



Munich Personal RePEc Archive

Le partenariat euro méditerranéen et son impact sur le développement des marchés boursiers méditerranéens

Ben Slimane, Faten

May 2006

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/698/>

MPRA Paper No. 698, posted 08 Nov 2006 UTC

Le partenariat euro méditerranéen et son impact sur le développement des marchés boursiers méditerranéens

Faten BEN SLIMANE*

Université Paris Dauphine et Institut des Hautes Etudes Commerciales (HEC-Tunis)

[Mai 2006]

Abstract

This paper analysis the effect of the Euro-Mediterranean partnership on the stock exchanges of Mediterranean countries. After having studied the evolution of these markets, we will show their vulnerability and especially the risks which they incur if the processes of removal of the economic and financial barriers are not accompanied by substantial reforms. Vis-à-vis these threats, one of the best strategies to be followed is to opt to consolidation strategies with, in particular, European stock exchanges.

Résumé

Cet article analyse l'effet du partenariat euro méditerranéen sur les marchés boursiers des pays méditerranéens. Après avoir analysé l'évolution de ces bourses, nous montrerons la vulnérabilité de la plupart de ces institutions et surtout les risques qu'elles encourent si les processus de suppression des barrières économiques et financières ne sont pas accompagnés par des réformes substantielles. Face à ces menaces, une des meilleures stratégies à suivre est d'envisager des rapprochements avec d'autres bourses, notamment européennes.

Mots clés : Partenariat euro méditerranéen, marchés boursiers, rapprochement transfrontalier.

JEL classification: F15, G15, G34.

* Doctorante, Stratégies et Dynamiques Financières, Université Paris Dauphine et DEFI- Institut des hautes Etudes Commerciales Tunis. Courriel : faten.benslimane@univ-evry.fr

Introduction

Dans un contexte environnemental en pleine évolution et face à une montée croissante des inégalités entre les pays du Nord et du Sud de la Méditerranée, un partenariat euro méditerranéen a été signé lors de la conférence de Barcelone en novembre 1995.

Ce partenariat qui regroupe actuellement les 25 Etats membres de l'Europe et 10 Etats du Sud et de l'Est de la Méditerranée comporte trois volets principaux :

Le premier, d'ordre politique et sécuritaire, vise l'établissement d'un espace de paix et de prospérité pour toute la région. Le deuxième, dans le domaine culturel, social et humain, a particulièrement pour but le rapprochement des différentes civilisations. Quant au troisième volet, économique et financier, il vise à encourager la libéralisation des échanges des biens, des services et des capitaux. Ceci devrait permettre l'amélioration des compétitivités des économies les moins développées et augmenter ainsi la croissance.

Dix ans après l'établissement de ce partenariat, le bilan est mitigé et les efforts les plus importants réalisés semblent toucher le volet économique où la plupart des pays du « Sud » ont adopté le processus de mise à niveau de leurs entreprises et ont commencé à encourager la privatisation d'un grand nombre de compagnies étatiques notamment par des firmes étrangères. Des efforts similaires sont en train d'être réalisés afin de mettre à niveau et harmoniser les différentes réglementations et infrastructures.

Cependant, et malgré les travaux réalisés dans ce domaine, les inégalités économiques entre les deux rives semblent encore considérables. Ceci, accompagné par des processus d'ouverture progressive des marchés, commence à susciter plusieurs interrogations, notamment quel serait l'impact du partenariat euro méditerranéen sur l'avenir des économies des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée ? Serait-il, comme le stipule plusieurs des études, un catalyseur de développement des pays méditerranéens ? Ou bien risqueraient-ils de se retrouver confrontés à une grande vague de concurrence qui ne ferait que fragiliser leurs développements économiques ? L'enjeu est très important puisque l'échec d'un tel accord pourrait avoir des répercussions drastiques sur la situation de la plupart de ces pays.

Nous essayerons dans cet article de répondre à cette question en s'intéressant particulièrement à l'analyse de l'effet de ce partenariat sur le marché financier et plus particulièrement le marché boursier qui joue un rôle catalyseur dans le développement économique et financier de chaque pays. En effet, dans un contexte de globalisation

financière, une infrastructure boursière développée et efficiente avec des coûts de transaction et d'information faibles serait un atout considérable pour encourager les investissements nationaux et internationaux ce qui permettrait une meilleure affectation des ressources et affecterait ainsi positivement la croissance du pays.

Dans le cas des marchés boursiers des Etats du Sud et de l'Est de la Méditerranée, ces derniers représentent, pour la plupart, des monopoles naturels ou de quasi-monopoles. L'idée est selon laquelle la bourse fait partie de l'identité d'un pays et donc il faut la préserver de toute concurrence étrangère. La plupart de ces institutions opèrent ainsi en isolation par rapport aux autres, bien protégées par la réglementation nationale et spécialement par les barrières à la mobilité de capitaux.

Cette situation commence progressivement à changer grâce notamment aux processus d'ouverture des frontières économiques et financières ainsi qu'aux développements technologiques qui ont réduit les distances géographiques entre les différents marchés. Face à ce nouvel environnement et aux menaces concurrentielles de la part des pays européens, les marchés boursiers du Maghreb et du Machrek doivent mieux développer leurs organisations et attirer les investissements notamment étrangers afin d'améliorer leurs indicateurs de performance.

Ces efforts semblent de plus en plus urgents en raison de l'importante vague de privatisations qui semble toucher la région. Ceci, accompagné par une libéralisation des capitaux et des services, risque de s'avérer dangereux et parfois même fatal pour la plupart des institutions boursières concernées. Un grand nombre des acteurs seraient ainsi tentés d'investir dans des marchés développés et particulièrement européens offrant un meilleur rendement.

Nous comptons dans cet article participer au débat actuel concernant l'impact du partenariat sur les pays euro méditerranéens en insistant sur les inégalités en matière de développement entre les différentes infrastructures boursières de la région. Ces disparités, en plus des accords de libéralisation progressive des biens, des services et des capitaux, risquent de fragiliser les systèmes boursiers les moins développés. Nous montrerons ainsi qu'une des solutions qui s'offrent à ces institutions est d'entreprendre de nouvelles stratégies de rapprochement avec des bourses en particulier européennes. Ceci leur permettrait de bénéficier du savoir-faire de ces institutions ainsi que des économies d'échelle, de champ et des externalités de réseaux que peuvent offrir ces phénomènes de consolidation.

I. L'apparition et le récent développement des marchés boursiers du Maghreb et du Machrek :

A l'exception du cas du Maroc et de l'Égypte, les marchés boursiers de la région sont jeunes et n'ont commencé à voir le jour qu'à partir des années cinquante avec l'établissement de la Bourse d'Israël en 1953, suivie par celle de Tunis en 1969.

Ces retards pris dans le développement du secteur boursier de la région sont dus aux problèmes politiques qui ont touché la plupart des pays de la zone ainsi que les régimes économiques adoptés par les différents gouvernements et reposant en particulier sur le marché bancaire au détriment des autres sources de financement.

Cette situation a commencé petit à petit à changer en raison des procédures d'ouverture progressive des barrières économiques qui ont engendré une grande vague de concurrence incitant ainsi les gouvernements à revoir leur stratégie financière. Ceci a été notamment le cas de la Turquie où on a créé dès 1986 la première bourse de valeurs du pays. Cette dernière a réussi en l'espace de vingt ans à se hisser parmi les marchés les plus prestigieux et les plus anciens d'Europe.

La réussite de cette institution est liée en grande partie aux efforts entrepris par le gouvernement turc à partir du début des années quatre-vingt-dix afin de réaliser une parfaite convergence avec l'Union Européenne en matière de structure administrative et technique. Ceci a rassuré les investisseurs locaux et même étrangers et les a encouragés à investir sur ce marché qui présente comme principal avantage une faible corrélation avec les marchés développés et donc un risque moins élevé accompagné d'un bon rendement.

En raison de l'accroît du nombre d'acteurs présentant des caractéristiques ainsi que des préférences d'investissement très variés, un marché de produits dérivés a vu le jour en février 2005. Ce dernier, doté d'un système électronique complètement automatisé, vise à offrir une plus large gamme de produits financiers afin de mieux diversifier le risque.

Les efforts entrepris par les autorités turques ne se limitent pas à la création de nouveaux marchés boursiers et des projets sont entrain d'être étudiés en vue d'une modernisation de la structure organisationnelle, notamment par le biais de privatisation, de dé mutualisation et l'établissement d'un réseau électronique d'échange avec certains marchés européens et asiatiques.

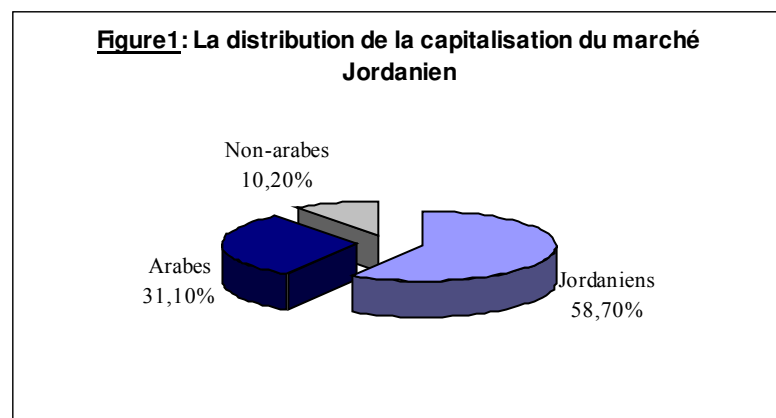
Un autre marché de la zone qui a réussi à concurrencer les marchés développés est la Bourse de Tel-Aviv qui propose des produits technologiques très performants ainsi qu'une

plateforme d'échange électronique complètement automatisée et intégrée affectant positivement le volume d'échange. Par ailleurs et dès 1993, un marché de produits dérivés a été établi afin d'élargir l'offre de produits aux investisseurs ce qui leur a permis de mieux gérer le risque et augmenter le rendement.

Les efforts entrepris par la bourse d'Israël ont réussi à inciter beaucoup de compagnies nationales à envisager l'investissement boursier comme une source alternative de financement. Le nombre des entreprises domestiques s'est élevé en 2004 à 573, soit presque le double de celles cotées sur le marché turc.

Toujours dans la zone méditerranéenne et à côté de ces différents marchés, figure la Bourse de Valeurs d'Amman, une institution boursière très jeune et qui a réussi en l'espace de quelques années à se conformer aux normes internationales en matière de cotation et de division du marché.

A partir de 2000, soit une année à peine après sa création effective, la Bourse d'Amman a réussi le lancement d'un système d'échange électronique automatisé permettant aux courtiers un accès immédiat aux plateformes d'échange. Ces développements technologiques ont été accompagnés par des assouplissements réglementaires en faveur des investisseurs étrangers, notamment l'absence de limitation ainsi que le rapatriement des bénéfices. Ceci a attiré les investissements étrangers qui représentent en 2004 une participation dans la capitalisation du marché boursier d'environ 41,3% (figure1).



Source: Amman Stock Exchange, Sixth Annual Report 2004.

Le marché boursier égyptien, quant à lui, est considéré le plus ancien marché de la zone. Ce dernier comprend deux institutions boursières : la Bourse d'Alexandrie qui a été créé en 1888 ainsi que la Bourse du Caire, établie en 1903. Ces institutions ont occupé pendant très

longtemps une place importante dans l'évolution du système économique et financier de toute la région et ont commencé petit à petit à perdre de leur importance au profit d'institutions financières plus performantes. Vers le début des années quatre-vingt-dix, de nouvelles réformes économiques ainsi qu'un programme de restructuration ont été introduits et visant à remettre à niveau le marché boursier égyptien. Ces réformes ont été par la suite suivies de processus de déréglementation et de privatisation ainsi que quelques réformes réglementaires afin de mieux stimuler l'activité boursière.

La réussite de ces efforts a poussé le gouvernement à adopter en janvier 2003 une politique de libéralisation financière qui vise notamment à encourager la coopération entre la Bourse d'Egypte et d'autres institutions boursières. A ce titre, la Bourse du Caire et d'Alexandrie vient de signer un accord avec le marché d'Abu-Dhabi facilitant aux différents acteurs l'accès aux deux institutions. Ceci a été accompagné par de nouvelles procédures garantissant une meilleure efficacité des marchés et une plus grande protection des investisseurs.

Les efforts de coopération entrepris par la Bourse égyptienne ne sont pas isolés et des projets similaires sont entrain d'être étudiés par la Bourse de Casablanca qui est considérée comme l'une des plus anciennes bourses d'Afrique.

Pendant plus de soixante ans, cette institution a fonctionné selon un schéma traditionnel et les efforts de réformes n'ont commencé à avoir réellement lieu qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix. Ces réformes boursières ont touché le domaine organisationnel, réglementaire et technique et ont inclus notamment la cotation électronique, une dématérialisation des titres cotés ainsi qu'une baisse des taux des commissions de transactions. Par ailleurs et dans le but d'encourager l'investissement et améliorer en retour la liquidité et l'efficacité du marché, le gouvernement marocain a récemment aboli toutes les restrictions sur l'investissement ainsi que la participation étrangère dans les compagnies locales.

Les efforts entrepris semblent encore insuffisants et le marché marocain paraît encore peu attractif en comparaison avec d'autres bourses de la région telles que la Bourse d'Amman qui abrite en 2004, 192 compagnies, soit environ quatre fois le nombre de firmes cotées sur le marché marocain.

A côté de ces marchés plus ou moins performants, figurent quatre institutions boursières qui peinent visiblement à se concurrencer avec les bourses voisines en termes de

capitalisation boursière, de nombre de compagnies cotées ainsi de développement technologique et organisationnel. Ces inégalités sont dues à plusieurs problèmes notamment, les crises politiques (Liban et Autorités Palestiniennes), ainsi que les politiques économiques gouvernementales qui ont encouragé la prédominance de l'Etat et des banques dans le financement de l'économie (Tunisie et Algérie).

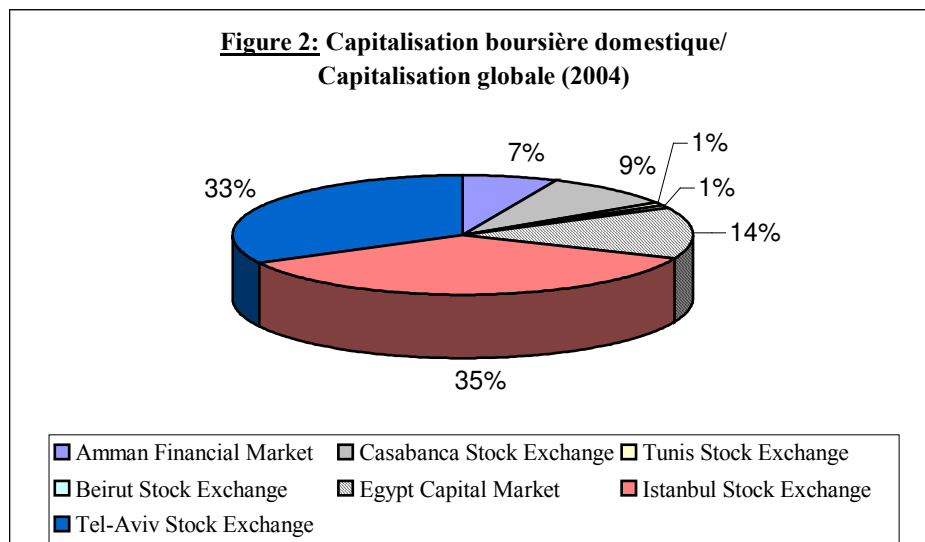
Ce n'est qu'à partir de la fin des années quatre-vingt-dix que cette situation a commencé à changer et que des réformes ont été introduites afin de permettre un bon fonctionnement du marché boursier. Dans ce sens, de nouveaux systèmes d'échange ont été adoptés (Bourse de Tunis) et des assouplissements réglementaires concernant notamment la participation des investisseurs étrangers dans les capitaux locaux ont été introduits.

Cependant, et malgré ces réformes, des efforts supplémentaires sont encore à faire en matière de transparence, de diversification du risque, et d'harmonisation des systèmes technologiques et réglementaires. Par ailleurs, une attention particulière doit être accordée aux opérations de back office et en particulier en ce qui concerne les procédures de compensation et de règlement livraison.

L'étude des différents marchés de la zone méditerranéenne nous montre que ces derniers, hormis quelques rares exceptions, rencontrent à différents degrés, plusieurs problèmes afin de mettre à niveau et moderniser leur structure réglementaire, technologique et organisationnelle. Ceci s'est répercuté négativement sur leur taille, leur liquidité et leur profondeur.

II. L'évolution limitée de la plupart des marchés boursiers du Sud et de l'Est de la Méditerranée

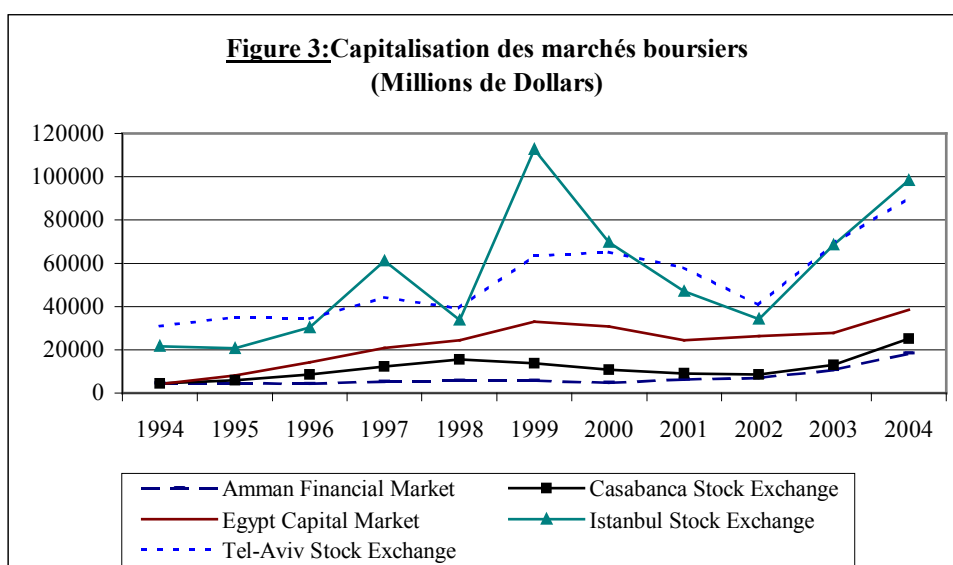
Si on se réfère à la capitalisation boursière qui reflète la taille du marché à une période donnée, force est de constater que les marchés boursiers de la zone sont caractérisés par une taille relativement petite. Ceci est en particulier le cas de la Bourse de Palestine et d'Algérie qui affichent une capitalisation boursière inférieure à 1000 millions de dollars, soit moins de 1% de la capitalisation globale du marché de la zone (figure2). Ceci s'explique notamment par le récent développement de ces marchés ainsi que les tensions politiques et économiques qui ont affecté ces deux pays durant ces dernières années.



Source : Arab Monetary Fund, AMDB, Rapports Annuels de la Bourse de Tel-Aviv, 2004.

La figure 3 illustre les inégalités extrêmement fortes en terme de capitalisation boursière entre les différents marchés boursiers de la zone et met en évidence la dominance de la Bourse d’Istanbul et de Tel-Aviv qui représentent à elles seules plus de 68% de la capitalisation boursière globale.

A côté de ces marchés, figurent trois autres institutions : la Bourse d’Egypte, la Bourse de Amman et la Bourse de Casablanca, qui semblent, comme le montre la figure 3, avoir réussi depuis quelques années à améliorer leurs performances et représentent en 2004 une capitalisation d’environ 30% de la capitalisation globale de la zone.



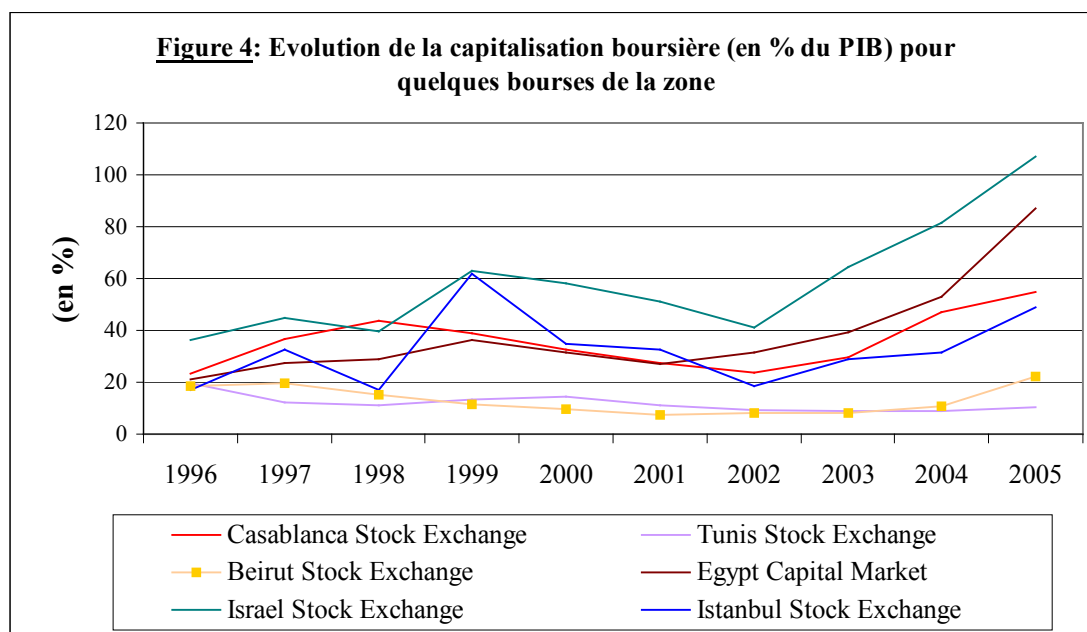
Source : Arab Monetary Fund, AMDB, Rapports Annuels de la Bourse de Tel-Aviv, 1994-2004.

Cette hausse enregistrée par ces cinq marchés par rapport à 1994 atteignant parfois plus de 400% montre la réussite des efforts réglementaires et organisationnels entrepris par les autorités respectives afin d'améliorer la performance des marchés boursiers de la région.

La figure 3 met aussi en évidence les secousses que ces institutions ont subies durant la dernière décennie. C'est ainsi qu'on peut percevoir l'effet de la crise asiatique et russe en 1998 ainsi que celui lié à l'éclatement de la bulle financière vers la fin de 2000 et dont les conséquences ont duré jusqu'à 2002.

Une autre mesure permettant de comprendre la situation des places boursières de la zone est le ratio capitalisation boursière /PIB. Ce dernier indique la taille relative du marché boursier par rapport à l'économie nationale.

La capitalisation boursière en pourcentage du PIB nous renseigne ainsi sur le niveau de confiance des investisseurs domestiques et internationaux et sur la situation économique domestique générale (Figure 4).



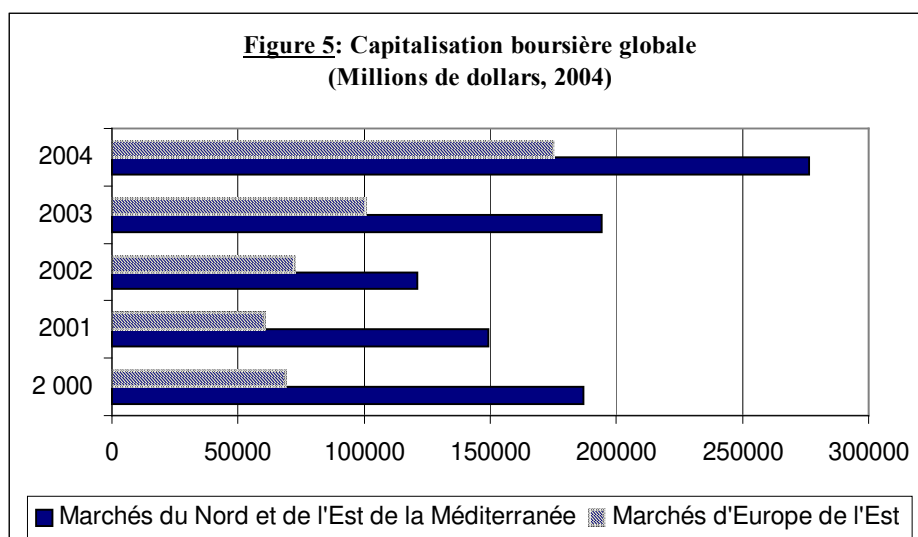
Source : Arab Monetary Fund, AMDB, et rapports et communiqués de presse des différents marchés boursiers considérés.

L'étude de cet indicateur met aussi en évidence les disparités importantes entre les différents marchés étudiés. La Bourse d'Amman paraît la plus performante si on se réfère au

ratio capitalisation (en % du PIB) qui est d'environ 300% en 2005. Vient ensuite les bourses de Tel-Aviv et d'Égypte dont le ratio dépasse les 50%.

Face à ces marchés, le poids que la finance directe joue dans les autres pays semble faible. Ceci est notamment le cas de la bourse de Tunis et de Beirut qui enregistrent des niveaux très limités et dont le ratio ne dépasse pas les 20%.

Ces différents résultats mettent clairement en évidence les disparités entre les marchés de la zone et soulignent ainsi l'urgence des réformes pour un grand nombre de ces bourses. Ce tableau *noir* de la situation de ces marchés est plus visible si on compare la capitalisation boursière enregistrée dans la zone avec celle enregistrée par les marchés d'Europe de l'Est. Le choix de ces marchés est d'une part lié au fait qu'ils sont semblables aux places méditerranéennes sur de nombreux points, en particulier leur jeune expérience et la récente adoption de réformes substantielles touchant plusieurs points de leur organisation. D'autre part, ces places d'Europe de l'Est sont en train d'intégrer progressivement celles d'Europe et représenteront à plus long terme des concurrents importants aux places méditerranéennes.



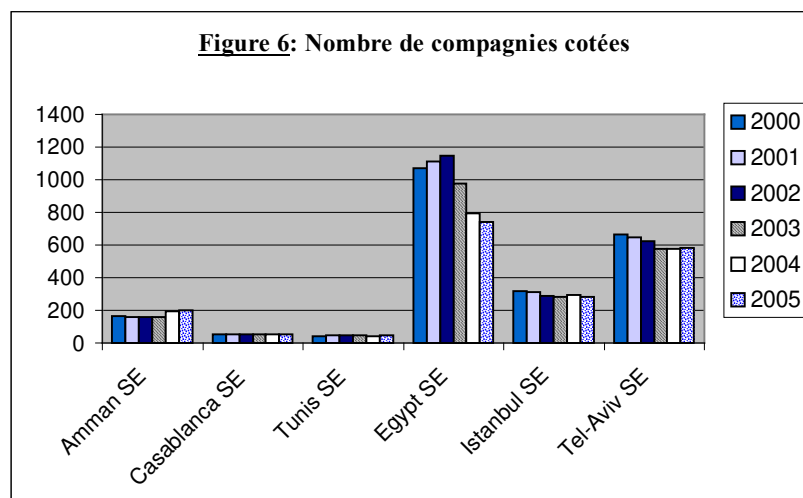
Source : World Federation of Exchange (WFE), Rapports annuels à partir de 2000.

Cette figure montre les écarts de taille en terme de capitalisation boursière entre les marchés boursiers du Nord et de l'Est de la Méditerranée avec celle des pays d'Europe de

l'Est¹. Cependant, ceci ne devrait pas nous cacher le fait que ces écarts sont progressivement entrain de se réduire au profit des marchés d'Europe de l'Est qui ont vu leur capitalisation globale augmenter d'environ 153% entre 2000 et 2004, contre une hausse de seulement 48% pour les marchés méditerranéens. Ceci montre l'impact positif des réformes structurelles et de la baisse des barrières économiques et financières qui les ont accompagnées sur la situation de la plupart des marchés d'Europe de l'Est. Des leçons sont peut être à tirer de quelques-uns de ces cas.

Augmentation limitée du nombre de compagnies cotées

La figure 6 illustre l'évolution du nombre des compagnies cotées sur les principaux marchés boursiers du Sud et de l'Est de la Méditerranée. A l'instar de quelques pays qui affichent une légère augmentation du nombre des firmes cotées à partir de 2000, les marchés ayant la taille la plus importante de la zone paraissent avoir des difficultés à garder et à attirer de nouveaux capitaux. Ceci est notamment le cas de la Bourse d'Istanbul et de Tel-Aviv qui ont enregistré une baisse entre 2000 et 2005 de 10 et 12% respectivement. Cette baisse a même atteint 30% sur le marché égyptien.

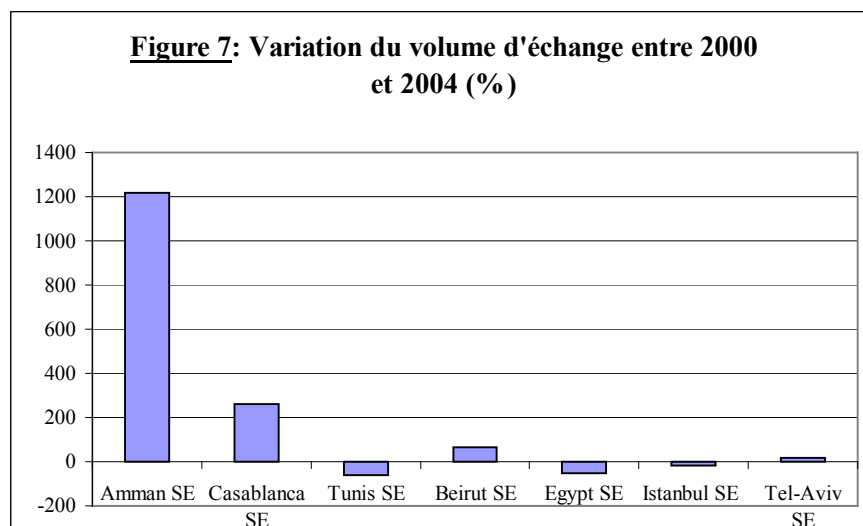


Source : World Federation of Exchange (WFE) et La Bourse de Tunis, Rapports annuels à partir de 2000

Notons cependant que ces résultats doivent s'interpréter avec prudence et tenir ainsi compte des conjonctures économiques et politiques de cette période qui ont joué, à différents niveaux, un rôle important dans ces baisses enregistrées.

¹ - L'échantillon étudié comprend 12 marchés boursiers: Bratislava Stock Exchange SE, Bucharest SE, Bulgarian SE, OMX Riga SE, OMX Tallinn SE, OMX Vilnius SE, Prague SE, Budapest SE, Warsaw SE, Ljuljana SE, Malta SE et Cyprus SE.

Cette baisse du nombre des compagnies cotées a résulté, pour certains cas, en une diminution du volume d'échange. Ceci a été en particulier le cas pour la Bourse de Tunis et d'Egypte où on a observé une baisse du volume entre 2000 et 2004 d'environ 55%.



Source : World Federation of Exchange (WFE) et La Bourse de Tunis, Rapports annuels à partir de 2000 (Calcul de l'auteur)

Sur l'ensemble de la période étudiée, la Bourse d'Amman paraît le marché qui a le plus amélioré ses indicateurs de performance et est ainsi parvenu en l'espace de quelques années, et ce malgré son récent développement, à attirer aussi bien les capitaux locaux qu'étrangers. Ceci a été possible grâce aux attentions des autorités concernées afin de coordonner et harmoniser les structures réglementaires, technologiques et organisationnelles avec ceux des marchés les plus développés.

La Bourse jordanienne n'est pas considérée comme le seul marché à avoir introduit ce genre de réformes. Des efforts similaires ont ainsi touché la plupart des marchés de la région. Cependant comme on peut le constater, l'impact de ces efforts varie d'un marché à un autre et semble moins visible sur certains marchés notamment la Bourse d'Alger, de Beyrouth ainsi que celle de Tunis où des efforts supplémentaires semblent de plus en plus urgents et indispensables.

Sans une réelle prise de conscience des nouveaux changements environnementaux, ces lacunes risquent de menacer l'avenir d'un grand nombre de ces institutions et entraver ainsi le développement financier de la région tout entière.

Avec les projets euro méditerranéens de libéralisation des capitaux, un grand volume d'investissement boursier risque ainsi d'être détourné au profit des institutions boursières européennes.

III. Effets de l'internationalisation et de la libre circulation de capitaux

La cotation multiple et le changement des préférences des acteurs en matière d'investissement

La politique de libéralisation des marchés de capitaux et l'abolition des contrôles de capitaux et de change adoptée progressivement par la plupart des économies dans le monde, accompagnée par les développements technologiques ont profondément affecté la structure économique internationale traditionnelle. Cette nouvelle tendance a considérablement augmenté le niveau de concurrence internationale et a explosé la croissance des flux de titres internationaux.

Toutes ces facilités ont offert de nouvelles opportunités d'investissement aux différents acteurs et ont poussé aussi bien les investisseurs que les entreprises cotées à chercher les meilleurs marchés sur lesquels ils peuvent intervenir.

Ce nouveau phénomène d'investissement et de cotation transfrontaliers a d'abord concerné les pays développés. A partir des années quatre-vingt, ce mouvement s'est accentué avec les nouveaux accords d'échange international qui ont permis aux acteurs des marchés émergents l'accès aux différentes institutions boursières internationales.

Face à un tel environnement, plusieurs de ces marchés ont commencé à voir un nombre important aussi bien de leurs investisseurs que de leurs firmes cotées dériver vers des bourses plus développées.

Cette augmentation des doubles cotations a contribué à accroître l'intérêt des investisseurs locaux dans les titres étrangers et réduire par la même occasion l'importance géographique d'une bourse dans les décisions d'investissement et de cotation.

Les institutions boursières qui paraissent être les plus menacées par ce phénomène demeurent les marchés émergents qui présentent un développement relativement faible et qui risquent de voir le nombre de leurs firmes cotées se réduire au profit des bourses plus performantes. Cependant, et malgré les menaces que présente la double cotation, de nombreuses études stipulent que ceci peut aussi présenter des avantages non négligeables. Ceci est en particulier le cas pour les firmes domestiques de taille importante et qui sont parvenues à coter à l'échelle transfrontalière.

En effet, en cotant sur une bourse étrangère, la firme confirme généralement ses capacités à pouvoir se soumettre à la réglementation et aux méthodes de gestion, de contrôle et de comptabilité internationale ce qui rassure l'investisseur domestique et améliore par la même occasion la notoriété de l'entreprise cotée. Dans ce sens, Forester et Karolyi (1998) ont testé l'hypothèse d'amélioration de connaissance des investisseurs et ont montré une nette augmentation du nombre d'actionnaires après une double cotation.

Selon Baker, Nofsinger et Weaver (1998), ceci est dû au fait que ce genre de cotation suggère généralement un flux informationnel important concernant la firme ainsi qu'une meilleure accessibilité informationnelle. Ces facteurs affectent directement la « visibilité » de la firme et donc l'efficacité du marché. Comme l'ont rajouté ces auteurs, ceci va augmenter la confiance des investisseurs dans les titres concernés et réduire les asymétries informationnelles, ce qui attirera en retour plus d'investissement.

Cette hypothèse a été confirmée par Claessens, Lee et Zechner (2003) qui a analysé l'évolution des principaux indicateurs de performance des marchés boursiers d'Europe de l'Est. Cette étude lui a permis de stipuler que la double cotation peut contribuer à améliorer l'échange sur le marché domestique sous condition que ces titres cotés parviennent à acquérir une bonne réputation à l'échelle internationale. Cependant, et comme l'ont noté Domowitz, Glen et Madhavan (1998), ces bénéfices informationnels potentiels d'une double cotation dépendent du degré de transparence sur le marché non domestique.

Les bénéfices tirés d'une cotation transfrontalière ne se limitent pas à l'amélioration de l'information que détient l'investisseur. Ce genre de cotation permet aussi une réduction significative des restrictions réglementaires ainsi que des problèmes de coûts qui représentent les principales barrières à l'investissement transfrontalier.

Plusieurs études ont ainsi démontré comment le phénomène de double cotation entre deux marchés initialement segmentés à cause de telles barrières peut contribuer à améliorer le prix du marché d'équilibre et réduire la prime de risque (Alexander, Eun et Janakiramanan (1987) et Errunza et Losq(1985). Ceci permet aussi à la firme d'améliorer les termes par lesquels elle peut réduire son coût de capital ou par lesquels ses actionnaires peuvent traiter ses titres (Alexander, Eun et Janakiramanan (1987, 1988), Errunza et Miller (1998), Forester et Karolyi (1998,1999) et Miller (1999).

Cependant, comme l'ont noté Pagano et al. (1999) et Karolyi (2004) ces effets positifs dépendent largement de trois facteurs : la firme cotée, son pays d'origine ainsi que le pays de cotation.

D'autres études se sont intéressées à l'évaluation de l'impact de la double cotation sur la liquidité des titres concernés. La plupart de ces travaux se sont focalisés sur les titres étrangers cotés sur les marchés des Etats-Unis et les résultats trouvés paraissent mitigés et dépendent, comme l'ont précisé Domowitz, Glen et Madhavan (1997), de certaines caractéristiques propres aux firmes cotées et aux différents marchés concernés (degré de transparence, restrictions réglementaires, ...).

Malgré les quelques avantages que peuvent tirer les bourses locales d'une double cotation de leurs principaux titres, plusieurs études semblent montrer que leurs inconvénients sont de loin plus importants. Ceci est surtout le cas des marchés émergents et en particulier de la zone méditerranéenne où le phénomène de double cotation semble présenter des effets négatifs (*spillover effects*) qui affectent le développement du marché domestique. Comme l'ont noté Levine et Schmukler (2003), l'expansion du nombre de titres locaux cotés sur des marchés internationaux risque de détourner les flux d'investissement et l'activité d'échange du marché local. Ceci mène progressivement à la détérioration des opérations boursières ainsi qu'à une baisse du nombre de participants et du volume d'échange. Face à cette situation, de plus en plus de firmes seront incitées à opter à leur tour pour une double cotation. Ceci serait notamment le cas des compagnies de taille importante répondant à toutes les conditions qu'exigent une cotation transfrontalière sur une bourse internationale (coût, réglementation, transparence, ...). Un déséquilibre important risque ainsi d'avoir lieu entre les titres cotés et mener à une concentration de l'échange sur les titres cotés à la fois sur le marché local et international et ce, au dépend des autres titres cotés localement. Cette situation risque d'affecter la qualité du marché et notamment sa liquidité et drainer les activités d'échange en dehors du marché local.

Des constatations similaires ont été notées par d'autres études telles que celle de Claessens, Klingebiel et Schmukler (2003).

Ces problèmes de cotation multiples généralement présents dans les marchés de faible taille sont dus à plusieurs facteurs souvent d'ordre économique et parfois même politique. Cependant, la raison principale est liée aux différences parfois significatives entre les différentes firmes cotées sur les marchés locaux et ce en termes de qualité et de performance. Ces différences poussent le plus souvent les investisseurs à privilégier les investissements locaux dans les titres appartenant aux firmes les plus performantes, qui sont d'ailleurs le plus souvent celles qui ont opté pour les cotations transfrontalières. Dans le cas de marché boursier de faible taille et d'absence de restrictions réglementaires en matière d'investissement, ce

phénomène de double cotation risque de réduire l'intérêt pour la bourse tout entière puisque les titres les plus importants sont désormais accessibles à partir des marchés internationaux. Ceci affecte directement la liquidité des autres titres des compagnies locales moins internationalisées (Karolyi (2003)).

Ces constatations montrent que le phénomène de double cotation risque de troubler la microstructure de plusieurs marchés boursiers et en particulier ceux caractérisés par un développement et une qualité relativement limités. Ceci semble actuellement le cas pour la plupart des marchés de l'Est et du Sud de la Méditerranée qui commencent progressivement à s'ouvrir sur les marchés internationaux.

Les dangers que peuvent présenter les doubles cotations ainsi que la nouvelle tendance vers l'investissement international ont poussé plusieurs économistes à s'appuyer sur de tels phénomènes pour stipuler que les bourses, notamment de faible taille, devraient opter pour des stratégies de rapprochement avec des marchés plus importants (Claessens, Lee et Zechner (2003), Hargis (2000)). Ces stratégies leur permettront de conserver une taille importante afin de satisfaire les nouveaux besoins des différents acteurs et de faire face ainsi à la concurrence de plus en plus menaçante.

Les menaces liées aux progrès technologiques et à la fragmentation des titres

Les marchés boursiers dans le monde sont de plus en plus confrontés à un nouveau genre de concurrence drainée par les progrès technologiques qui ont permis l'introduction de nouveaux systèmes d'échange alternatifs qui offrent aux investisseurs institutionnels plusieurs avantages boursiers, notamment un accès instantané aux différentes places de marché et ce, le plus souvent, à moindre coût (Domowitz et Steil (1999)).

Désormais, tous les participants, quel que soit leur emplacement géographique, ont un accès électronique direct aux mécanismes d'exécution de l'échange. Cette révolution technologique a entre autres attiré les investisseurs qui ne pouvaient pas opérer directement sur les marchés boursiers (Di Noia, 2001).

La réussite de tels systèmes a remis en question plusieurs idées connues jusqu'alors et notamment celles qui prônent l'existence physique d'un marché. Dans ce sens, plusieurs économistes stipulent que, en situation de suppression totale des barrières économiques et financières, ces innovations technologiques vont affecter la structure des marchés boursiers traditionnels au point qu'on envisage de plus en plus la fin de la théorie de l'économie

géographique. Cette idée commence à prendre part dans les récents travaux d'économie financière et industrielle et remet en question l'utilité d'existence de plusieurs bourses.

Parmi les études les plus importantes faites à ce sujet, nous noterons celle de O'Brien (1992). Selon sa définition, la fin de la géographie est un concept qui, appliqué à la finance internationale, signifierait le développement économique dans la situation où la localisation géographique perdrait petit à petit son sens en finance². Comme l'a remarqué l'auteur, ceci sera dû en particulier aux progrès technologiques et à la baisse voire la suppression des barrières réglementaires et culturelles.

En ce qui concerne les marchés boursiers et analogiquement à la définition précédente, la fin de la géographie impliquerait que les développements technologiques accompagnés par les processus de globalisation et la baisse des différentes barrières vont permettre une réduction substantielle et même une suppression de l'importance de la localisation géographique d'une bourse. Les marchés perdront ainsi leurs avantages géographiques et leur statut de monopole d'échange des titres domestiques. Face à une telle situation, plusieurs économistes stipulent que certains de ces marchés vont opter pour des stratégies de rapprochement qui vont leur permettre de conserver leurs parts de marchés et d'être de taille pour affronter la concurrence.

Ceci a été en particulier le cas aux Etats-Unis où les marchés boursiers se sont retrouvés à partir de la fin des années soixante confrontés à une nouvelle forme de concurrence émanant de *quasi-bourses*³ connues le plus souvent sous le nom de *MONSTERS-Market-Oriented Nex Systems for Terrifying Exchange Regulators*. On en compte actuellement environ neuf aux Etats-Unis qui se partagent en 2001 une part de marché d'environ 50% du volume total d'échange des titres de NASDAQ⁴ et 5% des opérations du NYSE.

Contrairement au modèle américain, l'impact de ces ATS paraît moins important en Europe où la plupart des marchés de la région présentent une architecture de marché très différente de celle des bourses traditionnelles des Etats-Unis et semble même similaire aux ECNs américains.

Cependant, ceci ne semble pas le cas des marchés émergents et plus particulièrement du Sud et de l'Est de la Méditerranée caractérisés par un niveau de développement limité. Ainsi et en présence de suppression des barrières économiques et financières, les bourses de la

² - Richard O'Brien, "Global Financial Integration: The End of Geography", The Royal Institute of International Affairs, Pinter Publishers, London, p. 1 (1992).

³ - **Carmin Di Noia**, (2001).

⁴ - *Börsenzeitung*, Nov 30, 2001, P.5.

région méditerranéenne risquent de perdre une part de marché importante au profit de ces *quasi-bourses*.

Face à de telles menaces, les autorités de marché de la zone doivent dès à présent prendre des mesures réglementaires et organisationnelles afin de répondre à ces dangers qui risquent de fragmenter les flux d'ordre et affecter négativement la structure et la qualité du marché et en particulier le spread achat/vente (Cohen, Conroy et Maier (1985)) ainsi que la liquidité du marché (Mendelson (1987)).

Madhavan (1995) a rajouté qu'un marché fragmenté donne lieu à une volatilité de prix importante ainsi qu'une efficacité de prix plus faible et ce en comparaison avec un marché consolidé.

Harris (1993, 2003) a essayé de son côté de participer au débat. Selon cet auteur, il existe plusieurs avantages tirés d'une fragmentation du marché et notamment en ce qui concerne la satisfaction des besoins des investisseurs diversifiés. Cependant, une telle structure présente aussi des inconvénients importants puisque ce genre de marché donne lieu très souvent à une mauvaise formation des prix ainsi que des coûts de transaction élevés. Comme l'a noté Harris (1993), ceci est particulièrement le cas lorsque les acteurs ne connaissent pas et ne répondent pas aux conditions des autres marchés fragmentés. Ceci poussera chaque marché à agir comme un marché isolé où le prix d'équilibre dépendra uniquement de l'offre et de la demande existante. Dans ce cas, la demande de liquidité doit être satisfaite séparément sur chaque marché. Cette situation va mener à une hausse des coûts de transaction.

Board et al. (2002) ont, à leur tour, essayé de participer au débat actuel et ce en comparant entre les avantages tirés d'un marché consolidé par rapport à un marché fragmenté. Selon les résultats de leurs études, un marché fragmenté présente relativement des risques plus élevés en matière de coûts subits par les différents acteurs. D'autre part, cette fragmentation tend généralement à réduire les bénéfices de réseaux et réduire ainsi les flux d'ordre de chaque système d'échange. Par ailleurs, d'autres risques notamment en matière de transparence et de qualité d'exécution ont été signalés. Cependant, et comme ces auteurs l'ont signalé, la plupart de ces effets négatifs peuvent être considérablement réduits s'il existe un bon cadre réglementaire. Dans un tel contexte, les bénéfices tirés d'une fragmentation des marchés sont plus importants que leurs inconvénients.

Cependant, comme l'ont noté ces auteurs, malgré ces avantages potentiels, il semble que la situation d'équilibre à long terme des marchés boursiers serait la consolidation. Cette

conclusion rejoint celle de Schwartz et Steil⁵ (1996) qui stipulent que c'est la tendance naturelle des marchés. Celle-ci serait bénéfique à tous les participants si elle est accompagnée par des mesures réglementaires strictes.

Tout en s'attardant sur les inconvénients de la fragmentation des flux d'ordre, Arnold et al. (1999) paraissent aussi envisager la thèse de la consolidation des bourses comme le meilleur moyen d'éviter une détérioration de la qualité du marché engendrée par la fragmentation et de réaliser des économies d'échelle substantielles.

IV. Les possibilités offertes aux marchés boursiers du Sud et de l'Est de la Méditerranée

L'analyse de l'évolution des institutions boursières de la zone méditerranéenne nous montre que la plupart de ces marchés sont relativement jeunes et présentent un niveau de développement en matière organisationnelle, réglementaire et même technologique limité.

Cette situation commence à devenir alarmante en raison des processus d'internationalisation et en particulier par les accords de suppression des barrières économiques et financières entrepris dans le cadre des accords euro méditerranéens. Ceci, accompagné par les nouveaux développements technologiques, risque d'affecter considérablement la structure de ces marchés. Des réformes dans ce sens sont de plus en plus urgentes et voire même indispensables. Face à ce nouvel environnement, trois stratégies s'offrent à ces marchés :

Essayer de prospérer par eux-mêmes : Pour cela, les marchés doivent revoir leur stratégie afin d'améliorer leur taille ainsi que leur liquidité. D'autres efforts doivent aussi être entrepris afin d'améliorer la réglementation, notamment en matière de transparence et de protection des investisseurs et l'harmoniser avec les normes européennes. Ceci devrait augmenter l'intérêt des acteurs locaux et étrangers dans la participation dans ces marchés.

Par ailleurs, un intérêt particulier doit être accordé à la baisse des coûts. Pour cela, les marchés de la zone devraient négocier la possibilité de profiter à moindre coût des systèmes technologiques ainsi que du savoir-faire des bourses performantes et notamment européennes.

Des efforts dans ce sens ont été réalisés en particulier par la Bourse de Tunis qui a vu s'offrir le système d'échange électronique d'Euronext.

⁵ - Robert Schwartz et Benn Steil, 1996, « Integration, Fragmentation, and The Quality of Markets », pp. 59-79, in Benn Steil, « The European Equity Markets », The Royal Institute of International Affairs (1996).

Essayer d'établir des liens avec d'autres marchés : Une autre stratégie qui s'offre aux institutions boursières de la zone méditerranéenne est d'établir des accords avec d'autres bourses. Ceci va consister à partager une ou plusieurs fonctions boursières telles que l'activité de cotation, de divulgation des informations, ou les activités liées à l'exécution des ordres.

Etablir un lien entre deux bourses signifierait ainsi la possibilité d'offrir aux différents acteurs un accès aux plateformes d'échange respectives et permettre donc un gain de coût ainsi qu'une augmentation de la liquidité du marché global dans le cas où ces bourses combindraient les flux d'ordre reçus.

Les accords établis entre les différentes institutions peuvent aussi concerner d'autres activités telles que les services de règlement livraison ou de recherche et développement. Malgré les gains potentiels que ces accords peuvent apporter, notons que ces accords ne sont pas très nombreux en raison des problèmes qui leur sont liés en particulier en investissement financier et dans le domaine réglementaire et organisationnel.

Autour du bassin méditerranéen et menacées par la concurrence de plus en plus importante, quelques bourses ont commencé à étudier la possibilité d'établir certains liens entre elles. Dans ce sens, un accord entre le marché égyptien et celui d'Abu-Dhabi a été récemment établi afin de permettre une double cotation et échange sur ces deux marchés. Ceci a été accompagné par des réformes réglementaires visant à mieux protéger les investisseurs et améliorer l'efficacité du marché.

De son côté, la Bourse de Tunis est entrain d'étudier la possibilité de réaliser un accord de coopération avec la Bourse de Jordanie et la Bourse de Milan.

Fusionner avec d'autres institutions boursières : Une autre stratégie qui commence à attirer de plus en plus de marchés boursiers est d'envisager la possibilité de rapprochement et de consolidation avec d'autres bourses.

Ce nouveau phénomène qui a d'ores et déjà affecté les bourses des pays les plus développés commence progressivement à toucher les autres marchés de taille moins importante et qui ont longtemps fonctionné selon des règles et des stratégies traditionnelles basées sur l'idée que la bourse jouissait d'un statut de monopole la protégeant ainsi de toute concurrence étrangère.

Cette nouvelle ère que semblent vivre les différents marchés boursiers dans le monde suscite plusieurs interrogations notamment les facteurs théoriques justifiant un tel phénomène.

L'intérêt porté à cette problématique est assez récent et les premières études remontent aux années soixante, période à laquelle on a réellement commencé à s'intéresser aux propriétés des bourses face surtout au nouvel environnement boursier.

Parmi les travaux les plus importants, on citera ceux de Stigler (1958, 1961, 1964). Ce dernier est parmi les premiers économistes à s'être intéressé aux progrès technologiques et à l'effet de l'économie informationnelle sur l'échange des titres. Un de ces principaux résultats est le fait que les opérations portant sur un titre particulier tendent à se concentrer sur une seule place. Il attribue ce phénomène à la présence d'économies d'échelle dans le processus de divulgation et de détermination des prix.

Cette constatation a soulevé la théorie économique et a remis en question certaines notions établies jusqu'alors. Plusieurs interrogations ont ainsi vu le jour, notamment la présence ou non d'économies d'échelle dans les activités boursières et l'effet de l'économie informationnelle et en particulier les progrès technologiques sur l'évolution des marchés boursiers. Ces questions devenaient de plus en plus utiles face surtout aux récents changements environnementaux qui ont commencé à modifier les structures boursières existantes jusqu'alors.

Les principales études réalisées dans ce sens remontent à la fin des années soixante. L'intérêt d'une grande majorité d'économistes à cette époque était de confirmer ou d'infirmer la thèse selon laquelle il existe des économies d'échelle dans les activités des bourses. Parmi les plus importants travaux effectués, on notera celui de Doede (1967) et Demsetz (1968) qui ont tous les deux réussi à montrer théoriquement la présence d'économies d'échelle dans les marchés boursiers.

Des études plus contemporaines se sont aussi intéressées à cette problématique. La pertinence de leurs travaux par rapport à ceux qui les ont précédés est le fait de se baser sur des approches, cette fois empiriques, afin d'étudier l'impact des récents changements boursiers sur l'existence d'économies d'échelles dans les bourses. Parmi ces études, on citera celle de Malkamäki (1999) et Hasan et Malkamäki (2000). Ces derniers ont réussi et ce en se basant sur un échantillon représentatif de bourses dans le monde à mettre en évidence l'existence d'économies d'échelle dans uniquement certaines activités de ces marchés.

Les résultats de ces travaux ont été utilisés par plusieurs études théoriques qui ont cherché à expliquer le phénomène de consolidation et d'émergence de bourses de taille importante. Pirrong (1999), par exemple, s'est basé sur ces conclusions afin de pouvoir établir

un modèle définissant les économies d'échelle comme force motrice encourageant les rapprochements entre marchés boursiers.

Il est actuellement indéniable que les économies d'échelle sont un des principaux catalyseurs utilisés dans la littérature économique et financière justifiant les phénomènes de consolidations entre les bourses. Cependant, il ne faut pas oublier d'autres facteurs qui ont joué à différents degrés un rôle important dans l'évolution des marchés boursiers. On citera notamment les progrès technologiques qui ont réduit voire parfois éliminé les coûts d'accès à l'information ainsi que les coûts de transaction. Ces nouveaux développements remettent actuellement en cause les arguments traditionnellement avancés et prônant l'existence d'une multitude de places de marchés (Gaspar et Glaeser (1996)).

Face à un tel environnement et aux évolutions auxquelles nous assistons, allons nous bientôt parler de fin de la géographie (O'Brien (1992)) et nous retrouver ainsi face à un rythme de rapprochement entre places de marchés beaucoup plus soutenu ?

Cette constatation paraît très probable surtout avec les arguments théoriques de plus en plus avancés par une grande majorité d'économistes, notamment les externalités de réseaux (Economides (1993)), les développements des systèmes de communication et d'information et leurs impacts respectifs sur la fragmentation, la liquidité et la qualité du marché (Steil (1996, 2002), Madhavan (1995), Bennett et Wei (2003)).

Cependant, comme le notent la plupart de ces économistes, ces effets positifs se font sous certaines conditions notamment une bonne harmonisation et intégration des différentes réglementations et processus de règlement livraison.

Par ailleurs, une totale consolidation de ces marchés supposerait entre autres une homogénéisation parfaite des choix des investisseurs, ce qui semble très peu réaliste. De plus, le regroupement des bourses en une seule place pourrait augmenter considérablement le risque systémique. Ceci peut avoir à long terme des résultats catastrophiques sur le marché financier global.

D'autres problèmes sont aussi à prendre en compte, notamment, les différences culturelles et linguistiques. Ces derniers, quoique d'apparences moins sévères, peuvent influencer les décisions d'investissement et les encourager à opter pour les titres domestiques (effet de home bias).

Conclusion

Nous assistons depuis quelques décennies à une évolution drastique des structures boursières dans le monde. Les progrès technologiques ainsi que la nouvelle ère de globalisation et d'ouverture des frontières économiques accompagnée par l'assouplissement de la réglementation ont été les forces motrices provoquant ces changements et affectant le marché financier global.

Ce nouvel environnement concurrentiel a poussé la plupart des entités boursières à adopter des réformes afin de répondre aux nouvelles exigences des investisseurs et des différents acteurs économiques et financiers. Dans ce sens, plusieurs bourses ont amélioré leurs systèmes d'échange facilitant l'accès au marché et à l'information s'y rapportant et réduisant par la même occasion les coûts de ces services.

Un autre effet de ces nouveaux développements est la réduction du niveau de dépendance vis à vis des localisations physiques des marchés exposant ces derniers à une pression concurrentielle croissante des bourses rivales de taille plus importante.

D'autres efforts ont aussi été entrepris afin modifier la gouvernance de certaines de ces entités et les transformer en des firmes à but lucratif. Cette révolution dans le monde financier, guère envisageable il y a de cela quelques décennies, a modifié à jamais la définition des bourses et leur structure.

Tous ces changements ont affecté les bourses concernées et ce à différents degrés dépendant surtout de leur taille respective et de leur emplacement géographique. Cependant, il paraît d'ores et déjà clair que ce sont les institutions ayant la taille la plus importante qui ont réussi à tirer profit de ces changements et à améliorer leurs indicateurs. Contrairement à leurs prédécesseurs, les bourses de taille moins importante paraissent souffrir de ces nouveaux développements et risquent de perdre de si tôt la bataille face aux géants du secteur. Ceci est en particulier le cas des marchés de la zone méditerranéenne qui sont relativement jeunes et qui ont fonctionné pendant très longtemps selon un schéma traditionnel prônant la suprématie d'une bourse nationale.

Ce nouvel environnement boursier a commencé progressivement à inciter les bourses à se tourner vers d'autres stratégies de développement et d'expansion et ce afin d'être de taille pour affronter la concurrence de plus en plus menaçante. Une des solutions ainsi proposées est de fusionner avec d'autres entités plus importantes. La consolidation des marchés paraît ainsi comme une des solutions les plus optimales afin d'accroître leurs performances ainsi que leurs parts de marché leur permettant de faire face à la concurrence transfrontalière.

Ce phénomène qui a commencé depuis fort longtemps à l'échelle locale commence progressivement à prendre de l'ampleur pour être pratiqué à l'échelle régionale et même internationale.

La littérature économique a commencé assez récemment à s'intéresser à ces récentes évolutions organisationnelles et les principaux résultats effectués confirment la thèse selon laquelle les consolidations permettent aux marchés boursiers de mieux profiter des économies d'échelle ainsi que des externalités positives de réseaux existantes. Comme l'avaient précisé certaines études, ceci est surtout le cas des bourses qui ont une taille moyenne ou importante.

A côté de ceci, d'autres effets ont été soulignés qui, à différents degrés, semblent agir sur les organisations des bourses. Ces effets incluent les développements technologiques, les accords signés entre les différents pays afin de libéraliser les échanges de biens et services tels que le partenariat euro méditerranéen et leurs impacts respectifs sur les évolutions des préférences de tous les acteurs des marchés boursiers.

Conscientes des bénéfices ainsi que des risques potentiels des tentatives de rapprochement et face au nouvel environnement boursier facilité notamment par le partenariat euro méditerranéen, les bourses de la zone méditerranéenne doivent établir la meilleure stratégie à adopter afin de maximiser les avantages et minimiser les risques. Ceci doit être accompagné par des efforts de la part des autorités gouvernementales et réglementaires des pays concernés afin de suivre les marchés boursiers dans leurs choix stratégiques et réduire les obstacles qui peuvent empêcher toute tentative de rapprochement et de coopération et donc de développement.

Références

Abdel Shahid S., 2003, “The impact of globalization on capital markets: The Egyptian Case”, *The Arab Bank Review*, Vol. 5, N°2, octobre.

Alexander, Gordon J., Cheol S. Eun et Janakiraman, S., 1987, “Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note”, *Journal of Finance* 42, pp.151-158.

Arnold Tom , Philip Hersch, J. Harold Mulherin et Jeffrey Netter, 1999, “Merging Markets”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, N°3, Juin, pp. 1083-1107.

Baker H. K, J. R. Nofsinger et D. G. Weaver, 1998, “*International cross-listing and visibility*”, décembre.

Bennett Paul et Li Wei, 2003, “Market Structure, Fragmentation and Market Quality-Evidence from Recent Listing Switches”, *New York Stock Exchange Research Papers*, Paper: 2003-04, novembre.

Board John, Charles Sutchiffe et Stephen Wells, 2002, “*Transparency and Fragmentation – Financial Market Regulation in a Dynamic Environment*”, Palgrave Macmillan.

Cameron Fraser et Eberhard Rhein, 2005, “Promoting Political and Economic Reform in the Mediterranean and Middle East”, *European Policy Centre*, Issue Paper N°33.

Chaplinsky S. Et Latha Ramchand, 2000, “The impact of global equity offerings”, *The Journal of Finance*, Vol.55, N°6, Décembre, pp. 2767-2789.

Claessens S. , R. Lee et J. Zechner, 2003, « The future of stock exchanges in European Union Accession Countries », *Centre of Economic Policy Research CEPR*, London.

Claessens S., Klingebil D. Et S. Schmukler, 2002, “Explaining the migration of stocks from exchange in emerging economies to international centres”, *Centre of Economic Policy Research CEPR*, London, N° 3301.

Clayton M., Bjorn N. Jorgensen et Kenneth A. Kavajecz, 1999, “ On The Formation and Structure Of International Exchanges”, The Rodney L. White Center For Financial Research, 022-99.

Cybo-Ottone A., Carmine Di Noia et Maurizio Murgia, 2000, “Recent Development in the Structure of Securities Markets”, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 223-273.

Demsetz Harold, 1968, “The Cost of Transacting”, *Quarterly Journal of Economics*, 82, pp. 33-53.

Di Noia Carmine, 2001, « Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe : Network effects, implicit mergers and remote access », *European Financial Management*, Vol.7, N°1, p.39-72.

Domowitz Ian, Jack Glen et A. Madhavan, 1998, « International cross-listing and order-flow migration: evidence from emerging markets », *The Journal of Finance*, Vol. 53, N°6, Décembre, pp. 2001-2027.

Economides Nicholas, 1993, “Network Economics with Application to Finance”, *Financial Markets, Institution and Instruments*, V.2, N°5, Décembre, pp. 89-97.

Errunza Vihang et Etienne Losq, 1985, “International asset pricing under mild segmentation: theory and test”, *Journal of Finance* 40, pp.105-124.

Errunza Vihang et Darius Miller, 1998, “Valuation Effects of Global Equity Offerings: Evidence from Depository Receipts”, *McGill University* WP.

Forester S. R. et G. Andrews Karolyi, 1998, « Multimarket Trading and Liquidity : A transaction Data Analysis of Canada-US Interlistings », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 8, pp. 393-412.

Forester S. R. et G. Andrews Karolyi, 1999, « The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States », *Journal of Finance* 54, pp.981-1013.

Gaspar Jess et Edward L. Glaeser, 1996, « Information Technology and the Future of Cities », *NBER*, WP. 5562, Cambridge, mai.

Gehrig Thomas, 1993, “An Information Based Explanation of the domestic Bias in International Equity Investment”, *The Scandinavian journal of Economics*, pp. 97-109.

Gehrig Thomas, 1996, “Natural Oligopoly in Intermediated Markets”, *International Journal of Industrial Organization*.

Gehrig Thomas, 1998, “*Cities and the Geography of Financial Centers*”, Université de Freiburg et CEPR, Mars.

Gehrig Thomas, 1998, “Competing Markets”, *European Economic Review* 42, pp. 277-310.

Girard E. et E. Ferreira, 2004, « *On the evolution of inter- and intraregional linkages to middle east and north african capital markets* », University of Nebraska, Lincoln

Hargis Kent, 2000, « International Cross-Listing and Stock Market Development in Emerging Economies », *International Review of Economics and Finance* 9, pp. 101-122.

Harris Lawrence, 1993, “Consolidation, Fragmentation, Segmentation and Regulation”, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 2, N°5, décembre.

Harris Lawrence, 2003, *Trading and Exchanges – Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, New York.

Hasan Iftekhar et Markku Malkamäki, 2000, “Are Expansions Cost Effective For stock Exchange ? A Global Perspective”, *Bank of Finland Discussion Papers* 20/2000.

Joshua C. et Tobias Moskowitz, 1999, “Home bias at home: Local Equity Preference in Domestic portfolios”, *Journal of Finance* 54, pp. 2054-2073.

Karolyi Andrews G., 2003, “The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets”, *Review of Economics and Statistics*.

Karolyi Andrews G., 2004, “The world of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom”, *Fisher College of Business- The Ohio State University*.

Kim E. H., Singal V., 2000, “Stock markets openings: Experience of emerging economies”, *The Journal of Business*, Vol. 73, N°1, pp. 25-66.

Lee Ruben, 2000, “*Promoting Regional Capital Market Integration*”, papier préparé pour the International American Development Bank.

Levine et Schmukler, 2003, « *Migration, spillovers, and trade diversion : the impact of internationalization on stock market liquidity* », mimeo, University of Minnesota and World Bank.

Madhavan Ananth, 1995, “Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, N°3, Automne, pp. 579-603.

Malkamäki M., 1999, “Are There Economies of Scale in Stock exchanges Activities?”, *Bank of Finland Discussion Papers* 4/99.

McAndrews J. et Chris Stefanadis, 2002, “*The Consolidation of European Stock Exchanges*”, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 8, N°6, juin.

Miller Darius, 1999, “*The market reaction to international cross-listings : evidence from Depository receipts*”, *Journal of Financial Economics* 51, pp.103-123.

Moel A., 2001, “The Role of American Depository Receipts in the Development of Emerging Markets”, *Economia* Vol. 2(1), pp. 209-273.

O’Brien Richard, 1992, “*Global Financial Integration: The End of Geography*”, The Royal Institute of International Affairs, Pinter Publishes, London.

Oualalou F., 2005, *Le Processus de Barcelone: Bilan d’Etape et Impératifs de Refondation*, Conférence P.S.E. Groupe.

Pagano Marco, 1989, “Trading Volume and Asset Liquidity”, *The Quarterly Journal of Economics*, Mai, pp. 255-274.

Pagano Marco, 1997, « The Changing Microstructure of European Equity Markets », *Centre for Studies in Economics and Finance*, WP °4, Fisciano Italie.

Pagano Marco, Ailsa A. Röell et Josef Zechner, 1999, « The geography of Equity Listing : Why Do European Companies List Abroad ? », *Centre for Studies in Economics and Finance*, WP °28, Fisciano Italie.

Pirrong Craig, 1999, « The Organization of Financial Exchange Markets : Theory and Evidence », *Journal of Financial Markets* 2, pp. 329-357.

Sabri Nidal Rashid, 2002, “Cross Listings of Stocks Among European-Arab Mediterranean) Markets”, *Finance India*, Vol. XVI, N°1, mars, pp. 205-227.

Schmiedel Heiko, 2001, “Technological Development and Concentration of Stock Exchanges in Europe”, *Bank of Finland Discussion Papers*.

Steil Benn, 1996, *The European Equity Markets*, The Royal Institute of International Affairs, Londres.

Steil Benn, 2002, “Changes in The Ownership and Governance of Securities Exchange: Causes and Consequences”, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*.

Weber B., 2001, “Revolutionary changes in the securities markets: where is technology leading the major exchanges?”, *Subotnick Financial Services Center*, mars.

World Federation of Exchanges, Rapports Annuels, Différents numéros.

Les sites Internet de la FIBV et de l’AMF

Les sites Internet des différents places étudiées