germany</i>	88	3.4	4.5	4.0
<i>Belgium</i>	12	2.9	3.1	2.5
<i>Netherlands</i>	54	3.8	4.3	3.7
<i>Portugal</i>	12	3.0	3.5	3.5
<i>Total Europe</i>	469	3.0	3.8	4.0
<i>USA</i>	6,573	5.2	7.5	7.0

Source : Torstila (2003).

Il a été relevé dans l'étude d'Oxera menée entre 2003 et 2005 qu'aux États-Unis, le spread brut est de loin le plus élevé au monde, avec une moyenne également pondérée de 7,5%. Non seulement 7% des écarts sont répandus (43% de toutes les introductions), mais même 10% sont relativement courants.

L'analyse d'Oxera, confirme que ces résultats continuent de s'appliquer aussi bien que pendant la période considérée par Torstila. L'analyse est basée sur un échantillon de toutes les introductions en bourse sur le LSE, le NYSE, le Nasdaq, Euronext et Deutsche Boerse au cours de la période allant du 1er janvier 2003 au 30 juin 2005, pour lesquelles des données sur les honoraires de souscription étaient disponibles dans Bloomberg.

Les écarts bruts des introductions en bourse sur les marchés américains sont jugés les plus élevés, se situant en moyenne à 6,5% pour l'échantillon de la NYSE et à 7% pour les introductions en bourse au Nasdaq. En comparaison, les spreads médians des introductions en bourse sur le marché principal de la LSE sont de 3,25% et ceux sur AIM un peu plus élevés à

4%. Ainsi, une transaction au Royaume-Uni entraîne une économie de coûts de trois points de pourcentage par rapport à une transaction aux États-Unis. Les résultats pour Deutsche Boerse et, en particulier, pour Euronext, suggèrent des commissions de souscription quelque peu moins élevées pour les introductions en bourse sur ces marchés, bien que l'échantillon d'offres en bourse soit réduit.

Les frais de souscription plus élevés aux États-Unis sont spécifiques à la cotation et ne peuvent pas être expliqués par différents souscripteurs procédant à des introductions en bourse sur différentes bourses. Si les banques américaines jouent un rôle de certification elles peuvent avoir une influence sur la prise de décision au sein du syndicat aux États-Unis comme en Europe. (Ljungqvist et al.,2003) comparent les frais de souscription des inscriptions initiales aux États-Unis et ailleurs, tous assurés par des banques américaines. Ils constatent qu'il existe un coût important - supérieur à 130 points de base (1,3%) - associé à l'inscription aux États-Unis.

Dans l'ensemble, la principale conclusion qui ressort de l'analyse des frais de souscription des inscriptions est que les échanges sur un marché boursier aux États-Unis sont assortis de frais de souscription plus élevés que ceux en Europe. Pour une émission de 20 M £, les frais de souscription types au Royaume-Uni, en Allemagne et en France seraient d'environ 700 000 £ (3,5%), contre plus de 1,3 M £ (6,5%) aux États-Unis.

Cela a été confirmé par une analyse de régression, qui permet d'évaluer l'impact du lieu de cotation sur les frais de souscription, tout en contrôlant les autres variables explicatives (par exemple, si l'émetteur est étranger, la taille de l'émetteur mesurée par le montant de l'introduction en bourse).

En revanche, en termes de régulation, le LSE a adopté quelques dispositions afin de se prémunir contre les effets de la loi américaine Sarbanes-Oxley (SOX) mise en œuvre après les scandales Enron et Worldcom et de se rendre plus compétitif.

Depuis la promulgation de cette loi, le coût de l'inscription aux États-Unis, selon certaines estimations, a globalement doublé. Selon une enquête de *Financial Executives International (FEI)* auprès de 217 sociétés ayant un chiffre d'affaires de plus de 5 milliards de dollars, la mise en œuvre de la seule section 404³ s'est traduite par un surcoût moyen la première année de 4,36 millions de dollars (Hamon,et al.,2006). (Zhang, 2005) montre qu'à chacune des étapes de la mise en œuvre du texte de loi, le marché des actions a plutôt réagi négativement,

³ La section 404 de la loi Sarbanes-Oxley permet aux actionnaires de contrôler davantage les dirigeants.

ce qui tendrait à renforcer l'idée que la loi est génératrice de coûts, ce qui rend la bourse de New York moins séduisante aux yeux des sociétés étrangères notamment les sociétés provenant de pays émergents effrayées par les contraintes. Toutes les règles de contrôle internes de la section 404 affecteraient la compétitivité du marché américain. La loi Sarbanes-Oxley et sa mise en œuvre font l'objet d'intenses polémiques (voir, par exemple, Romano, 2004).

Par conséquent, le London Stock Exchange a gagné le terrain pour les sociétés étrangères souhaitant une inscription sur une place internationale renommée en termes de flexibilité. Les contraintes légales y sont moins fortes que sur un marché américain.

En septembre 2006, et peut-être en anticipation de la prise de contrôle possible du London Stock Exchange par le NASDAQ, Londres annonce un projet de loi permettant « de se protéger de Sarbanes-Oxley » en permettant à l'autorité de régulation, la « *Financial Securities Authority* » (FSA) débloquer « toute règle qui aurait un impact disproportionné sur le rôle central que jouent les bourses dans les économies britanniques et européennes. Cela interdirait d'imposer des règles qui mettent en danger l'approche souple du régime de régulation londonien ».

3. REVUE DE LITTÉRATURE

Dans la littérature financière, il n'existe pas de définition universelle de la liquidité. La liquidité d'un actif peut être définie de manière étroite comme la capacité des investisseurs à négocier rapidement à des prix raisonnables compte tenu des conditions de l'offre et de la demande sous-jacentes » (Schwartz, 1991).

(Darst,1975) explique que la liquidité ou la négociabilité d'un titre se compose de deux éléments : le volume de titres pouvant être achetés ou vendus en une fois sans affecter de manière significative son prix et le temps nécessaire pour effectuer une transaction souhaitée. Ces définitions simples de la liquidité des actifs reflètent deux dimensions d'une transaction souhaitée, à savoir la vitesse (temps de transaction) et le prix (coût de la transaction, écart entre le prix acheteur et le prix vendeur à savoir que le prix se retrouve au milieu de la fourchette dans un marché liquide).

(Baker,1996) le confirme en associant l'illiquidité aux coûts d'exécution d'une transaction sur les marchés des capitaux. Le coût de l'illiquidité existe parce que les acheteurs et les vendeurs doivent payer une concession de prix pour exécuter les ordres rapidement. L'illiquidité est la propriété exclusive d'un marché sans friction liée aux coûts de transaction, les coûts de

transaction tels que les coûts de transaction directs, l'écart acheteur-vendeur, le coût de l'impact sur le marché, les coûts de retard et de recherche étant imputables à l'illiquidité (Amihud & Mendelson, 1991).

(Forester & Karolyi,1998) ; (Brockman & Chung,1999) ; (Lin &Varshney,2010) (Sabherwal, 2007) ; (Mitto,1997) indiquent que la cotation des firmes étrangères aux Etats-Unis montre une croissance du volume de transaction et une décroissance du spread (différence entre prix de l'ordre d'achat et prix de vente). (Smith & Sofianos,1996) indiquent également l'augmentation de la valeur du titre négocié sur le marché étranger. Aussi, la multi-cotation permet aux entreprises la couverture en termes d'analystes et une précision des prévisions comparées aux entreprises non-multi-cotées (Lang et Al., 2003).

La multi-cotation permet aux entreprises d'être accessible aux investisseurs étrangers ainsi la réduction des coûts des capitaux propres et l'augmentation de la reconnaissance des investisseurs (Pagano & Marco,1993), (Karolyi & Stulz,2002). Tandis que d'autres études contredisent ces effets et prouvent la diminution de la liquidité (Domowitz et al., 1998) ; (Berkman& Nguyen, 2010).

Toutefois, la multi-cotation induit une fragmentation des ordres entre le marché d'origine et le marché d'accueil, (Mendelson,1987), (Madhavan,1995), (Gresse,1997). (Domowitz et al.,1998) ont conduit une étude sur 25 sociétés mexicaines multi-cotées aux Etats-Unis entre 1989-1993 et déduisent que la fragmentation des ordres entre les deux marchés diminue la liquidité du marché d'origine ainsi lorsqu'il y a absence de transparence et de liens entre les deux pays (pays d'origine et pays d'accueil) la liquidité diminue. (Levine & Schmukler,2006) accordent l'idée de (Domowitz et al.,1998) en ce qui concerne la fragmentation des ordres.

Selon Chouinard et D'Souza, L'accroissement de la liquidité dépend largement du degré de restriction appliqué à l'égard des transactions, la liquidité augmente aussi lorsque le marché d'origine conserve une bonne part de son volume d'activité. Par ailleurs, l'existence des liens informationnels entre les différents pays favorise relativement une plus grande liquidité. S'ils s'avèrent faibles, l'inter-cotation se traduirait plutôt par une baisse de liquidité et une plus grande volatilité du titre sur le marché d'origine.

(Silva & Chávez, 2008) trouvent que les ADR (American Depositary Receipt) ne représentent pas forcément une augmentation de liquidité du marché d'origine. (Karolyi,1998) dans ses études scientifiques indiquent que le volume des transactions ainsi que le nombre des investisseurs augmentent juste après la cotation internationale, aussi l'augmentation de la compétition entre les teneurs de marchés favorise la diminution du spread bid-ask.

Plusieurs cas montrent que l'augmentation de la liquidité se fait sur le marché d'origine, tandis que (Levine & Schmukler,2003) déduisent une diminution de la liquidité sur le marché d'origine, (Halling, et al.,2004) concluent que l'augmentation se fait sentir juste après la cotation étrangère suivie par un déclin.

(Karolyi,2004) révèle qu'il y a une forte causalité entre la multi-cotation et l'augmentation de la liquidité ultérieure du marché d'origine. Ces résultats semblent être motivés par une augmentation de la liquidité des titres étrangers abstraction faite des titres de leurs pays d'origine. Cependant, le rapport des ventes des titres multi-cotés et le total des titres du pays d'origine diminuent nécessairement. (Fernandes,2005) analyse et signale qu'il existe un impact positif entre les ADRS et les titres du pays d'origine (non cotés à l'étranger) (Karolyi&lemmon).

La multi-cotation est une politique parmi plusieurs de l'entreprise, qui peut avoir un impact sur la liquidité Alexander, (Eun & Janakiramanan,1988). Aussi (Amihud & Mendelson 1986) indiquent que la liquidité présente un facteur de risque sur le rendement de la firme.

(Kuria,2008) détermine les effets de la multi-cotation sur le court et le long terme après l'annonce de la décision sur les titres cotés à la bourse de Nairobi (NSE) et affirme qu'il existe un effet négatif sur la performance des titres.

La multi-cotation a pour objectif d'élargir la base des investisseurs et par conséquent l'augmentation du volume des transactions et la réduction de l'asymétrie d'information à travers une meilleure communication. Dans cette perspective, la multi-cotation a pour effet de réduire les coûts de transactions tout en améliorant la liquidité des titres (Karolyi 1998).

Le marché apparaît d'autant plus liquide que son prix d'exécution est avantageux, l'indice de mesure d'illiquidité aurait tendance à se resserrer sur le marché d'origine une fois le titre est coté à l'étranger (Yakov Amihud& Haim Mendelson,1986). 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 (spread) acheteurs-vendeurs peut être interprétée comme une réaction des teneurs⁴ 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 gravaient les transactions émanant de l'étranger avant l'inscription à la cote (Karolyi,1998) ; (Foerster & Karolyi,1998). (Foerster & Karolyi,1993) ont travaillé sur un échantillon de 49 sociétés

⁴Le rôle du teneur de marché est précisément de s'interposer, de maintenir les prix et de profiter d'une fourchette offre/demande

canadiennes multi-cotées aux Etats-Unis en 1980 ; ils reportent que le volume des transactions augmente de 26%. Une autre menée par (Mittoo,1997) compare l'impact de la multi-cotation sur le volume des transactions dans la bourse de Toronto (TSE) et Vancouver (VSE) et trouve qu'il y a une augmentation de 80% à TSE tandis qu'il y a une diminution du volume à VSE. (Mittoo,1997) explique que les effets de la double cotation peuvent être néfastes si et seulement si l'un des marchés est moins régulés (risque du délit d'initié et l'asymétrie d'information). (Halling et al.,2018) ont examiné les sociétés multi-cotées à NYSE, NASDAQ, et AMEX entre 1980 et 2001, comprenant les entreprises développées et en développement. (Halling et al.,2008) trouvent que le volume des transactions est plus élevé pour les marchés développés et plus faible pour les marchés en développement. Ils concluent que pour les sociétés provenant de pays émergents, la liquidité diminue dans le marché d'origine si le marché en question n'est pas régulé contre les délits d'initié.

4. OBJET DE LA RECHERCHE

L'objet de cette étude contribuera à la compréhension des facteurs qui motivent la cotation à l'étranger en particulier la liquidité des actions et l'étendue de l'importance de cette dernière dans la cotation à l'étranger.

Il sera également utile de démontrer pour les gestionnaires de sociétés et sociétés de bourse l'existence de liens entre les deux variables qu'on vient de citer auparavant afin d'élargir la base de capital par le biais de cette pratique.

L'étude illustre également la relation entre la liquidité des titres des sociétés africaines multi-cotées et les marchés des valeurs mobilières particulièrement le London Stock Exchange (LSE).

4.1 RECHERCHE DE LA METHODOLOGIE

Cette section décrit la méthodologie utilisée pour réaliser cette étude, la population, l'échantillon, le modèle employé et les tests de signification.

4.1.1 Conception de la recherche

Montrer la relation entre la multi-cotation et la liquidité des sociétés africaines cotées à London Stock Exchange (LSE) à travers l'étude des ventes (nombre des titres cotés multipliés par le prix). Afin de tester notre hypothèse, nous analysons la liquidité des sociétés multi-cotées entre la période de 1an avant et 1an après le déclenchement de la multi-cotation en analysant la réaction du marché.

L'étude concerne l'analyse des effets de la multi-cotation sur le volume de transaction, l'étude compare le total des négociations avant et après l'événement et la réaction du marché original. Nous montrons si la multi-cotation a un impact sur l'augmentation de la liquidité.

La méthodologie d'étude a été largement utilisée dans les littératures financières, économiques et d'économie politique pour estimer empiriquement les réactions du marché à des événements spécifiques en étudiant les réactions des variables pertinentes autour d'un événement. La méthodologie a été appliquée à une variété d'événements spécifiques à l'entreprise et à l'ensemble de l'économie (Beaver, 1968, May 1971, Patell, 1976, Bonnier and Bruner, 1989, Fox and Opong, 1996, Fama, 1991, MacKinlay, 1997, Adelegan, 2003, 2006a and b, 2007a and b, and 2008a), (TejasviDabhane 2018).

Pour mesurer la liquidité, nous avons pris comme mesure le volume de transaction.

❖ **Volume de transaction**

Quand une société est cotée dans une place internationale, elle envoie un signal positif au marché pour sa capacité de s'adapter aux exigences internationales en matière de cotation, ce qui peut amener les investisseurs à investir sur le marché étranger plutôt que sur le marché d'origine en raison d'une meilleure protection des investisseurs. Nous calculons le volume de transaction en utilisant comme variable le nombre des actions négociées. Nous estimons le volume de transaction pour chaque action et nous calculons la moyenne pour la période d'un an avant et après l'événement.

Nous nous attendons à ce que les sociétés multi-cotées augmentent en volume de transactions après la multi-cotation et en liquidité pour les deux bourses et sur différentes périodes.

4.1.2 Hypothèse de la liquidité

H1 : la multi-cotation aura un effet positif sur la liquidité des entreprises africaines dans leur pays d'origine.

4.2 Collecte des données

Les données de cette étude ont été extraites précisément du site officiel de la bourse London Stock Exchange, de la banque mondiale et du site des sociétés africaines multi-cotées pour la période précitée. L'étude analyse le volume journalier des titres négocié sur le marché d'origine et prix de transaction afin d'évaluer l'effet de la multi-cotation sur la liquidité du marché d'origine. A l'aide de ces données qui couvrent un an avant et un an après le

processus, nous avons pu analyser pertinemment s'il existe un impact positif ou négatif de la multi-cotation sur la liquidité des deux marchés (d'origine et étranger).

4.3 Analyse des données

Ces données ont été analysées par un logiciel de statistique et de recherche à savoir SPSS, la fiabilité et la validité des données ont été améliorées grâce à l'utilisation du logiciel des statistiques permettant de vérifier la cohérence et l'exactitude des données.

Pour évaluer les effets de la multi-cotation sur le volume des transactions, l'étude a comparé le nombre total des transactions avant et après l'inter-cotation en évaluant les variations des mesures absolues du volume des transactions (nombre de transaction ou chiffre d'affaire) par rapport aux transactions sur le marché global.

Cette étude a utilisé un modèle de marché attractif élargi et adapté, présenté ci-dessous. Selon les conclusions de Levine et Schumukler (2005), Halling et autres (2004), les modèles gravitationnels traditionnels prédisent que la taille des marchés nationaux et internationaux a une incidence positive sur les échanges commerciaux dans les deux pays.

$$L_{nP_i} = \beta_0 + \beta_1 \ln(MC^I * MC^H) + \beta_2 PFS_i + \beta_3 SIZE_i + \varepsilon_i$$

Où

P_i -est la proportion du volume des titres des sociétés négociées sur le marché international divisé par le total des titres négociés sur le marché d'origine et le marché étranger ;

MC^I -représente la taille du marché étranger par la capitalisation boursière ;

MC^H -représente la taille du marché d'origine par la capitalisation boursière ;

PFS_i -représente le pourcentage des ventes des sociétés une année après l'inter-cotation ;

$SIZE_i$ - est obtenu par le ratio de la capitalisation boursière des firmes multi-cotées et la capitalisation du marché d'origine ;

ε_i -la marge d'erreur ;

$MC^I, MC^H, PFS_i, SIZE_i$, Représentent les mesures de la multi-cotation dans ce modèle analytique.

Tableau N° 4 : Sociétés africaines cotées sur le marché du Royaume Uni

(échantillon :8sociétés)

Date d'admission	Nom de la société	ICB Industrie	Pays d'accueil	Cap boursière(£m)
07/03/1969	BARLOWORLD LD	Industrials	Afrique du sud	1,254.89
12/02/1953	KAKUZI LD	Industrials	Kenya	18.13
26/06/2018	OLD MUTUAL LIMITED	Financials	Afrique du sud	5,788.13
14/04/2014	SEPLAT PETROLEUM DEVELOPMENT COMPANY PLC	Oil& Gas	Nigeria	670.83
01/11/1939	TONGAAT HULETT LIMITED	Consumer Goods	Afrique du sud	887.4
23/06/2011	ZAMBEEF PRODUCTS PLC	Consumer Goods	Zambie	33.36
29/06/1970	ZCCM INVESTMENTS HOLDINGS PLC	Basic Materials	Zambie	206.34
31/07/2018	GRIT REAL ESTATE INCOME GROUP LIMITED	Financials	Mauritius	346.43

Source: site London stock Exchange 2019.

4.4 ANALYSE DES DONNEES ET DISCUSSION DES RESULTATS

4.4.1 Description des données

L'étude comprend 8 sociétés africaines cotées sur le marché londonien.

Tableau N°5 : Transactions avant et après la double cotation boursière

Années	Sociétés	Pays	Negotiation (USD m) 1an Avant	Negotiation (USD m) 1an Après	variation
27/09/2004	BARLOWORLD LD	Afrique du sud	10,908,000	10,236,000	(672,000)
16/03/2006	KAKUZI LD	Kenya	1,399,194	1,424,503	25,309
26/06/2018	OLD MUTUAL LIMITED	Afrique du sud	175,927,000	109,877,000	(66,050,000)
09/04/2014	SEPLAT PETROLEUM DEVELOPMENT COMPANY PLC	Nigeria	388,000	419,000	31,000
02/07/2007	TONGAAT HULETT LIMITED	Afrique du sud	2,434,000	3 109,000	675,000
23/06/2011	ZAMBEEF PRODUCTS PLC	Zambie	161,900	206,800	44,900
27/09/2004	ZCCM INVESTMENTS HOLDINGS PLC	Zambie	137,266	291,993	154,727
31/07/2018	GRIT REAL ESTATE INCOME GROUP LIMITED	Maurice	328,400	443,300	114,9

Source : site officiel des sociétés.

On remarque que les revenus des sociétés citées dans le tableau ci-dessus accroissent juste après la multi-cotation à l'exception de la société BARLOWORLD LD et OLD MUTUAL LIMITED.

Tableau N°6 : Capitalisations boursières des marchés (national et international) en (USDm)

<i>Année</i>	<i>Afrique du sud</i>	<i>Kenya</i>	<i>Nigeria</i>	<i>Zambia</i>	<i>London</i>	<i>Maurice</i>
2004	442 519,70	3 890,97	15 865, 94	1 649,98	2 815 928,03	2118,95
2005	549 310,31	6 383,99	22244	2 516,72	3 058 182,42	2326,32
2006	711 232,32	11 378,04	32 830,51	2 952,56	3 781 358,50	4 958,51
2007	828 185,32	13 344,62	84 894,57	-	3 846 461,88	7 919,08
2008	482 699,98	10 854,1	48 062,28	-	1 868 152,97	4 661,99
2009	799 023,75	10 966,8	32 223,4	-	2 796 444,32	6 582,05
2010	925 007,15	14 460 ,87	50 546,4	-	3 613 063,97	7 752,77
2011	789 037,13	10 202,61	39 028,39	3 184,47	3 266 418,15	7 845,15
2012	907 723,20	-	56 205,2	-	3 396 504,93	7 180,10
2013	942 812,11	-	80 609,9	-	4 428 975,32	8 942,35
2014	933 930,70	2 248,00	62 766.31	-	4 012 882,25	8 751,02
2015	735 945,17	-	49 973.88	-	3 878774,25	7 238,55
2016	958 907,37	-	29 792,434	-	3 467 434,00	7 604,72
2017	1 230 977,19	-	37 217,62	-	4 455 408,11	9 742,92
2018	865 327,67	-	31 520,55	-	3 637 996,04	9 847,53

Source : WFE, knoema.com et Banque mondiale.

Tableau N°7 : Taille des sociétés dans la capitalisation boursière en (USD m)

<i>Années</i>	<i>Sociétés</i>	<i>Pays</i>	<i>Capitalisation boursière de la société</i>	<i>Capitalisation boursière du pays</i>	<i>Taille de la société en %</i>
27/09/2004	BARLOWORLD LD	Afrique du sud	37,696	442 519,70	0,008518
16/03/2006	KAKUZI LD	Kenya	10,3285	11 378,04	0,09077
26/06/2018	OLD MUTUAL LIMITED	Afrique du sud	78,729	865 327,67	0,009098
09/04/2014	SEPLAT PETROLEUM DEVELOPMENT COMPANY PLC	Nigeria	535 (usd)	62 766.31	0,8523
02/07/2007	TONGAAT HULETT LIMITED	Afrique du sud	106 (usd)	828 185,32	0,01279
23/06/2011	ZAMBEEF PRODUCTS PLC	Zambie	206,802 USD	3 184,47	6,49407
27/09/2004	ZCCM INVESTMENTS HOLDINGS PLC	Zambie	53,825	1 649,98	0,326216
31/07/2018	GRIT REAL ESTATE INCOME GROUP LIMITED	Maurice	86,582	9 847,53	0,87922

Source : Site officiel des Sociétés

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,716 ^a	,513	,318	360,70846	2,618

4.4.2 Interprétation des résultats :

Les résultats montrent qu'il existe une forte corrélation linéaire entre la multi-cotation et la liquidité (R) 0.716 avec un R-deux ajusté 0.318 le modèle montre qu'il existe d'autres facteurs qui affectent la liquidité des actions cotées en bourse et qui ne rentrent pas dans ce modèle.

Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	228,319	46,20		2,35	,081
Ln (MCI*MCH)	-2,018	,852	-,108	-2,34	,074
PFS	-2,25	2,47	-,305	-1,230	,761
SIZE	3,10	13,61	0,65	2,83	,782

Selon les résultats de la régression on trouve une corrélation négative entre Ln(P) et Ln (MCI*MCH), une corrélation négative entre Ln(P) et les ventes et une corrélation positive entre Ln(P) et la taille, notre équation se présente comme suit :

$$L_{nP_i} = 228,319 - 2,018l_n(MC^I * MC^H) - 2,018PFS_i + 3,10SIZE_i$$

Statistiques de la variance

	Minimum	Maximum	Moyenne	F	Sig
Régression	49,787	3	16,59	3,070	.073
Résiduel	59,464	11	5,406		
Total	109,252	14			

ANOVA a été réalisée pour déterminer les différences entre les variables dépendantes et indépendantes et montrer s'il existe une relation entre les deux. La valeur P de 0,073 implique que la double cotation a une relation significative avec la liquidité des actions cotées en bourse qui est significative à un intervalle de confiance de 5%. Cela illustre également l'importance de l'analyse de régression effectuée à un niveau de confiance de 95%.

Conclusion, limites et perspectives

Sur la base des résultats de l'étude, le volume des actions échangées a augmenté après la double cotation pour toutes les sociétés africaines cotées à London Stock Exchange. Cela est dû à une augmentation de la base d'investisseurs. Cela est également dû au fait que la double cotation améliore l'image de l'entreprise et que les investisseurs seraient donc plus disposés à investir dans l'entreprise. Des informations supplémentaires sur la société arrivent également sur le marché, avec plus d'investisseurs sur le marché coté ayant plus de connaissances sur l'entreprise.

La capitalisation boursière du pays d'accueil a été également améliorée de manière significative. Cependant, l'étude ne trouve pas de relation significative entre la double cotation et la liquidité des actions africaines. Il convient de noter l'augmentation de la capitalisation boursière au cours du mois de la double cotation. Cependant, les volumes d'actions vendues et achetées après cotation ont été faibles. Cela prend cependant 1an après que plus d'informations sur l'entreprise atteignent le marché.

L'étude révèle également une relation positive significative entre la proportion des échanges des entreprises cotées en bourse et leur pourcentage des ventes sur le marché international par rapport à celui du marché intérieur. Il existe également une relation négative entre la proportion des échanges des sociétés cotées sur le marché international et la capitalisation boursière absolue de la société cotée sur la capitalisation boursière du marché intérieur.

L'étude a été réalisée dans le contexte de quelques défis parmi lesquels la limitation du temps et le coût des données. Cela peut nuire à l'exactitude de l'analyse effectuée ou des données

recueillies. L'étude a également couvert 8 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, mais il n'y a que 8 sociétés africaines cotées à la bourse de Londres. Cela peut avoir conduit aux énormes erreurs standard telles que rapportées dans l'analyse du modèle.

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

Annexes :

Tableau N°8 : Marché primaire AIM de Londres Novembre 2019

Primary Market Summary - Since launch

Year	Number of Companies			Market Value (£m)	Number of New Issues			Money Raised (£m)		
	UK	International	Total		UK	International	Total	New	Further	Total
19/06/1995	10	0	10	82,2						
1995	118	3	121	2 382,40	118	3	121	71,2	25,3	96,5
1996	235	17	252	5 298,50	129	14	143	522,1	297,1	819,2
1997	286	22	308	5 655,10	94	13	107	344,1	350,1	694,2
1998	291	21	312	4 437,90	68	7	75	267,5	317,7	585,2
1999	325	22	347	13 468,50	96	6	102	333,7	600,2	933,9
2000	493	31	524	14 935,20	265	12	277	1 754,10	1 338,30	3 092,40
2001	587	42	629	11 607,20	163	14	177	593,1	535,3	1 128,40
2002	654	50	704	10 252,30	147	13	160	490,1	485,8	975,8
2003	694	60	754	18 358,50	146	16	162	1 095,40	999,7	2 095,20
2004	905	116	1 021	31 753,40	294	61	355	2 775,90	1 879,50	4 655,30
2005	1 179	220	1 399	56 618,50	399	120	519	6 461,20	2 481,20	8 942,40
2006	1 330	304	1 634	90 666,40	338	124	462	9 943,80	5 734,30	15 678,10
2007	1 347	347	1 694	97 561,00	197	87	284	6 581,10	9 602,00	16 183,10
2008	1 233	317	1 550	37 731,90	87	27	114	1 107,80	3 214,50	4 322,30
2009	1 052	241	1 293	56 632,00	30	6	36	740,4	4 831,10	5 601,60
2010	967	228	1 195	79 419,30	75	27	102	1 200,80	5 649,00	6 849,90

2011	918	225	1 143	62 212,70	68	22	90	613,9	3 680,80	4 294,70
2012	870	226	1 096	61 747,70	49	24	73	712,1	2 451,30	3 163,40
2013	861	226	1 087	75 928,60	78	21	99	1 190,90	2 715,70	3 906,70
2014	885	219	1 104	71 414,30	94	24	118	2 604,30	3 122,40	5 726,70
2015	845	199	1 044	73 076,60	47	14	61	1 240,00	4 216,00	5 456,00
2016	809	173	982	80 814,10	55	9	64	1 103,70	3 661,90	4 765,50
2017	808	152	960	106 882,30	69	11	80	1 585,60	4 788,20	6 378,80
2018	781	142	923	91 253,10	52	13	65	1 563,10	3 942,3	5 505,4
2019	745	127	872	100 211,6	18	3	21	380,6	2 962,7	3 343,2
				Launch to date	3 176	691	####	45 276,5	69 882,4	115 188,9

Source : London Stock Exchange.

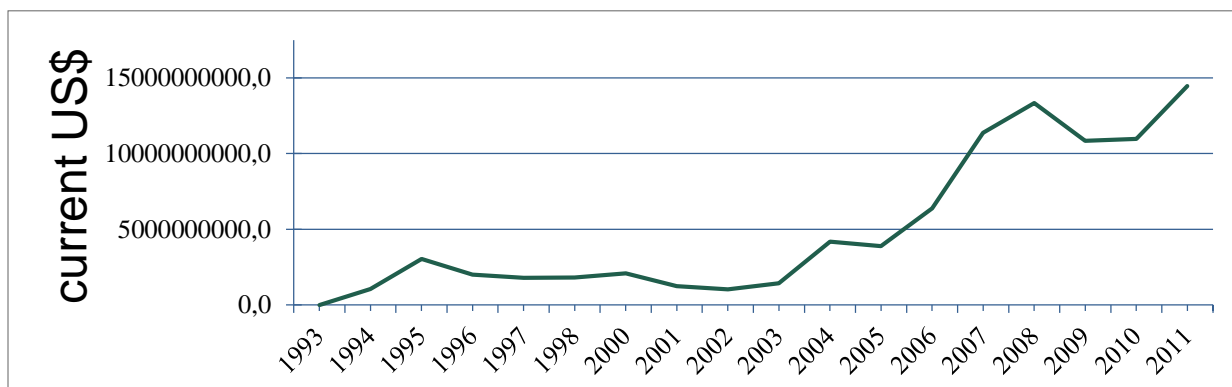
Tableau N°9 : Capitalisation boursière des sociétés africaines cotées à London Stock Exchange en mois de Novembre 2019.

Admission Date	Issuer Name	Main Country of Operation	Month End Market Cap £m
09/11/2017	AFRITIN MINING LIMITED	Namibia	19,003947
10/08/2017	ALTUS STRATEGIES PLC	Ethiopia	8,005485
06/03/2017	ANGLO AFRICAN OIL & GAS PLC	Congo (Rep. of)	10,111984
13/02/2006	ARMADALE CAPITAL PLC	South Africa	14,391009
13/04/2011	AVESORO RESOURCES INC.	Liberia	80,351631
08/01/2013	BASE RESOURCES LIMITED	Kenya	142,911322
29/09/2006	BEZANT RESOURCES PLC	Tanzania	1,997546
04/09/2013	BLUEROCK DIAMONDS PLC	South Africa	3,632674
02/02/2011	BOTSWANA DIAMONDS PLC	Botswana	5,177331
07/12/2004	BOWLEVEN PLC	Cameroon	22,267664
26/03/2012	BUSHVELD MINERALS LIMITED	South Africa	262,301285
11/12/2007	CAMBRIA AFRICA PLC	Zimbabwe	1,851557
19/05/2008	CHARIOT OIL & GAS LIMITED	Namibia	13,496802
09/10/2017	CORA GOLD LIMITED	Mali	7,132211
18/03/2013	DEKEL AGRI-VISION PLC	Ivory Coast	10,365079
21/02/2005	EDENVILLE ENERGY PLC	Tanzania	1,645229
03/09/2012	ELAND OIL & GAS PLC	Nigeria	353,25401
26/02/2010	EQUATORIAL PALM OIL PLC	Liberia	2,85022
15/12/2010	EUROPA METALS LTD	South Africa	4,347774
06/09/2006	FASTJET PLC	Tanzania	10,452268

14/08/1998	FIRESTONE DIAMONDS PLC	South Africa	2,741557
28/09/2011	GALILEO RESOURCES PLC	South Africa	2,78906
07/03/2005	GLOBAL PETROLEUM LIMITED	Namibia	3,29311
26/07/2006	GOLDPLAT PLC	South Africa	4,437187
25/03/2004	GOLDSTONE RESOURCES LIMITED	South Africa	4,050814
10/12/2010	HUMMINGBIRD RESOURCES PLC	Liberia	72,601955
18/07/2011	KERAS RESOURCES PLC	South Africa	5,371471
07/09/2012	KIBO ENERGY PLC	Tanzania	5,051468
29/03/2018	KORE POTASH PLC	Congo (Rep. of)	19,321875
30/11/2018	KROPZ PLC	South Africa	21,255473
17/05/2013	LEKOIL LIMITED	Nigeria	29,509149
10/06/2010	NCONDEZI ENERGY LIMITED	Mozambique	15,924692
31/07/2007	PAN AFRICAN RESOURCES PLC	South Africa	235,089129
10/02/2011	PATHFINDER MINERALS PLC	Mozambique	3,744553
12/07/2007	PME AFRICAN INFRASTRUCTURE OPPORTUNITIES PLC	Tanzania	1,140345
09/10/2012	POWER METAL RESOURCES PLC	Sierra Leone	1,491352
10/12/2012	PREMIER AFRICAN MINERALS LIMITED	Zimbabwe	14,029819
29/06/2018	RA INTERNATIONAL GROUP PLC	Kenya	58,6686
23/06/2011	RED EMPEROR RESOURCES NL	Somalia	2,495141
20/08/2004	RICHLAND RESOURCES LTD	Mauritius	0,773226
01/08/2014	SAVANNAH PETROLEUM PLC	Niger	227,181118
01/11/2010	SAVANNAH RESOURCES PLC	Mozambique	29,192846
11/07/2005	SHANTA GOLD LIMITED	Tanzania	64,958445
25/03/2011	SYLVANIA PLATINUM LIMITED	South Africa	104,567287
30/11/2015	TLOU ENERGY LIMITED	Botswana	21,833739
12/09/2007	URU METALS LIMITED	Niger	1,717256
30/06/2006	VAST RESOURCES PLC	Zimbabwe	32,873864
02/11/2018	WENTWORTH RESOURCES PLC	Tanzania	35,911032
17/09/2010	WOODBOIS LIMITED	Tanzania	29,317211
23/06/2011	ZAMBEEF PRODUCTS PLC	Zambia	17,283326
18/11/2010	ZANAGA IRON ORE COMPANY LIMITED	Congo (Rep. of)	33,609038

Source : London Stock Exchange.

Figure 2 : Capitalisation boursière de l'ensemble des sociétés cotées Africaines.



Source : Banque mondiale

Tableau N°10 : Indicateurs de développement mondial : marché des capitaux

Pays	Capitalisation boursière				Liquidité du marché valeur des sociétés cotés en %		Taux de rotation		Nombre de sociétés nationales cotées		S&P/Global Equity Indices	
	2010	2018	2010	2018	2010	2018	2010	2018	2010	2018	2010	2018
	\$ millions	%	%									
Kenya	14,46	..	36.2	..	2.0	1.2	5.5	..	55	65	33.8	-14.7
Maurice	7,753	9,848	77.5	69.2	3.6	3.2	4.7	4.6	62	99	8.2	-4.2
Nigeria	50,55	31,521	13.9	7.9	1.4	0.7	10.1	8.2	215	164	20.3	-17.9
Afrique du sud	925	865,33	246.4	235.0	73.9	80.1	30.0	34.1	352	289	32.1	-25.9
Zambie	3,184	..	13.6	..	0.1	..	0.6	..	20	..	17.4	-18.8

Source : Banque mondiale

Bibliographie:

A, K. C. Chan, Wai-ming Fong B, Bong-chan Kho C, et Ren M. Stulz D. *from dually-listed securities*, 1994.

Alexander, Gordon J., Cheol S. Eun, et Sundaram Janakiramanan. « Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note ». *The Journal of finance* 42, n° 1 (1987): 151–158.

« AmihudMendelson86.pdf ». Consulté le 2 mai 2019.

<http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/courses/LAP/papers/TransactionCosts/AmihudMendelson86.pdf>.

Balli, Faruk, Xiaoling Li, et Hatice O Balli. « Cross-Listing Decisions of Firms and Output Specialization », s. d., 26.

Berkman, Henk, et Nhut H. Nguyen. « Domestic Liquidity and Cross-Listing in the United States ». *Journal of Banking & Finance* 34, n° 6 (juin 2010): 1139-51.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.11.011>.

Chouinard, Éric, et Chris D'Souza. « The Rationale for Cross-Border Listings », s. d., 8.

« Dodd et al. - The Determinants of Trading Location of Cross-List.pdf ». Consulté le 6 mai 2019. <https://www.nzfc.ac.nz/archives/2013/papers/updated/34.pdf>.

« Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets », s. d., 41.

Han, Sam, Don Herrmann, Tony Kang, et Michael Wolfe. « Cross-Listing and Capital Investment Decisions », s. d., 41.

Jayaraman, Narayanan, Kuldeep Shastri, et Kishore Tandon. « The impact of international cross listings on risk and return: The evidence from American Depository Receipts ». *Journal of Banking & Finance* 17, n° 1 (1993): 91-103.

Khan, Walayet A., H. Kent Baker, Robert E. Kennedy, et Larry G. Perry. « Dual Domestic Listing, Market Structure and Shareholder Wealth ». *The Financial Review* 28, n° 3 (août 1993): 371-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1993.tb01353.x>.

Li, Shi, Tianze Li, Usha Mittoo, Xiaoping Song, et Steven Xiaofan Zheng. « ADR Valuation and Listing of Foreign Firms in U.S. Equity Markets ». *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 58 (janvier 2019): 284-98.
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.014>.

« LSEG_Companies_To_Inspire_Africa_07022019_0.pdf ». Consulté le 29 août 2019.
https://www.lseg.com/sites/default/files/content/CTIA/2019/LSEG_Companies_To_Inspire_Africa_07022019_0.pdf.

Pagano, Marco. « Financial Markets and Growth ». *European Economic Review* 37, n° 2-3 (avril 1993): 613-22. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B).

Panasar, Raj, et England) Stock Exchange (London. *A Guide to Listing on the London Stock Exchange*. London: London Stock Exchange: White Page Ltd, 2010.

« Why Cross-Listing Shares Doesn't Create Value | McKinsey ». Consulté le 2 avril 2019.

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-cross-listing-shares-doesnt-create-value>.

Sami Torstilla: "The clustering of IPO Gross Spread: International Evidence". Journal of Financial and quantitative analysis, vol.38, n°.3 (September 2003).

Carole Gresse : « La fragmentation des marchés financiers : réflexions théoriques et preuves empiriques sur les actions françaises » thèse de doctorat soutenue le (30 mars 1992)