

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

FONDS SOUVERAINS, GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET COÛT DE LA DETTE
OBLIGATAIRE : ANALYSE INTERNATIONALE

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR
ZEINEB OUNI

FÉVRIER 2018

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.07-2011). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

À l'esprit de mon père;

À l'esprit de ma mère;

À mes frères et sœurs;

À mes ami(e)s;

À tous ceux et celles qui m'ont soutenue et aidée à réaliser ce projet de vie.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier en premier lieu mon directeur de recherche, monsieur Prosper Bernard, pour son encadrement, son soutien, sa patience, son encouragement et ses précieux conseils durant tout mon cheminement doctoral. Sans lui je n'aurais jamais pu accomplir ce projet de thèse. Je le remercie pour tout ce qu'il a fait pour moi. Merci d'avoir cru en moi.

Je tiens à remercier aussi monsieur Michel Plaisent, professeur à l'UQAM, pour son encouragement et ses suggestions qui m'ont toujours été utiles pour être plus efficace. Merci Monsieur Michel.

De même, j'adresse mes vifs remerciements à messieurs Samir Trabelsi, professeur à l'Université, et Matthieu Bouvard, professeur à l'Université McGill pour leur soutien et les recommandations qui m'ont aidée à améliorer le contenu de cette thèse.

Également, je remercie les membres de mon comité de thèse (monsieur Jean-Pierre Gueyie, professeur à l'UQAM et monsieur François-Éric Racicot, professeur à l'Université d'Ottawa) d'avoir accepté de participer à l'évaluation de ma thèse. Ainsi que, madame Lili Zheng, professeur à Rochelle Business School, pour son aide et ces conseils, notamment dans l'analyse des données statistiques. Vos précieux commentaires m'ont aidé à rehausser la qualité de mon travail.

Je suis très reconnaissante à la direction du programme doctoral, en particulier monsieur François Marticotte et madame Julie Beaulieu pour leur support administratif.

Je remercie aussi mes amis sans la présence de qui dans ma vie je n'aurais jamais pu continuer : merci Soumaya pour ta patience avec moi et tes encouragements. Je n'oublierai jamais ce qu'on a vécu ensemble durant le parcours doctoral. Hajer, Khadija, Sonia, Rim, Wided, Fatma, Imen, Hatem, Lotfi... la liste est vraiment longue et je crains d'oublier des noms. Je ne trouve pas les mots pour vous exprimer ma gratitude et l'importance de votre présence. Merci d'être mes amis(e)s.

Je tiens à exprimer toute ma gratitude à ma famille, à mes frères (Radouane, Tawfik), à mes sœurs (Emna, Hafsa, Hedia et Khadija), à mes neveux et nièces (notamment Yosra).

Cependant, ma plus grande reconnaissance et ma plus vive admiration sont pour mon père et ma mère. Vous êtes exceptionnels. Vous vivez dans mon cœur. Cette thèse vous est dédiée.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	ix
LISTE DES TABLEAUX.....	x
LISTE DES ABRÉVIATIONS	xi
RÉSUMÉ	xii
ABSTRACT.....	xiv
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	1
CHAPITRE I	
LES FONDS SOUVERAINS	4
1.1 Définition des fonds souverains.....	4
1.2 Histoire et évolution des fonds souverains: la naissance du capitalisme d'État.....	5
1.3 La taille des fonds souverains.....	9
1.4 La concentration d'actifs des fonds souverains	10
1.5 Les sources de financement.....	11
1.6 Les objectifs de création des fonds souverains	11
1.7 Taxonomie des fonds souverains.....	12
1.8 Stratégies d'investissement	13
1.8.1 Niveau du risque toléré et horizon d'investissement : une transition stratégique	13
1.8.2 Répartition stratégique des actifs.....	14
1.9 La gouvernance des fonds souverains.....	14
1.9.1 Activisme des fonds souverains	15
1.9.2 La transparence des fonds souverains.....	16
1.10 Les fonds souverains vis-à-vis les autres véhicules d'investissement	18
1.10.1 Les fonds souverains	19
1.10.2 Les banques centrales et les réserves de change.....	20
1.10.3 Les entreprises d'État	21

CHAPITRE II	
LES FONDS SOUVERAINS : REVUE DE LITTÉRATURE	50
2.1 La montée d'intérêt pour les fonds souverains: comment et pourquoi?	50
2.2 Les conséquences des activités des fonds souverains	52
2.3 Les avantages des fonds souverains.....	53
2.4 Les risques potentiels des activités des fonds souverains.....	54
2.4.1 Les fonds souverains : risque de mauvaise gestion des actifs et menace sur la stabilité des marchés financiers.....	54
2.4.2 Les fonds souverains : menace potentielle à la souveraineté et à la sécurité nationale des pays d'accueil.....	55
2.4.3 Les fonds souverains : risque potentiel sur la gouvernance d'entreprise	55
2.5 La recherche empirique.....	57
2.6 L'impact des fonds souverains sur la performance des entreprises cibles.....	58
2.7 Les déterminants de la relation entre les investissements des fonds souverains et la valeur des firmes cibles.....	61
2.8 Les déterminants des choix d'investissement des fonds souverains	63
CHAPITRE III	
FONDS SOUVERAINS, GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET COÛT DE FINANCEMENT PAR DETTE OBLIGATAIRE : ÉTUDE EMPIRIQUE.....	67
3.1 Introduction	67
3.2 Gouvernance d'entreprise et coût de la dette : revue de la littérature.....	73
3.3 Structure de propriété et coût de la dette: revue de la littérature.....	77
3.3.1 Les investisseurs institutionnels et l'activisme actionnarial.....	77
3.3.2 La concentration d'actionnariat (blockholding)	83
3.3.3 L'identité des grands investisseurs	85
3.3.4 L'actionnariat des initiés (insider ownership)	87
3.4. Investissement des fonds souverains et coût de la dette obligataire	89
3.4.1 Les fonds souverains : présentation générale et études empiriques	89
3.4.2 Fonds souverains et coût de la dette obligataire : cadre théorique et présentation des hypothèses	92

3.4.2.1 L'hypothèse de la surveillance active.....	94
3.4.2.2 L'hypothèse de l'interférence politique et l'expropriation des créanciers	98
3.4.2.3 L'hypothèse de passivité des fonds souverains.....	105
3.4.2.4 L'hypothèse de la garantie implicite des fonds souverains.....	107
3.4.2.5 L'hypothèse de la stabilité financière.....	110
3.5 Méthodologie	111
3.6 Variables et sources de données	113
3.6.1 Variables d'intérêts.....	113
3.6.2 Variables de contrôle.....	114
3.6.2.1 Variables liées aux caractéristiques des obligations émises.....	115
3.6.2.2 Variables liées aux caractéristiques des firmes émettrices	116
3.6.2.3 Variables liées aux conditions macroéconomiques des pays des firmes ciblés.....	117
3.6.2.4 Variables liées à la protection des investisseurs et à la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays des firmes cibles	118
3.6.2.5 Autres variables	120
3.6.3 Variables instrumentales.....	126
3.7 Échantillon et bases de données.....	130
3.8 Statistiques descriptives.....	135
3.9 Résultats empiriques.....	136
3.9.1 L'impact de la présence des fonds souverains dans la structure de propriété des firmes sur le coût de la dette obligataire	136
3.9.2 L'impact de la taille de prise participation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire des firmes cibles	139
3.9.3 Les déterminants de la relation entre la prise de participation des fonds souverains et le coût de la dette obligataire.....	140
3.9.4 L'impact de la crise financière sur la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette obligataire : vérification des hypothèses de garantie implicite et de stabilité financière	145
3.10 Tests de robustesse.....	148
3.10.1 Les enjeux de l'endogénéité	148
3.10.1.1 L'enjeu de la notation financière (rating)	149
3.10.1.2 Méthode d'estimation par variables instrumentales	150
3.10.1.3 La méthode d'appariement des coefficients de proportion (Propensity Matching Score [PMS]).....	152

3.10.1.4 La méthode des différences de différences ou la méthode des doubles différences (Difference in difference analysis).....	155
3.10.2 Autres tests de robustesse	156
3.10.2.1 Autre mesure des spreads	156
3.10.2.2 Autres mesures de la propriété des fonds souverains	156
3.10.2.3 Exclusion de l'échantillon des États-Unis	157
3.10.2.4 Un fonds souverain domine-t-il les résultats?	157
3.10.2.5 Exclusion du secteur financier	158
3.11 Autres analyses.....	158
3.11.1 Effet hétérogénéité des fonds souverains	158
3.11.2 Effet sources de financement des fonds souverains	158
3.11.3 Effets objectifs de la création des fonds souverains.....	160
3.11.4 Effet d'expérience des fonds souverains	160
3.11.5 L'effet dynamique ?.....	161
3.11.6 Relation non linéaire entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire en l'absence de crise (expropriation versus surveillance)?.....	161
3.11.7 L'impact de la propriété des fonds souverains sur la notation financière (Rating)	163
CONCLUSION GÉNÉRALE	166
ANNEXE A	
PRÉVISIONS SELON LES HYPOTHÈSES COMPÉTITIVES	219
ANNEXE B	
TRANSFORMATION DE LA NOTATION DE S&P.....	222
ANNEXE C	
TESTS D'ENDOGENÉITÉ.....	224

ANNEXE D

RÉSULTAT DE LA RÉGRESSION DU PREMIER DEGRÉ	226
--	-----

ANNEXE E

TAILLE DES ÉCHANTILLONS DES ÉTUDES AU SUJET DES FONDS SOUVERAINS.....	228
---	-----

RÉFÉRENCES.....	230
-----------------	-----

LISTE DES FIGURES

FIGURE	PAGE
1.1 Les fonds souverains vis-à-vis les autres véhicules d'investissements.....	34
1.2 Historique des prix de pétrole.....	35
1.3 Évolution des fonds souverains (en nombre).....	37
1.4 Évolution de la réserve des devises étrangères (en milliers de milliards US \$)	38
1.5 Évolution du total des bénéfices tirés des ressources naturelles (% du PIB)	38
1.6 Réserve des devises étrangères par pays (milliers de milliards US\$).....	39
1.7 Total des bénéfices tirés des ressources naturelles (% du PIB).....	40
1.8 Répartition géographique des fonds souverains (en nombre de fonds souverains)	41
1.9 Répartition géographique des fonds souverains (en % du total des actifs gérés)	41
1.10 Taille des fonds souverains par pays.....	42
1.11 Les 20 plus grands fonds souverains.....	43
1.12 Répartition des fonds souverains par sources de financement	44
1.13 Transparence des fonds souverains par pays	45
1.14 Transparence des fonds souverains versus transparence de la politique gouvernementale par pays.....	46
1.15 Investissements des fonds souverains par industrie (en nombre de transactions et en taille de transactions).....	47
1.16 Types d'investissement des fonds souverains.....	48
1.17 Répartition des investissements des fonds souverains: investissements étrangers versus investissements locaux	49

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU	PAGE
1.1 Définitions des fonds souverains	26
1.2 Liste des fonds souverains.....	28
1.3 Sommaire de la recherche du terme <i>sovereign wealth fund</i> dans la base Factiva entre l'année 2000 et 2014	32
1.4 Citations des politiciens au sujet des fonds souverains.....	33
3.1 Description des fonds souverains.....	170
3.2 Définition des variables et sources des données.....	172
3.3 Description de l'échantillon.....	179
3.4 Statistiques descriptives et tableau de corrélation.....	183
3.5 Présence des fonds souverains (FS) et coût de la dette obligataire.....	188
3.6 Prise de participation des fonds souverains (PrAquiFS) et coût de la dette obligataire	190
3.7 Déterminants de la relation entre propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire.....	192
3.8 Effet de la crise financière sur la relation entre les fonds souverains et le coût de la dette.....	203
3.9 L'effet des investissements domestique versus étranger durant les périodes de crises.....	205
3.10 Vérification de l'hypothèse de la garantie implicite.....	207
3.11 Tests de robustesses : Enjeux d'endogénéité	209
3.12 Effet des fonds souverains par méthode d'appariement	211
3.13 Autres test de robustesses.....	213
3.14 Autres analyses	215
3.15 Effet de la propriété des fonds souverains sur le Rating.....	217

LISTE DES ABRÉVIATIONS

LM_Index	Linaburg-Maduell Transparency Index
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
MCO	Méthode des moindres carrés
ROA	Return On Assets
S&P	Standard & Poor's
SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
SWFs	Sovereign Wealth Funds
UAE/ÉAU	United Arab Emirates/Émirats Arabes Unis
PSM	Propensity Score Matching
DID	Difference in differences

RÉSUMÉ

Ces dernières années, les fonds souverains sont devenus des acteurs majeurs de la finance internationale. Ce sont des représentants uniques du *capitalisme d'État*. En effet, ils reflètent le retour massif des gouvernements dans le paysage financier mondial après les vagues de privatisation. Cependant, ils sont toujours peu connus et mal compris. De plus, la recherche académique au sujet des fonds souverains reste encore limitée en raison de leur opacité et du manque de données à leur sujet. Les résultats des tests empiriques existants divergent et ne sont guère concluants. Pour certains, les fonds souverains sont bénéfiques et amènent aux firmes cibles de la stabilité financière. Pour d'autres par contre les fonds souverains représentent un risque pour la gouvernance des firmes, la stabilité des marchés financiers et la sécurité nationale des pays récipiendaires de leurs investissements, d'où la nécessité de réglementer leurs investissements. Ce débat continu nous a amenée à nous intéresser au phénomène des fonds souverains. En effet, cette thèse, composée de trois chapitres, a pour objectif d'amener une meilleure compréhension du sujet et d'intervenir et participer dans le débat mondial de la réglementation des activités des fonds souverains.

Le premier chapitre consiste en une présentation générale des fonds souverains. Nous avons abordé la difficulté d'avancer une définition des fonds souverains qui fasse consensus. De ce fait, il n'existe aucune estimation exacte de leur taille. Ainsi, et selon l'analyse de l'histoire de l'évolution de ces fonds, nous constatons que ces derniers trouvent leur origine dans les fonds de stabilisation. Les actifs de ces fonds sont fortement concentrés géographiquement et leurs sources de financement proviennent majoritairement de l'État. L'objectif de création le plus cité est la gestion des ressources non renouvelables des pays pour assurer la richesse des générations futures. Leur stratégie d'investissement a connu une transition décisive et s'oriente vers les produits financiers risqués avec un horizon d'investissement à long terme. Finalement, les fonds souverains restent majoritairement passifs et manquent de transparence.

Le deuxième chapitre présente une revue de littérature au sujet des fonds souverains. Nous constatons que les études empiriques sont concentrées sur la relation entre les investissements des fonds souverains et la performance des firmes cibles. Les résultats sont incohérents. À court terme, les études événementielles concluent une réaction majoritairement positive du marché des activités des fonds souverains. Cependant la réaction à long terme est très différente d'une étude à l'autre. D'autres chercheurs ont testés des déterminants des choix d'investissements des fonds souverains et trouvent que ces derniers préfèrent les grandes firmes étrangères qui ont des difficultés financières. De même ils ont une préférence d'investir dans les secteurs stratégiques surtout le secteur financier. Finalement, les relations politiques et culturelles entre les pays acquéreurs et les pays des firmes cibles jouent un rôle important dans les choix d'investissement des fonds souverains.

Dans le troisième chapitre, nous examinons l'impact des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire dans un cadre d'analyse international. Nous avons identifié plusieurs mécanismes par lesquels les fonds souverains peuvent influencer la perception des obligataires : la surveillance active; l'interférence politique et l'expropriation des créanciers; la passivité actionnariale; la garantie implicite du gouvernement et la stabilité financière. Les résultats de notre étude montrent que les prises de participation des fonds souverains impactent positivement les primes de risque exigées par les obligataires. De plus, nous confirmons la domination de l'hypothèse de l'interférence politique en dehors des périodes de crise. Cependant, durant les périodes de récession l'hypothèse de la garantie implicite s'impose. Les tests de robustesse et les analyses approfondies appuient nos résultats et montrent que diverses caractéristiques des firmes cibles, des fonds souverains, des pays hôtes et des pays acquéreurs affectent la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût des obligations. De même, les agences de notation réduisent les notes de crédit des firmes cibles des fonds souverains.

Mots clés : Fonds souverains, capitalisme d'État, coût de la dette obligataire, gouvernance d'entreprise, structure de propriété, activisme actionnarial, interférence politique, expropriation, garantie implicite du gouvernement, notation financière.

ABSTRACT

In recent years, sovereign wealth funds (SWFs) have become major players in international finance. They reflect the intensive return of government to the global financial landscape after the waves of privatization. However, they are still little known and misunderstood. The academic research on sovereign wealth funds is still restricted due to their opacity and lack of data. Moreover, the results of existing empirical tests are divergent and inconclusive. For some, SWFs are beneficial and bring financial stability to the target firms. While for others, sovereign wealth funds represent a risk on firm governance, stability of financial markets, and the national security of the recipient countries of their investments. This continual debate has led the author to take an interest in the phenomenon of sovereign wealth funds. Indeed, the objective of this dissertation is to bring a better understanding on the subject and to take position and participate in the global debate on the regulation of the activities of sovereign wealth funds.

The first chapter consists of a general presentation of sovereign wealth funds. We indicate the difficulty of having a common definition of a sovereign wealth. As a result, an exact estimate of their size does not exist. According to the analysis of the evolution of sovereign wealth funds, we find that the latter have their origins in the stabilization funds. Moreover, the assets of these funds are highly geographically concentrated and their sources of finance are mainly from the government. The most cited goal of creation is to manage the non-renewable resources of the country to keep wealth for future generations. Their investment strategies have undergone a strategic transition and are turning to risky financial products with a long-term investment horizon. Finally, sovereign wealth funds remain mainly passive and not transparent.

The second chapter presents a review of the literature on sovereign wealth funds. We find that empirical studies focus on the relationship between sovereign wealth fund investments and the performance of target firms. The results are incoherent and not decisive. In the short term, the eventual studies conclude a predominantly positive response from the SWF market. However, the long-term response is very different from one study to another. Other researchers have tested the determinants of the investment choices of sovereign wealth funds and find that they prefer large foreign firms that have financial difficulties. Similarly, they have a preference to invest in strategic sectors especially the financial sector. Finally, the political and cultural relations between the acquiring countries and the countries of the target firms play an important role in the investment choices of sovereign wealth funds.

In the third chapter, we examine the impact of SWF ownership on the cost of bond debt in an international analysis framework. We have identified several mechanisms by which sovereign wealth funds can influence the perception of bondholders: active monitoring; political interference and expropriation of creditors; shareholder passivity; implicit government guarantees and financial stability. The results of our study show that SWFs ownership have a positive and significant effect on bond risk premiums. Moreover, we confirm the dominance of the hypothesis of political interference outside the crisis period. However, during periods of recession, the assumption of the implicit guarantee dominates. Robustness tests and in-depth

analyzes confirm our results and show that the characteristics of target firms, sovereign wealth funds, host countries and acquiring countries affect the relationship between sovereign wealth fund investments and the cost of bonds. Similarly, credit rating agencies reduce the credit ratings of target firms of sovereign wealth funds.

Keywords: Sovereign wealth funds, state capitalism, bond debt cost, corporate governance, ownership structure, shareholder activism, political interference, expropriation, implicit government guarantee, bond ratings.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Depuis les dernières années, le phénomène des fonds souverains est plus que jamais un sujet d'actualité en plein essor. Très peu connus auparavant, ces fonds émergent comme des acteurs importants des marchés financiers mondiaux. Ils connaissent une croissance rapide tant au niveau de la taille qu'au niveau du nombre des fonds établis. Selon le Sovereign Wealth Fund Institute (dorénavant SWFI), la taille des fonds souverains en 2017 dépasse 7,4 mille milliards de dollars, taille considérable en comparaison à d'autres véhicules d'investissement tels que les fonds de couverture. Également, plus de la moitié des fonds souverains existants ont été créés durant les années 2000. Cette croissance rapide s'explique généralement par l'augmentation des prix du pétrole et par l'accumulation des réserves de devises représentant leurs sources majeures de financement.

Par définition, les fonds de richesse nationale sont des véhicules d'investissement créés et contrôlés par leurs États souverains. D'où le nom de *fonds souverains*, terme introduit par Rozanov en 2005. Les objectifs de leur création peuvent dépendre de la conjoncture économique, politique et sociale des pays d'origine. Par exemple, les pays riches en pétrole comme ceux qui font partie de la région du Golfe persique établissent des fonds souverains pour investir l'excédent des revenus pétroliers afin d'assurer la richesse des générations futures. D'autres pays établissent des fonds de stabilisation pour se protéger contre la volatilité des devises et relativiser la dépendance de leur économie aux revenus pétroliers (par exemple, le Venezuela), alors que d'autres créent des fonds souverains pour lutter contre le vieillissement de la population ou afin de promouvoir un modèle de société (par exemple, la Norvège).

Les fonds souverains représentent un type d'investisseur unique qui ne se compare pas aux autres véhicules d'investissement étatiques ou privés. Leur spécificité provient du fait qu'ils réunissent la nature gouvernementale avec les stratégies d'investissement privées. D'ailleurs, la montée des fonds souverains a favorisé l'émergence du concept de *capitalisme d'État*. L'apparition de ce concept a soulevé des énigmes, surtout après le succès des mouvements de privatisation durant les années 1990, et a provoqué des critiques continues sur l'intervention

de l'État dans le monde des affaires. Pour toutes ces raisons, les fonds souverains ne cessent de susciter des débats quant à leurs objectifs d'investissement et quant à leurs impacts sur la souveraineté des pays d'accueil et sur la stabilité des marchés financiers.

Pour certains, les fonds souverains peuvent amener un soutien financier à long terme aux firmes cibles, notamment durant les périodes de difficultés financières. D'ailleurs, c'est durant la crise financière des *subprimes* que ces fonds ont fait valoir leur force stabilisatrice grâce à l'injection massive d'argent dans les grandes firmes américaines et européennes pour les sauver de la faillite. Pour d'autres, les objectifs d'investissement des fonds souverains sont plutôt géopolitiques qu'économiques, ce qui peut représenter une menace à la gouvernance et à la performance des firmes cibles, à la souveraineté des pays d'accueil et à la stabilité des marchés financiers.

Ce débat se poursuit depuis des années, et les fonds souverains sont toujours controversés. Les interrogations que soulève ce phénomène ne sont toujours pas réglées et les discussions académiques sont toujours limitées en raison de l'opacité de ces fonds et du manque de données. D'ailleurs, jusqu'à présent nous ne pouvons pas nous prononcer d'une manière explicite : que sont précisément ces fonds souverains, comment sont-ils gouvernés, quels sont leurs objectifs fondamentaux, quelle est leur stratégie d'investissement, quelles sont leurs perspectives de croissance? etc.

En nous appuyant sur les résultats d'une revue de la littérature portant sur ce sujet, nous tentons d'apporter une meilleure compréhension de ce phénomène. Nous discutons en premier lieu l'importance des fonds souverains, les raisons de leur croissance rapide, leurs modes de fonctionnement, les inquiétudes qu'ils suscitent en matière de transparence et de gouvernance et les questions financières et politiques qu'ils soulèvent. En deuxième lieu, nous opérons une synthèse de la recherche empirique existante au sujet des fonds souverains, qui reste encore limitée. Finalement, nous menons une étude empirique qui a pour objectif d'examiner l'impact des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire. Cette étude s'intègre dans le champ de recherche qui traite de l'impact des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette. Dans ce travail, nous nous intéressons à la structure de propriété propre aux fonds souverains comme mécanisme de gouvernance.

Cette étude est motivée par la montée de l'intérêt pour la gouvernance d'entreprise, la présence croissante des fonds souverains dans la structure de propriété des firmes internationales et la taille importante du marché d'obligations (Bessembinder et Maxwell, 2008)¹. Selon Valta (2012), le marché obligataire est considéré comme le moyen principal pour lever des fonds à long terme aux États-Unis.

Les résultats de cette étude nous permettraient d'amener une meilleure compréhension des objectifs d'investissements des fonds souverains, de leurs rôles et de leurs impacts sur la gouvernance des firmes cibles. En d'autres termes, cet essai nous permettrait d'établir si les fonds souverains augmentent ou réduisent les conflits d'agence au sein des firmes. De même, nous apportons des éclaircissements au sujet de la perception des obligataires vis-à-vis la propriété des fonds souverains, ce qui permet aux firmes un meilleur contrôle sur les déterminants de leur coût de la dette et une réduction par conséquent de son risque de défaut. Par ailleurs, les résultats de cette étude pourraient alimenter le débat sur la régularisation des investissements des fonds souverains. En effet, si l'on admet que les fonds souverains présentent des risques pour les firmes cibles, une régularisation de leurs investissements est plus justifiable.

Du point de vue académique, notre étude présente un élargissement de la littérature qui traite de la relation entre les mécanismes de gouvernance, notamment la structure de propriété, et le coût de la dette, relation négligée en comparaison des études qui examinent l'effet de la structure de propriété et la performance de la firme. De même, notre étude contribue à la recherche dans le domaine des investissements gouvernementaux, notamment dans un cadre d'analyse international.

¹Selon Fernandes (2011), les fonds souverains détiennent des actions dans presque une entreprise sur cinq dans le monde entier. Le fonds de la Norvège, par exemple, détient à lui seul 2 % de toutes les actions européennes (Duperron, 2016).

CHAPITRE I

LES FONDS SOUVERAINS

Malgré leur forte médiatisation, les fonds souverains demeurent inconnus (Truman, 2008a) et mal compris (Kotter et Lel, 2011 ; Dedu et Nitescu, 2014 ; Balding, 2009 ; Truman, 2008c)². Pour en venir à une meilleure compréhension des fonds souverains, il est important de retracer leur historique et d'analyser le paysage économique et politique qui les entoure. Ceci fait l'objet de cette partie, dans laquelle nous essayons de brosser le portrait général des fonds souverains : leurs définitions, leur historique, leur taille, leurs sources de financements, leurs objectifs de création, leurs stratégies d'investissement et leurs défis.

1.1 Définition des fonds souverains

Une définition claire, précise et universelle des fonds souverains n'existe toujours pas (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015 b; Megginson, You et Han, 2013; Kratsas et Truby, 2015; Kotter et Lel, 2011 ; Greene et Yeager, 2008 ; Beck et Fidora, 2008 ; Gomes, 2008 ; De Meester, 2008 ; Ghahramani, 2013 ; Bu, 2012 ; Baiden, 2011). En fait, il n'y a pas de consensus ni dans la littérature académique ni dans les articles de presse professionnels sur ce qu'est un fonds souverain, terme évoqué la première fois par Rozanov (2005). Ce problème d'identification s'explique par leur nature *hybride* et leur hétérogénéité. En effet, les fonds souverains sont des entités assez complexes. Ils sont d'origine souveraine, créés et contrôlés par leurs États souverains avec des activités de nature privée, ce qui rend difficile leur identification précise³. De plus, les fonds souverains sont très hétérogènes et diversifiés (Megginson, You et Han, 2013). Ils relèvent de différentes sources de financement, de

²Selon une enquête menée en février 2008 par *Public Strategies*, seulement 6 pour cent des 1000 personnes interrogées avaient entendu récemment parler des fonds souverains.

³Les fonds souverains mènent des investissements privés sur les actions, les obligations, l'immobilier, etc., qui sont accessibles à toute personne privée (Bismuth, 2010).

différents objectifs de création et d'investissement et de différentes structures de gestion (FMI, 2008 ; Rozanov, 2005).

Selon Sun, Li, Wang et Clark (2014), chaque fonds est unique. D'ailleurs, Puel (2009) mentionne qu'il « n'existe pas un seul modèle de fonds souverains, mais des fonds souverains, qui portent en eux l'héritage géopolitique et les particularismes locaux des pays dont ils sont l'émanation ». Dès lors, le terme *fonds souverain* a été défini différemment (voir le tableau 1.1 pour des tentatives d'identification).

L'analyse des définitions avancées nous permet de constater qu'il y a des définitions larges qui incluent les fonds de pension, les banques centrales, les sociétés d'investissement gouvernementales, les sociétés publiques et d'autres véhicules d'investissement. D'autres définitions sont plus restreintes. Mais, malgré les différences, les définitions avancées présentent certains points communs : (1) les fonds souverains sont des fonds d'investissement (et non des sociétés d'exploitation) créés, contrôlés et alimentés par leurs États souverains ; (2) les fonds souverains sont gérés et contrôlés séparément des réserves officielles de change de la banque centrale ; (3) les fonds souverains ont une activité d'investissement privé à finalité publique ; (4) l'horizon d'investissement des fonds souverains est de plus en plus à long terme ; (5) les investissements des fonds souverains ciblent de plus en plus des actifs risqués ; (6) les fonds souverains ne présentent pas de passif explicite ; et (7) les fonds souverains investissent à l'étranger ainsi que dans les pays d'origine. Leurs stratégies d'investissement local visent des objectifs nationaux tels que la stabilisation des effets macroéconomiques et le transfert de la richesse à travers les générations.

1.2 Histoire et évolution des fonds souverains: la naissance du capitalisme d'État

Pour mieux comprendre les fonds souverains, il est important de commencer par un exposé de leur historique et des contextes dans lesquels ils sont apparus. En fait, la naissance des fonds souverains date d'au moins un demi-siècle (Aizenman et Glick, 2009 et Dedu et Nitescu, 2014). Historiquement, le premier fonds a été créé en 1854 aux États-Unis (*Texas Permanent School Fund*). Toutefois, la création des fonds souverains sous leur forme moderne a commencé réellement dans les années 1950, notamment par des pays riches en matières premières telles

que l'Arabie saoudite en 1952 (*SAMA Foreign Holdings*), le Koweït en 1953 (*Kuwait Investment Authority*) et le Kiribati en 1956 (*Revenue Equalization Reserve Fund*) (voir Tableau 1.2). Principalement, ces fonds ont été créés durant la période après la Seconde Guerre mondiale durant laquelle le prix du pétrole a augmenté en raison de la demande pour les automobiles et des fluctuations de production aux États-Unis (voir Figure I.2).

À partir de l'année 1976 et jusqu'aux années 1990, onze fonds financés par les revenus du pétrole sont conçus. Les plus importants en matière de taille sont l'*Abu Dhabi Investment Authority* en 1976 et le *Government Pension Fund of Norway* en 1990 (voir Figure I. 11). La création de ces fonds peut s'expliquer par l'explosion des prix du pétrole après la crise du canal de Suez, l'embargo des pays arabes producteurs de pétrole contre les pays qui soutiennent Israël dans la guerre duYom Kippur⁴, la chute de production et d'exportation du pétrole durant la révolution iranienne (1978-1979) et la guerre entre l'Iraq et l'Iran au début des années 80. Ces années ont aussi vu la création d'une nouvelle génération des fonds originaires des pays développés et émergents tels que le Canada, la Norvège, la Chine, la Malaisie et Singapour. En effet, à la suite d'une accumulation substantielle des réserves de devises⁵, les pays asiatiques émergents ont lancé leurs fonds souverains. Prenons l'exemple du *Khazanah Nasional* en Malaisie et de la *SAFE Investment Company Limited* en Chine.

Les années 2000 sont sans aucun doute la période d'expansion des fonds souverains. En effet, plus d'une quarantaine de fonds ont été créés entre 2005 et 2012 (*Sovereign Wealth Funds Institute*)⁶. Cette période est surtout caractérisée par la création des fonds originaires des pays considérés comme des acteurs géopolitiques majeurs, notamment la Chine et la Russie⁷. La majorité des fonds sont ressourceés par les recettes des matières premières à la suite des pics des prix du pétrole en raison des : a) carences de production et d'exportation après l'invasion du Koweït et celle de l'Iraq en début des années 2000, b) l'expansion de la demande du pétrole des pays asiatiques dans les mi-2000, c) la crise asiatique dans les années 90 et d) la crise du

⁴La guerre d'octobre 1973 entre les pays arabes et Israël.

⁵Les réserves de devise résultant des excédents des balances commerciales et non liées aux exportations de pétrole.

⁶Source : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>.

⁷La Chine, comme la majorité des pays asiatiques, finance ses fonds souverains par les recettes de l'exportation des marchandises. En fait, la forte croissance de la production chinoise n'a pas été suivie par une augmentation des dépenses et des investissements intérieurs. Par conséquent, l'épargne s'accumulait. Dès lors, la Chine par exemple a été motivée par la création en 2007 de la China Investment Corporation (CIC), qui est le plus grand fonds chinois avec un actif sous gestion estimé à plus de 800 milliards de dollars.

Printemps arabe commencée en 2011⁸. Les Figures I.4 et I.5 montrent l'évolution du total des bénéfices tirés des ressources naturelles (pourcentage du PIB) et l'évolution de la réserve des devises étrangères.

Il y a aujourd'hui plus de 70 fonds souverains. Ils gèrent des actifs estimés à plus que 7,4 mille milliards de dollars américains (*Sovereign Wealth Fund Institute*, 2017). Malgré la diminution des prix du pétrole depuis la fin de l'année 2014, on prévoit la création d'autres fonds (voir Figure I.2). D'ailleurs, l'Arabie saoudite envisage de créer un nouveau fonds souverain d'un budget colossal de 2 mille milliards de dollars américains pour gérer une partie de sa richesse pétrolière et diversifier ses investissements (Qing et Al Sayegh, 2016).

La plupart des fonds souverains établis ont évolué graduellement d'une certaine manière à partir des précurseurs des fonds de stabilisation des produits de base (Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015a). En fait, l'objectif principal des fonds de stabilisation est de compenser les baisses des recettes, en raison de la chute des prix des produits de base ou des niveaux de production des ressources naturelles comme le pétrole, le cuivre, les diamants ou d'autres produits. Dès lors, le projet de création des fonds de stabilisation provient initialement de la reconnaissance par les pays que leurs ressources sont non renouvelables et de leurs préoccupations concernant l'épuisement de ces ressources (Sun, Li, Wang et Clark, 2014)⁹. Cependant, les fonds de stabilisation souffraient souvent d'une mauvaise gestion et du risque d'interférence excessive des politiciens (Balding, 2012 ; Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015a)¹⁰. Pour réduire ces risques, les gouvernements ont commencé à promouvoir et à adopter une nouvelle structure de fonds dont la principale caractéristique est l'indépendance envers le pouvoir politique et l'orientation vers la maximisation des rendements financiers, au lieu de chercher à limiter les dégâts des fluctuations des prix de la matière première.

Balding (2012) distingue entre les fonds de stabilisation, qui tendent à investir à l'intérieur et visent à promouvoir le développement intérieur, et les fonds souverains qui ciblent le plus

⁸ Durant la crise du printemps arabe, la production du pétrole a diminué notamment en Libye.

⁹La création des fonds souverains limite la dépendance des pays envers les rentes des ressources naturelles et permet de garder une partie de la richesse naturelle pour les générations futures. Également, les pays tels que la Chine ont créé des fonds pour se protéger contre les fluctuations des prix d'exportation de leurs marchandises.

¹⁰Les politiciens peuvent intervenir pour détourner des actifs, favoriser des intérêts personnels ou promouvoir des dépenses intérieures excessives.

souvent le marché étranger et visent les rendements financiers. Bortolotti, Fotack et Megginson (2015a) pensent pour leur part que les fonds souverains gardent toujours leurs mandats de stabilisation et que la stratégie d'investir à l'étranger n'est qu'un moyen d'empêcher l'appréciation de la monnaie locale et de prévenir le « mal néerlandais ».

Finalement, il est fondamental de noter l'évolution du rôle de l'État dans l'économie avec l'adoption de ce nouveau véhicule d'investissement. En effet, l'interférence étatique dans l'économie est loin d'être un nouveau phénomène. Mais le rôle économique de l'État a rapidement évolué au cours des dernières décennies (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015a). Historiquement, l'État a toujours joué un rôle de régulateur des entreprises privées ou celui d'un propriétaire d'entreprises appelées « entreprises d'État » (par exemple, *Dubai Ports World* ou *China National Offshore Oil Corporation*). Ces entreprises publiques sont souvent critiquées pour leur mauvaise gestion, leur inefficacité et leur inefficience. Cela a poussé les gouvernements à suivre une nouvelle politique de privatisation qui désengage les États du monde des affaires. Selon Megginson (2013), depuis 1977 les gouvernements du monde entier ont généré plus de 2,5 mille milliards de dollars à la suite de leur activité de privatisation.

Le paradoxe, c'est qu'au moment de la réussite du mouvement de privatisation et des critiques virulentes des affaires étatiques, l'État continue à renforcer son activité privée et son engagement dans le monde des affaires. Cependant, l'État suit une autre stratégie d'interférence dans l'économie mondiale en agissant comme investisseur et non pas comme propriétaire¹¹. Il cible le marché étranger et des actifs financiers de plus en plus risqués avec un horizon d'investissement à long terme. On parle alors d'un *capitalisme d'État* dont les fonds souverains sont les seuls et uniques représentants (Gilson et Milhaupt, 2007). Les fonds souverains sont donc des entités uniques qui réunissent en même temps le monde des affaires privées et le monde des investissements étatiques. Concilier ces deux mondes aux objectifs contradictoires constitue le plus grand défi des fonds souverains.

¹¹«Contrary to public perceptions and despite the worldwide success of state privatizations, over the 2001-2012 period governments acquired more assets through stock purchases (\$1.52 trillion) than they sold through share issue privatizations and direct sales (\$1.48 trillion).» (Borisova, Fotack, Holland et Megginson, 2015).

1.3 La taille des fonds souverains

Depuis le début de l'année 2008, l'actif sous gestion des fonds souverains a connu une croissance exponentielle. En effet, les actifs des fonds souverains ont augmenté de 59,1 % durant les années 2008-2012 (*Sovereign Wealth Fund Institute, 2017*)¹². Selon la même source, il y a aujourd'hui plus de 70 fonds qui gèrent plus que 7,4 mille milliards de dollars américains, une croissance très rapide si l'on considère que leur taille ne dépassait pas mille milliard en 2005 selon l'estimation de Rozanov. Cette croissance rapide s'explique principalement par l'augmentation continue des prix des matières premières, par les changements des tendances mondiales du commerce qui ont permis l'accumulation des réserves de devises et par les mouvements de privatisation des champions nationaux (Jen et Andreopoulos, 2008) (voir les Figures I. 4 et I. 5). D'ailleurs, la Chine, qui détient la réserve de devises étrangères la plus élevée (voir figure I. 6), possède le plus gros fonds souverain en matière de taille (814 milliards) après celui de la Norvège (voir Figure I. 11). Également, les pays qui détiennent les totaux des bénéfices tirés des ressources naturelles (pourcentage du PIB) les plus élevés détiennent les fonds financés par les ressources naturelles les plus importantes (voir Figure I. 7).

Au début de 2017, le fonds de la Norvège était le plus grand fonds souverain. Il gère un montant total de près de 871 milliards de dollars. Ce fonds est suivi par le fonds souverain chinois *China Investment Corporation* (814 milliards de dollars), le fonds des Émirats arabes unis, *Abu Dhabi Investment Authority*, avec un actif sous gestion de 792 milliards de dollars¹³, le fonds du Koweït et celui de l'Arabie Saoudite. La figure I. 11 présente les 20 plus grands fonds souverains par pays en termes d'actifs sous gestion. En comparaison avec d'autres véhicules d'investissement, la taille globale des fonds souverains est beaucoup plus élevée que les *hedge funds*. Elle est aussi deux à trois fois plus importante que celle des fonds d'investissement privés (*private equity funds*) (voir Figure I. 1). Mais cela reste modeste face aux réserves des banques centrales ainsi qu'aux véritables géants financiers mondiaux comme les fonds de pension des compagnies d'assurance et les fonds communs de placement.

¹² Source : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>.

¹³ En raison du manque de transparence d'*Abu Dhabi Investment Authority*, il n'y a pas de consensus sur la taille de ce fonds.

Toutefois, l'Agence internationale de l'énergie prévoit un possible choc pétrolier dans les trois prochaines années et une pénurie de pétrole à partir de 2020. En effet, les prix du pétrole ont commencé à chuter à partir de l'année 2015 (une baisse de 75 % par rapport à 2014) (voir Figure I.2). Les investissements dans l'exploration et la production du pétrole ont baissé de 25 % en 2015 et de 26 % en 2016¹⁴. Cette chute pourrait avoir des incidences majeures sur la croissance des fonds des pays producteurs de pétrole au cours des prochaines années. En effet, si les prix du pétrole restent à ces niveaux, le taux de progression des actifs des fonds souverains ne dépassera pas 3,3 % et n'atteindra que 7,9 mille milliards de dollars en 2020¹⁵.

Finalement, il faut noter que l'estimation exacte de la taille des fonds souverains reste toujours un défi majeur des analystes et des chercheurs. Il n'existe aucune estimation exacte, stable et commune de la taille des fonds souverains (Fotack, Bortolotti et Megginson, 2008). Ceci est en raison de l'absence d'une définition précise et commune (Ziemba, 2008), du manque de transparence des fonds souverains (Moshirian, 2008) et du problème de disponibilités des données.

1.4 La concentration d'actifs des fonds souverains

Les actifs des fonds souverains sont concentrés entre les mains d'un nombre restreint d'acteurs. En effet, les 10 plus grands fonds souverains détiennent près de 80 % de l'actif total, et les 30 premiers en représentent près de 96 %. Les fonds souverains dominants sont, principalement, les fonds « matières premières » tels que l'*Abu Dhabi Investment Authority* et *Government Pension Fund of Norway*.

De même, les actifs gérés par les fonds souverains sont fortement concentrés géographiquement (voir les Figures I.8, I.9 et I.10). En effet, 43 % du total d'actifs gérés est concentré dans les fonds souverains du Moyen-Orient, 38 % dans les fonds souverains de l'Asie et 15 % pour l'Europe. En termes de nombre, la moitié des fonds souverains sont créés au Moyen-Orient et en Asie. Le reste se partage entre l'Europe (11 %), l'Amérique du Nord

¹⁴ Source : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/0211852860290-laie-craint-une-penurie-de-petrole-a-partir-de-2020-2070274.php>.

¹⁵ Source : <https://www.pwc.com/ee/et/publications/pub/sovereign-investors-2020.pdf>.

(13 %), l'Amérique latine (12 %), l'Afrique (10 %) et l'Océanie (Australie et Nouvelle-Zélande) (4 %).

1.5 Les sources de financement

Les fonds souverains sont alimentés par les ressources de l'État. La première catégorie de ces ressources représente les rentes d'exploitation ou d'exportation des ressources naturelles (pétrole, gaz, phosphate, cuivre, diamant). Les fonds qui sont financés par les revenus des ressources naturelles sont appelés des *commodity funds*, qui représentent 67 % de l'ensemble des fonds souverains (généralement dans les pays du Moyen-Orient comme les Émirats arabes unis, l'Arabie saoudite et le Qatar).

La deuxième catégorie, appelée *non-commodity funds*, est principalement financée par les produits de privatisation, les recettes fiscales et l'excédent des réserves de change accumulées par les banques centrales. Cette catégorie représente 33 % de l'ensemble des fonds souverains (voir Figure I.12).

1.6 Les objectifs de création des fonds souverains

Bien que les fonds souverains forment un groupe hétérogène, il existe un consentement général sur certains de leurs objectifs de création : **(1)** isoler le budget et l'économie du pays contre les fluctuations des cours et des prix des ressources naturelles (Truman, 2007d ; Moshiran, 2008 ; Balin, 2009, et Gomes, 2008) ; **(2)** convertir les revenus des ressources non renouvelables en un portefeuille diversifié d'actifs pour **(3)** optimiser le rapport risque-rendement et améliorer l'efficacité globale de la répartition d'actif (Moshiran, 2008 ; Rose, 2008) ; **(4)** transférer la richesse pour les générations futures (Moshirian, 2008) ; **(5)** financer les éventuels passifs de retraite non provisionnés ou d'autres exigences monétaires ; **(6)** promouvoir des entreprises et des industries nationales et transférer de la technologie et des connaissances aux industries nationales (Balin, 2009) et **(7)** accroître l'influence politique en faisant des investissements politiques étrangers (Knill, Lee et Mauck, 2012a). Si les cinq premiers objectifs peuvent conduire à des modèles d'investissement semblables à ceux d'autres

investisseurs institutionnels, les deux derniers ne sont pas cohérents avec la maximisation des bénéfices. Ceci suggère que les fonds souverains peuvent agir distinctement des investisseurs institutionnels.

1.7 Taxonomie des fonds souverains

Les fonds souverains sont un groupe hétérogène de fonds qui peuvent servir à diverses fins. Le Fonds monétaire international (FMI dorénavant) (2008), Hammer, Kunzel et Petrova (2008), Aizenman et Glick (2009) et Gomes (2008) proposent une classification des fonds souverains en fonction de leurs objectifs. Cinq types de fonds souverains peuvent être distingués en fonction de leur objectif principal : (1) les fonds de stabilisation, dont l'objectif principal est d'isoler le budget de l'économie des fluctuations des prix des produits de base (principalement le pétrole). Les fonds de stabilisation ont tendance à investir dans des actifs liquides et dans des classes d'actifs relativement moins risquées (bons du trésor, par exemple) avec un horizon d'investissement à court et moyen terme ; (2) les fonds d'épargne pour les générations futures, qui visent à convertir les actifs non renouvelables en un portefeuille d'actifs plus diversifié pour éviter d'intégrer ce budget dans des dépenses intérieures et pour atténuer les effets du mal néerlandais. La majorité de ces fonds sont financés par les rentes de ressources naturelles non renouvelables (*commodity funds*) et investissent dans des actifs moins liquides plus risqués avec un horizon d'investissement à long terme ; (3) les fonds d'investissement de réserve (*reserve investment funds*) dont l'objectif est d'accroître le rendement des réserves de change. Ces fonds sont destinés à être investis dans des actifs plus risqués avec un horizon à plus long terme ; (4) les fonds de développement, qui contribuent généralement au financement de projets socio-économiques comme la promotion des entreprises nationales, le développement d'un secteur industriel domicile ou la création d'emplois ; ces fonds s'orientent généralement vers les investissements à long terme ; enfin (5) les fonds de réserve de retraite qui fournissent (à partir de sources autres que les cotisations de retraite individuelles) des passifs éventuels non spécifiés au titre des régimes de retraite.

La majorité des fonds souverains conçus sont des fonds d'épargne pour les générations futures ou des fonds de stabilisation fiscale. Il n'existe qu'une poignée de fonds de réserve pour

les retraites (*Australian Government Future Fund*, *Ireland Strategic Investment Fund*, *New Zealand Superannuation Fund*), et encore moins de fonds d'investissement des réserves (*China Investment Corporation*, *Korea Investment Corporation* et *GIC Private Limited*). Certains fonds souverains ont des objectifs multiples comme *Government Pension Fund of Norway* (stabilisation, épargne et finance des réserves de pensions), *Kuwait Investment Authority* et *State Oil Fund of Azerbaijan* (épargne et stabilisation). Également, plusieurs pays disposent des fonds souverains avec des objectifs différents tels que Singapour (*Temasek Holdings Private Limited* et *GIC Private Limited*).

Aizenman et Glick (2009) classifient les fonds souverains selon leurs sources de financement. Ils distinguent entre les *fonds souverains* « *matières premières* », qui tirent leurs sources de financement des recettes de l'exportation des ressources naturelles et les *fonds souverains* « *non-matières premières* », qui sont financés généralement par les transferts d'actif des réserves de devises.

1.8 Stratégies d'investissement

Deux facteurs semblent déterminer la stratégie d'allocation des actifs d'un fonds souverain : son objectif de création fondamental (Balin, 2009) et l'absence du passif (Moshirian, 2008). Ces deux facteurs influencent les objectifs de rendement suivis, le niveau du risque toléré et l'identification des contraintes d'investissements (p. ex., l'horizon d'investissement).

1.8.1 Niveau du risque toléré et horizon d'investissement : une transition stratégique

Depuis longtemps, les fonds souverains préfèrent une stratégie d'investissement très conservatrice. Il s'agit de l'achat de l'or et des placements concentrés sur les titres de la dette publique américaine et européenne avec un horizon d'investissement à court terme. Cette stratégie s'explique par des préoccupations de liquidité (Moshirian, 2008). Ce profil a évolué. En effet, les portefeuilles des fonds souverains contiennent de plus en plus des classes d'actifs risqués avec un taux de rendement élevé (p. ex., les actions cotées) avec un horizon

d'investissement à long terme (Aizenman et Glick, 2009 ; Moshirian, 2008 et Beck et Fidora, 2008). Cette transition s'explique par l'absence explicite du passif couplé à une plus grande volonté de maximisation des rendements (Moshiran, 2008 et Balin, 2009).

1.8.2 Répartition stratégique des actifs

Les fonds souverains suivent une stratégie d'investissement diversifiée par classe d'actifs. En effet, les portefeuilles des fonds souverains sont constitués, majoritairement, par des actions cotées en bourse (voir Figure I. 16), des actifs non cotés en bourses (3 %), des placements dans l'immobilier (4 %) et dans d'autres types de fonds, tels les *hedge funds* (Moshirian, 2008). En ce qui a trait à leur diversification géographique, il semble que les fonds souverains ont une présence significative et majoritaire à l'étranger (Aizenman et Glick, 2009 et Beck et Fidora, 2008) (voir Figure I. 17). Toutefois, ils ont commencé à s'orienter récemment vers les marchés domestiques (notamment les fonds souverains asiatiques). Au plan de la diversification sectorielle, les fonds souverains sont plus concentrés dans le secteur de la finance, de l'exploitation minière, des carrières, de l'extraction de pétrole et de gaz, des services publics et de la construction (voir Figure I. 15). Notons que la concentration des actifs dans le secteur financier peut s'expliquer par la démarche suivie par les banques occidentales, qui ont fait appel aux masses d'argent des fonds souverains pendant la crise des *subprimes*. Cependant, les performances négatives des investissements des fonds souverains dans les banques européennes et américaines les incitent à réduire la taille de leur investissement dans ce secteur et à s'orienter vers d'autres pays et vers des secteurs plus performants. Cette concentration sectorielle est probablement un choix stratégique des États originaires des fonds souverains (Balin, 2009). Par exemple, Singapour et la Corée du Sud investissent plus dans le secteur stratégique de la technologie afin d'encourager le transfert des connaissances et le savoir-faire de leur pays.

1.9 La gouvernance des fonds souverains

Les fonds souverains sont des entités étatiques. Leur création est soumise à la décision des autorités publiques. Ils sont soit prévus par la constitution (par exemple, l'*Alaska Permanent*

Fund), soit institués par la loi (par exemple, le Fonds souverain de la Norvège) (Bismuth, 2010). Selon Bismuth, ces fonds sont détenus et contrôlés directement ou à travers d'autres entités par L'État : « Le contrôle de l'État est assuré par plusieurs mécanismes de supervision *ex ante* (par exemple, la présence de représentants gouvernementaux ou politiciens au sein des conseils d'administration) et *ex post* (par exemple, l'obligation de se soumettre à un audit et de rendre compte de leurs activités aux instances ministérielles ou parlementaires. » (Bismuth, 2010).

1.9.1 Activisme des fonds souverains

Les fonds souverains sont considérés principalement comme des investisseurs passifs (Rose, 2008, 2014). Leur prise de participation dans les entreprises est généralement limitée (Dyck et Morse, 2011)¹⁶, sans droit de vote, avec une présence rare dans les conseils d'administration des firmes où ils investissent (Fernandes, 2014; Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015)¹⁷. Même lorsque les fonds souverains prennent des participations majoritaires, ils semblent rarement défier les gestionnaires en place (Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015a). Par exemple, le prince Al-Walid bin Talal d'Arabie saoudite, qui est le plus grand actionnaire individuel de Citigroup (plus de 5 %), n'a pas de siège au conseil d'administration.

Selon Rose (2008), cette passivité est imposée en raison de la nature étatique des fonds. En effet, les fonds souverains préfèrent rester passifs pour éviter les pressions politiques et ne pas attirer l'attention de la réglementation. De plus, en restant passifs, les fonds souverains ne sont pas tenus de suivre les normes de transparence exigées par la loi des pays hôtes. En outre, ils veulent rassurer les pays d'accueil qui se préoccupent beaucoup de leurs motifs d'investissement (Balin, 2009, et Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015). Mais, malgré la passivité des fonds souverains, pas mal de fonds souverains ont effectué des transactions dont l'objectif est d'avoir le contrôle. Par exemple, la tentative d'achat de Harrods par *Qatar*

¹⁶Dyck et Morse (2011) montrent que la participation médiane acquise par les fonds souverains est de 0,08 %.

¹⁷Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2009) constatent que les fonds souverains n'obtiennent des sièges que dans 53 des 355 cas (14,9 %) où les identités des cibles d'investissement ont pu être vérifiées et où la plupart d'entre elles étaient des entreprises nationales.

Investment Authority à travers Qatar Holding LLC illustre l'évolution des fonds souverains qui passent de la prise de participations minoritaires à des prises de participation majoritaire dans les sociétés. D'ailleurs, Fernandes (2014) et Dewenter, Han et Malatesta (2010) confirment une certaine tendance des fonds souverains vers l'activisme.

1.9.2 La transparence des fonds souverains

Les fonds souverains sont des véhicules d'investissement principalement opaques. Le manque de transparence en ce qui concerne la structure, la gouvernance et les stratégies d'investissement des fonds souverains est un autre sujet de préoccupation majeur pour les pays hôtes. La figure I. 13, qui illustre le degré de transparence des fonds souverains par pays, montre qu'un certain nombre de ces fonds ne sont pas très transparents, sinon pas du tout. Ceci accentue l'ambiguïté de leurs objectifs d'investissements et leur peu de conformité réglementaire. Par conséquent, les pays d'accueil sont obligés d'augmenter le contrôle et le suivi des investissements de ces véhicules, et même à limiter le nombre, la taille et même les secteurs où ils peuvent investir.

Dans l'objectif d'améliorer la transparence des fonds souverains, le Fonds monétaire international a publié un code de bonnes pratiques des fonds souverains appelé *Principes de Santiago*. Les principes de Santiago ont été définis en 2008 lors de la réunion de 25 pays détenant des fonds souverains à Santiago. Les signataires se sont engagés à une plus grande transparence volontaire. Voici quelques-uns de ces principes : **(1)** les objectifs d'investissements des fonds souverains doivent être uniquement économiques. Les fonds souverains devraient faire cette déclaration officiellement dans le cadre de leur politique de placements; **(2)** les fonds souverains doivent s'engager à plus de transparence en ce qui a trait à leur objectif de placement et à l'information financière; **(3)** les fonds souverains devraient disposer de structures de gouvernance, de contrôles internes et de systèmes opérationnels et de gestion des risques ; **(4)** les fonds souverains doivent respecter les règles du pays hôte en se conformant à toutes les exigences réglementaires et informationnelles applicables dans les pays où ils investissent.

À la suite de cette réunion, le 7 juillet 2011, le Forum international des fonds souverains (IFSWF) a publié un rapport sur l'expérience des membres de l'IFSWF dans l'application des principes de Santiago. Le rapport est une auto-évaluation de la conformité volontaire de 21 fonds souverains membres aux principes et pratiques généralement reconnus des fonds souverains publiés en octobre 2008. Bien que des fonds souverains aient essayé d'améliorer leur transparence volontairement (le cas d'ADIA), il reste qu'en pratique les principes ont été relativement peu appliqués.

Diverses mesures de la transparence et de la gouvernance interne des fonds souverains ont été proposées, et deux qu'on peut considérer comme des normes et ont été adoptées universellement. La première mesure est l'indice de transparence Linaburg-Maduell, développé par Carl Linaburg et Michael Maduell et utilisé par le *Sovereign Wealth Fund Institute*. La deuxième mesure est le *SWF Scoreboard*, connu sous le nom de «Truman Scores». Les deux mesures sont assez semblables en ce qui a trait de la quantité d'informations qu'ils divulguent et au niveau de transparence des fonds.

L'indice de Linaburg-Maduell (dorénavant, LM) va de 0 à 10. Évidemment, des valeurs de LM plus élevées sont associées à des fonds plus transparents. Selon cet indice, les fonds les moins transparents (indice = 1) sont le fonds *Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund*, le *Brunei Investment Agency*, le *Macroeconomic Stabilization Fund* du Venezuela, le fonds algérien *Revenue Regulation Fund*, le fonds *Libyan Investment Authority* et finalement le fonds de la Mauritanie *National Fund for Hydrocarbon Reserves*. Les fonds les plus transparents (indice = 10) sont *Government Pension Fund of Norway*, *Temasek Holdings Private Limited*, *Alaska Permanent Fund*, *Ireland Strategic Investment Fund* et quelques autres (voir Tableau 1.2). L'indice est basé sur l'adoption des meilleures pratiques en matière de transparence de l'information. Plus précisément, l'indice est fondé sur des principes essentiels qui décrivent la transparence du fonds souverain auprès du public. L'indice attribue 1 point aux fonds pour chacun des éléments suivants : l'objectif de création, les objectifs d'investissement, les sources de financement ; les rapports d'audit à jour ; la stratégie d'investissement, l'emplacement et le pourcentage d'acquisition dans les sociétés, la taille du fonds, la rémunération de l'équipe dirigeante, les lignes directrices pour les normes éthiques et un site officiel incluant les coordonnées et l'adresse du siège social.

Quant à l'indice de Truman, il accorde des notes aux éléments suivants classifiés en quatre catégories : (1) la structure du fonds, y compris ses objectifs, ses liens avec la politique budgétaire du gouvernement et l'indépendance vis-à-vis les réserves internationales des pays ; (2) la gouvernance du fonds, y compris les rôles du gouvernement, du conseil d'administration du fonds et de ses gestionnaires, et le respect des lignes directrices en matière de responsabilité d'entreprise ; (3) la responsabilisation et la transparence du fonds dans sa stratégie d'investissement, ses activités d'investissement, ses rapports et ses audits ; et (4) le comportement du fonds dans la gestion de son portefeuille et de ses politiques de gestion des risques. Le score de Truman varie entre 0 (opaque) et un maximum de 100 (transparent), et le score le plus élevé attribué en 2012 est de 98, pour le *Government Pension Fund of Norway*.

L'augmentation de la divulgation volontaire des fonds souverains est un signe que les objectifs d'investissement des fonds souverains sont plutôt économiques et non pas politiques. Les fonds souverains qui dirigent leurs investissements à des fins politiques sont donc plus susceptibles d'être opaques. Les fonds les plus transparents ont également tendance à être ceux des pays les plus démocratiques et les plus stables.

Truman a ajouté une autre mesure de la qualité de transparence et de gouvernance des fonds souverains : c'est le degré de conformité des fonds souverains aux principes de Santiago adoptés en septembre 2008¹⁸. Comme pour les scores de Truman, la valeur maximale de principes de Santiago est de 100 et le fonds de Norvège a reçu le score le plus élevé.

1.10 Les fonds souverains vis-à-vis les autres véhicules d'investissement

Les fonds souverains sont devenus des acteurs majeurs des marchés financiers internationaux. Cependant, leur distinction avec d'autres types d'investisseurs souverains (les entreprises d'État, les réserves de change détenues par la banque centrale) et d'autres types d'investisseurs privés tels que les fonds de pension n'est toujours pas claire. Pour certains spécialistes, un fonds souverain n'est qu'un type d'investisseur gouvernemental parmi d'autres

¹⁸[http : //www.iwg-swf.org/pubs/gaplist.htm](http://www.iwg-swf.org/pubs/gaplist.htm).

(Truman, 2007b), alors que pour d'autres la distinction entre les fonds souverains et les autres entités d'investissements publics s'impose (Rozanov, 2005, Greene et Yeager, 2008, Haghighi, 2015, Ciarlone et Miceli, 2014). D'ailleurs, Kimmit (2008) soutient que les craintes et les préoccupations au sujet des investissements souverains sont exagérées, en partie à cause d'un manque de compréhension des fonds souverains et de leurs différences avec les investisseurs souverains. Dès lors, l'identification de ces entités et de leurs différences s'avère utile.

En fait, il faut avouer que la différence est mince et la distinction entre les fonds souverains et les autres entités d'État est assez compliquée en raison de : (1) la complexité et la diversité des fonds souverains, notamment en l'absence d'une définition claire et précise des fonds souverains, et (2) la ressemblance relative entre les différents types d'investisseurs d'État, puisqu'ils partagent l'origine étatique et des objectifs nationaux et sont principalement tous actifs sur les marchés internationaux.

1.10.1 Les fonds souverains

Tel le *Qatar Investment Authority* : la définition avancée par Bortolotti et Megginson (2015a) clarifie certaines différences entre les entités étatiques : un fonds souverain (1) est « un fonds d'investissement plutôt qu'une société d'exploitation ; (2) est entièrement détenu par un gouvernement souverain, mais organisé séparément de la banque centrale ou du ministère des Finances pour le protéger d'une influence politique excessive »¹⁹, (3) fait « des investissements internationaux et domestiques dans une variété d'actifs risqués » ; (4) [a pour] objectif [...] de maximiser les rendements sur investissements ; (5) est un fonds d'épargne plutôt qu'un fonds de pension— ce qui signifie que le fonds n'est pas financé par les cotisations des retraités et n'a pas d'engagements futurs envers les particuliers ».

Dès lors, la différence entre les fonds souverains et les entreprises publiques, les réserves de change de la banque centrale et les fonds de pension réside principalement dans leur structure, leur mission, leur gouvernance, leur stratégie d'investissement et leur source de

¹⁹ Politiquement parlant, les fonds de richesse souverains existent en tant qu'élément de l'État, mais pas comme faisant partie du gouvernement (Balding, 2009).

²⁰ La banque centrale et le ministère de la Finance ont d'autres priorités comme le développement d'un secteur économique spécifique, la stabilisation de la monnaie nationale, etc.

financement. D'ailleurs, Bismuth (2010) résume les différences des fonds souverains par rapport aux entités étatiques dans leurs rattachements structurels à l'État et à leurs activités d'investissements privés à finalité publique.

L'État finance les fonds souverains, essentiellement, par les revenus des matières premières, les revenus de privatisation et les superflus des réserves de change accumulés par les banques centrales qui proviennent des excédents importants de la balance de paiements. Il faut noter que les banques centrales ne transfèrent pour les fonds souverains que les excédents des réserves en devises dont elles n'ont pas besoin pour accomplir leur mission de prévenir et de protéger leurs pays contre les crises macroéconomiques. À ce stade nous pouvons donc voir clairement la différence entre les fonds souverains et les réserves de change de la banque centrale. De plus, nous pouvons distinguer entre les fonds souverains et les fonds de pension, puisque ceux-ci sont alimentés par les cotisations des salariés et des employeurs et non par les ressources de l'État.

Par ailleurs, les fonds souverains sont des fonds et non des sociétés d'exploitation comme les sociétés d'État. Ils sont créés et contrôlés par l'État, tout en ayant une finalité privée. En effet, leurs activités visent des investissements publics accessibles à toute personne privée (Bismuth, 2010). Ces investissements visent davantage des actifs risqués à l'étranger, actifs dont l'objectif est de maximiser leur rendement.

1.10.2 Les banques centrales et les réserves de change

La banque centrale est une institution de l'État qui gère et contrôle les réserves de change pour des fins de politique monétaire. Son objectif est d'amortir le déficit d'exportation et de défendre la monnaie nationale dans les périodes de crise. Pour cela, la banque centrale investit les réserves en devises dans des titres liquides et sans risques, afin de faciliter la disponibilité de financement en cas d'urgence et de crise (souvent la banque centrale vise les obligations d'État hautement cotées telles que les bons de trésors des États-Unis). Différemment de la banque centrale, les fonds souverains ont tendance à préférer les rendements sur la liquidité, et ils ont une tolérance au risque plus élevée que les réserves de change traditionnelles (Avendano et Santiso, 2011).

Notons que, dans le contexte d'excès de devises étrangères, la banque centrale peut injecter cet excédent pour financer le fonds souverain de son pays. Finalement, et comme les fonds souverains, les investissements de la banque centrale peuvent aussi susciter des inquiétudes au sujet de leurs objectifs politiques d'investissement (Greene et Yeager, 2008).

1.10.3 Les entreprises d'État

Malgré la tendance à la libération des marchés et à la privatisation, les sociétés d'État ont connu une expansion internationale remarquable ces dernières années. Par exemple, Dubai Ports World a tenté d'acquérir P& O qui gérât plusieurs ports américains. Aussi, la China National Offshore Oil Company Ltd a essayé d'acquérir l'entreprise américaine Unocal en 2006 ; de même, l'Aluminum Corporation of China (Chinalco) qui a acheté 9 % des actions de Rio Tinto PLC en 2008.

En fait, les entreprises d'État sont des sociétés sur lesquelles l'État exerce un contrôle important, par le biais d'une participation minoritaire ou d'une participation pleine, majoritaire ou significative (Kimmit, 2008). Elles ne sont pas un fonds, ni n'ont été créées dans le but d'investir dans d'autres entités. Pourtant, une entreprise publique pourrait s'engager dans de telles activités et pourrait également investir à l'étranger (Greene et Yeager, 2008, Kimmit, 2008). Mais, quand elles le font, les entreprises d'État n'agissent pas comme les fonds souverains en tant qu'investisseurs qui achètent des participations sans contrôle dans des firmes étrangères et domestiques afin de réaliser des rendements financiers à long terme. Elles agissent comme des propriétaires qui possèdent et exploitent ces entreprises pour maximiser leurs propres opérations (Baker, 2009, Megginson et Fotak, 2015 et Greene et Yeager, 2008). De plus, les entreprises d'État diffèrent des fonds souverains par leurs sources de financement. Typiquement, les entreprises publiques sont financées par le produit de leurs activités, bien que certaines soient alimentées par les réserves de change (Sauvant, Sachs et Schmit-Jongbloed, 2012). Finalement, les entreprises d'État sont principalement concentrées sur leur industrie respective.

De même, il existe une confusion entre les différentes catégories des fonds souverains :

Les fonds de réserve pour les retraites tels que le *Norwegian Government Pension Fund Global* : les fonds de pension publics sont des véhicules d'investissement souverains dont l'objectif est de financer les versements de retraite en détournant une partie des rendements actuels de la production de ressources naturelles vers ces fonds.

Les entreprises de richesses souveraines (*Sovereign Wealth Entreprises [SWEs]*) telles que *St-Martins Proprety* : selon le *Sovereign Wealth Fund Institute*, les entreprises de richesses souveraines sont des véhicules d'investissements détenus et contrôlés par les fonds souverains. L'utilisation de ces filiales comme intermédiaires permet une plus grande flexibilité pour les fonds souverains. Une entreprise étatique peut être considérée comme une entreprise de richesse souveraine si elle est directement sous le contrôle d'un fonds souverain.

Mis à part les investisseurs souverains, une distinction s'impose entre les fonds souverains et les investisseurs institutionnels classiques (fonds de pension, fonds commun de placement, *hedge funds*, etc.) (Megginson and Fotack, 2015, Bortolotti, Fotack et Megginson, 2014, Avendano and Santiso, 2011)²¹. En fait, si le fonds souverain n'était qu'un investisseur financier de grande taille avec des intérêts économiques, il n'y aurait aucune crainte au sujet de leurs investissements et aucune raison d'établir des obstacles réglementaires à leurs activités à l'étranger. De plus, il n'y aurait aucune utilité ni aucun intérêt à étudier leurs impacts sur les marchés financiers (Megginson et Fotack, 2015).

Selon nos lectures, il existe à la fois des ressemblances ainsi que des différences au niveau de la structure organisationnelle, du système de gouvernance d'entreprise et des modèles et motifs d'investissement entre les fonds souverains et les investisseurs institutionnels.

Il existe à la base une ressemblance majeure entre ces deux types d'investisseur : c'est la nature privée de leurs activités (Bismuth, 2010). Aussi, Kotter et Lel (2011) confirment que les fonds souverains ressemblent aux investisseurs institutionnels passifs en matière de choix d'investissement. Ces derniers trouvent que les fonds souverains sont attirés par les firmes de grande taille qui opèrent à l'international²². Également, Megginson, You, Han (2013)

²¹ Pour une meilleure compréhension des différences entre les fonds souverains, les fonds de pension et les fonds communs de placement, voir Chhaochharia et Laeven (2010), Avendaño et Santiso (2011), Boubakri, Cosset et Samir (2011) et Dyck et Morse (2011).

²² Ferreira et Matos (2008) et Smith (1996) trouvent que les investisseurs institutionnels ciblent les firmes visibles de grandes tailles.

soutiennent que les fonds souverains ne sont pas fondamentalement différents des autres investisseurs activistes à l'échelle internationale, comme les fonds de pension et les fonds communs de placement. Ils ajoutent que les fonds souverains, comme les fonds de couverture, ne sont pas réglementés, sont gérés par des professionnels et prennent souvent des participations importantes dans les firmes cibles avec une tolérance élevée du niveau de risque. Knill, Lee et Mauck (2012a) soutiennent quant à eux que les fonds souverains se comportent dans leurs stratégies d'investissement comme les fonds communs de placement.

Cependant, des différences majeures existent entre les fonds souverains et les investisseurs institutionnels privés :

(1) *le rattachement structurel étatique des fonds souverains*. En bref, la principale caractéristique qui rend les fonds souverains réellement différents est leur nature gouvernementale ; en effet, les fonds souverains sont créés, détenus et alimentés par les ressources d'État (Bismuth, 2010 ; Bortolotti, Fotack et Megginson, 2014 ; Megginson et Fotack, 2015 ; Slawotsky, 2015 ; Ciarlone et Miceli, 2014 ; etc.).

(2) *La taille des actifs.* Selon le *Sovereign Wealth Fund Institute*, les fonds souverains gèrent aujourd'hui plus de 7,3 mille milliards de dollars américains en actifs, taille considérable en comparaison des *hedge funds* et des *private equity funds*, qui représentent ensemble environ 2 mille milliard de dollars. Mais cette taille reste limitée par rapport à la valeur totale des actifs financiers à travers le monde, estimée à 223 mille milliards de dollars en 2012 par McKinsey & Company (Megginson et Fotack, 2015) (voir Figure I.1).

(3) *Les objectifs d'investissement.* Bien que les fonds souverains prétendent souvent que leur objectif d'investissement est la maximisation de la richesse, il reste que ces entités sont étatiques. Dès lors, les fonds souverains pourraient avoir des objectifs géopolitiques et stratégiques, tel que le transfert du savoir-faire des secteurs sensibles (Summers, 2007).

Le fait que les fonds souverains pourraient avoir des intérêts politiques pourrait les amener à se comporter différemment des autres investisseurs institutionnels. D'ailleurs, Chhaochharia et Laeven (2010) et Kotter et Lel (2011) montrent que, à la différence des investisseurs intentionnels, les fonds souverains sont attirés par les firmes qui font face à des difficultés financières et par les pays qui sont touchés par la crise financière. Quant à Knill, Lee et Mauck (2012 b), ils constatent que les fonds souverains préfèrent investir dans des pays avec qui ils entretiennent des relations politiques faibles, à l'encontre de la théorie des investissements directs à l'étranger.

Les fonds de pension sont le seul analogue naturel aux fonds souverains, en termes d'objectifs, car la mission de certains fonds souverains est de préserver la richesse pour les générations futures (Knill, Lee et Mauck, 2012 b). Aussi, Blundell-Wignall, Hu et Yermo (2008) et Chhaochharia et Laeven (2010) suggèrent que les fonds de pension ont les mêmes horizons d'investissement et visent les mêmes types de classes d'actifs. Cependant, ils diffèrent par leurs objectifs, leurs stratégies d'investissements, leur transparence et leurs sources de financements.

(4) *La différence dans les structures de gouvernance d'entreprise.* Quant à la gouvernance, Ferreira et Matos (2008) montrent que les investisseurs institutionnels s'impliquent dans l'activité de surveillance active des sociétés cibles dans le monde entier. Cependant, les fonds souverains suivent généralement des stratégies passives pour ne pas attirer l'intérêt public et

gouvernemental, même s'ils agissent parfois comme les investisseurs activistes (Mietzner, Schiereck et Schweizer, 2015). Aussi, les fonds souverains sont largement connus pour leur opacité par rapport aux autres types d'investisseurs (à l'exception des *hedge funds* qui le sont aussi pour leur manque de transparence). D'ailleurs, Avendano et Santiso (2011) ont mené une comparaison approfondie entre les fonds souverains et les fonds de pension sur la base de la notation de gouvernance de Truman (2008). Ils ont trouvé que les fonds de pension sont supérieurs sur tous les critères. Ils affichent des niveaux de transparence plus élevés et leurs stratégies d'investissements sont plus claires et plus définies.

(5) *Les sources de financement.* Une autre différence réside dans les sources de financement. Par exemple, les fonds de pension (par exemple, *Calpers* et le Fonds de Réserve des Retraites en France) sont des fonds d'investissement par capitalisation qui sont alimentés par l'épargne des actifs (versée par les employés ou leurs employeurs) avec un objectif d'épargne pour la retraite, alors que les fonds souverains sont alimentés par les ressources de l'État.

(6) *La supériorité informationnelle.* Dans le marché local et vu leur rattachement gouvernemental, les fonds souverains peuvent avoir une supériorité informationnelle par rapport aux autres investisseurs. Par exemple, les fonds souverains seraient les premiers à savoir avant le marché s'il y a des changements réglementaires par rapport un secteur bien spécifique ou des changements réglementaires qui peuvent affecter la valeur de firmes ciblées.

(7) Finalement, *les fonds souverains n'ont pas d'engagements ou d'obligations futures à remplir envers des particuliers* comme les fonds de pension qui ont des obligations à remplir envers les cotisants (Fernandes, 2014, Johan, Knill et Mauck, 2013, Bortolotti, Fotack et Megginson, 2014). Ceci leur donne la possibilité d'investir avec des horizons d'investissement à long terme.

Entre les ressemblances et les différences, les fonds souverains sont particulièrement intéressants. En effet, ils réunissent les objectifs et les particularités étatiques avec un fonctionnement privé : c'est ce qu'on appelle le *capitalisme d'État* qu'ils sont les seuls et uniques fonds à pleinement représenter.

Tableau 1.1 : Définitions des fonds souverains

Auteurs	Définitions
Rozanov (2005)	Les fonds souverains ne sont « ni des fonds de pension publics traditionnels ni des avoirs de réserve soutenant les monnaies nationales, mais des fonds mis en place avec les objectifs suivants : isoler le budget et l'économie d'une volatilité excessive des recettes, aider les autorités monétaires à stériliser les liquidités indésirables, accumuler des économies pour les générations futures ou utiliser l'argent pour le développement économique et social. »
Sovereign Wealth Fund Institute (2017)	« A sovereign wealth fund (SWF) is a state-owned investment fund investing or entity that is commonly established from budgetary surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, governmental transfer payments, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from resource exports. The definition of sovereign wealth fund excludes, among other things, foreign currency reserves held by monetary authorities for the traditional balance of payments or monetary policy purposes, states owned enterprises (SOEs) in the traditional sense, government-employed pension funds (funded by employee/employer contributions), or assets managed for the benefit of individuals. » ²³
Truman (2007d, 2008a)	« Les fonds souverains sont un terme descriptif appliqué aux bassins d'actifs détenus et contrôlés par le gouvernement pour réaliser une variété d'objectifs économiques et financiers. Ils incluent parfois les actifs nationaux. »
Truman (2008b)	« La définition la plus large d'un fonds souverain est une collection d'actifs financiers appartenant ou contrôlée par le gouvernement. Les définitions les plus étroites peuvent exclure les corporations gouvernementales financières ou non financières, les actifs purement domestiques, les réserves de devises étrangères, les actifs détenus ou contrôlés par des sous-unités gouvernementales, de certains ou des tous les fonds de pensions gouvernementales. J'utilise « <i>fonds souverains</i> » comme un terme descriptif pour une piscine d'actifs gouvernementaux ou contrôlés par le gouvernement qui comprennent quelques actifs internationaux. J'inclus l'ensemble des fonds de pension publics, ainsi que les fonds non-pension dans la mesure où ils gèrent des actifs négociables. Les objectifs de base des deux types de fonds sont pratiquement les mêmes. »
Le département du trésor des États-Unis	« Véhicule d'investissement du gouvernement qui est financé par les avoirs de devise, mais géré et contrôlé séparément des réserves officielles de change des autorités monétaires. » ²⁴
Alzeman et Click (2009)	« Les fonds souverains sont des fonds d'épargne contrôlée par les gouvernements souverains qui détiennent et gèrent des actifs étrangers. »
Kotter et Lei (2011)	« Des véhicules d'investissements appartenant au gouvernement avec une exposition significative à un risque plus élevé des actifs étrangers, un horizon d'investissement à long terme et l'absence du passif. » (Ils excluent les fonds de pension de la catégorie des FS)
Agardi et Alcouffe (2008)	« Un fonds souverain ou fonds d'État est un fonds de placement financier (action, obligations, etc.). Ces fonds sont détenus et contrôlés par des gouvernements et abondent par des ressources en devises. »
Gomes (2008)	« Essentiellement, les fonds souverains sont de gros bassins de capitaux appartenant à des États souverains »
OCDE (2007)	« Les véhicules d'investissement appartenant à l'État qui sont financés par des actifs en devises » ²⁵
McKinsey Global Institute (2007)	« Les fonds souverains sont généralement financés par les réserves de la banque centrale du pays et ont pour objectif de maximiser les rendements financiers dans certaines limites de risque. » ²⁶

²³ Source : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

²⁴ Source : FMI (2008).

²⁵ Source : FMI (2008).

²⁶ Source : FMI (2008).

Tableau 1.1 : Définitions des fonds souverains (suite)

Auteurs	Définitions
Morgan Stanley (2007)	« Un SWF doit avoir cinq ingrédients : souverain ; exposition élevée aux devises étrangères ; pas de passif explicite ; tolérance à haut risque ; et l'horizon de placement à long terme. » ²⁷
Greene et Yeager (2008)	« Un fonds appartenant ou influencé par l'État qui obtient son financement des réserves en devises étrangères ou des recettes d'exportation des produits de base, bien que dans certains cas, les excédents budgétaires et les excédents de pensions aient aussi été transférés aux fonds souverains. »
Sun, Li, Wang et Clark (2014)	« Des fonds appartenant aux gouvernements sont utilisés comme outils d'investissement du gouvernement, afin d'atteindre une série d'objectifs économiques et politiques. »
Meggison, You et Han (2013)	« Un fonds souverain est un (1) un fonds d'investissement plutôt qu'une société d'exploitation ; (2) Entièrement détenu par un gouvernement souverain, mais organisé séparément de la banque centrale ou du ministère des Finances pour le protéger d'une influence politique excessive ; (3) qui fait des investissements internationaux et nationaux dans une variété d'actifs risqués ; (4) Son objectif c'est de chercher des rendements sur investissements ; (5) Un fonds d'épargne plutôt qu'un fonds de pension. Ce qui signifie que le fonds n'est pas financé par les cotisations des retraités et n'a pas un flux de passif engagé envers les particuliers. »
Kimmit (2008)	« Les fonds souverains sont de vastes réserves de capitaux contrôlés par un gouvernement et investis dans des marchés privés à l'étranger. »
Jobez, Knill et Mauck (2013)	« Les fonds souverains sont des fonds détenus ou contrôlés par des États souverains dans le but de réinvestir des avoirs souverains sur les marchés nationaux et étrangers. »
IWG (2008)	« SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports. »
Alhashel (2015)	« Les fonds souverains sont des véhicules d'investissement appartenant à l'État qui investit globalement dans divers types d'actifs allant des actifs financiers à des actifs réels à des actifs alternatifs. Ces véhicules d'investissement sont habituellement financés par les recettes d'exportation des produits de base ou le transfert d'actifs directement à partir des réserves officielles de change. »

²⁷ Source: FMI (2008).

Tableau 1.2 : Liste des fonds souverains

Nom du FS	Pays	Région	Continent	Création	Actifs (en milliards US)	Origine	Indice Treiman	Index LM
Texas Permanent School Fund (TPSF)	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1854	37,7	Pétrole & autres		9
Permanent University Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1876	17,3	Pétrole gaz		
Utah School & Institutional Trust Funds Office	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1896	2	Royalties (terres minérales)		
SAMA Foreign Holdings	Arabie saoudite	Moyen-Orient	Asie	1952	576,3	Pétrole		4
Kuwait Investment Authority (KIA)	Koweït	Moyen-Orient	Asie	1953	592	Pétrole	73	6
Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	Asie de l'Est	Australasie	1956	0,6	Phosphates	35	1
New Mexico State Investment Office Trust	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1958	20,2	Pétrole & gaz	79	9
Temasek Holdings Private Limited	Singapour	Asie de l'Est	Asie	1974	180	Non-matière première	76	10
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1974	7,3	Minéraux	89	9
Alberta Heritage Fund	Canada	Amérique du Nord	Amérique	1976	13,4	Pétrole	86	9
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	1976	792	Pétrole	58	6
Alaska Permanent Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1976	54,8	Pétrole	91	10
State General Reserve Fund	Oman	Moyen-Orient	Asie	1980	34	Pétrole & gaz	27	4
GIC	Singapour	Asie de l'Est	Asie	1981	350	Non-matière première	66	6
Brunei Investment Agency (BIA)	Brunei	Asie de l'Est	Asie	1983	40	Pétrole	21	1
International Petroleum Investment Company	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	1984	57,86	Pétrole	46	9
Alabama Trust Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1985	2,5	Pétrole & gaz	67	9
Louisiana Education Quality Trust Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	1986	1,3	Pétrole & gaz		
Government Pension Fund of Norway (GPFNG)	Norvège	Europe de l'Ouest	Europe	1990	870,81	Pétrole	98	10
Hong Kong Monetary Authority Exchange Fund	Chine	Asie de l'Est	Asie	1993	456,6	Non-matière première	70	8
Kazakhstan National	Malaisie	Asie de l'Est	Asie	1993	34,9	Non-matière première	59	9
Pula Fund	Botswana	Afrique australe	Afrique	1994	5,7	Diamants & minéraux	56	6
SAFE Investment Company Limited	Chine	Asie de l'Est	Asie	1997	474	Non-matière première		4
Gabon Sovereign Wealth Fund	Gabon	Afrique de l'Ouest	Afrique	1998	0,4	Pétrole		
FEEM - Macroeconomic Stabilization Fund	Vénézuéla	Amérique du Sud	Amérique	1998	0,8	Pétrole	27	1

Tableau 1.2 : Liste des fonds souverains (suite)

Nom du FS	Pays	Région	Continent	Création	Actifs (en milliards US)	Origine	Indice Truman	Indice LML
State Oil Fund	Azerbaïdjan	Moyen-Orient	Asie	1999	35,1	Pétrole	88	10
Peru Fiscal Stabilization Fund	Pérou	Amérique du Sud	Amérique	1999	7,9	Non-matière première		
Revenue Regulation Fund	Algérie	Moyen-Orient	Afrique	2000	27,2	Pétrole & gaz	29	1
National Social Security Fund	Chine	Asie de l'Est	Asie	2000	295	Non-matière première	70	5
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	Asie centrale	Asie	2000	64,7	Pétrole, gaz & métaux	71	2
Oil Income Stabilization Fund	Mexique	Amérique du Sud	Amérique	2000	6	Pétrole	44	4
Heritage and Stabilization Fund	Trinitid & Tobago	Amérique du Sud	Amérique	2000	5,5	Pétrole	83	8
Ireland Strategic Investment Fund	Irlande	Western Europe	Europe	2001	8,5	Non-matière première		10
Fund for Future Generations	Guinée équatoriale	Asie de l'Est	Asie	2002	0,08	Pétrole	2	
Mubadala Development Company	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	2002	125	Pétrole	65	10
New Zealand Superannuation Fund	Nouvelle-Zélande	Océan Pacifique	Australasie	2003	21,5	Non-matière première	94	10
Palestine Investment Fund	Palestine	Moyen-Orient	Asie	2003	0,8	Non-matière première		
Development Fund for Iraq	Irak	Moyen-Orient	Asie	2003	0,9	Pétrole		
Korea Investment Corporation (KIC)	Corée du Sud	Asie de l'Est	Asie	2005	108	Non-matière première	59	9
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Moyen-Orient	Asie	2005	335	Pétrole	17	5
Timor-Leste Petroleum Fund	Timor oriental	Asie de l'Est	Asie	2005	16,6	Pétrole & gaz	85	8
RAK Investment Authority	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	2005	1,2	Pétrole		3
Australian Government Future Fund	Australie	Océan Pacifique	Australie	2006	91,1	Non-matière première	89	10
Muntalakat Holding Company	Bahrein	Moyen-Orient	Asie	2006	10,6	Non-matière première	39	10
Pension Reserve Fund	Chili	Amérique du Sud	Amérique	2006	9,4	Cuivre	85	10
Government Investment Unit	Indonésie	Asie de l'Est	Asie	2006	0,34	Non-matière première		
Libyan Investment Authority	Libye	Moyen-Orient	Afrique	2006	66	Pétrole	6	1
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauritanie	Moyen-Orient	Afrique	2006	0,3	Pétrole & gaz		1
Oman Investment Fund	Oman	Moyen-Orient	Asie	2006	5,7	Pétrole		4
Investment Corporation of Dubai	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	2006	200,5	Pétrole	21	5

Tableau 1.2 : Liste des fonds souverains (suite)

Nom du FS	Pays	Région	Continent	Création	Actifs (en milliards US)	Origine	Indice Truman	Index LM
State Capital Investment Corporation	Vietnam	Asie de l'Est	Asie	2006	0,5	Non-matière première	38	4
Social and Economic Stabilization Fund	Chili	Amérique du Sud	Amérique	2007	14,7	Cuivre	91	10
China-Africa Development fund	Chine	Asie de l'Est	Asie	2007	5	Non-matière première		5
China Investment Corporation (CIC)	Chine	Asie de l'Est	Asie	2007	813,8	Non-matière première	64	8
Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	2007	110	Pétrole	58	
Emirates Investment Authority	ÉAU	Moyen-Orient	Asie	2007	34	Pétrole		3
Sovereign Fund of Brazil	Brsil	Amérique du Sud	Amérique	2008	0,5	Non-matière première	30	9
Strategic Investment Fund	France	Europe de l'Ouest	Europe	2008	25,5	Non-matière première		9
Reserve Fund	Russie	Eurasie	Eurasie	2008	38,2	Pétrole		53
Public Investment Fund	Arabie saoudite	Moyen-Orient	Asie	2008	160	Pétrole		4
National Wealth Fund	Russie	Europe et Asie	Eurasie	2008	72,2	Pétrole	53	5
Samruk-Kazyna JSC	Kazakhstan	Asie centrale	Asie	2008	60,9	Non-matière première		10
Turkmenistan Stabilization Fund	Turkmenistan	Asie centrale	Asie	2008		Pétrole & gaz		
Petroleum Funds	Chine	Afrique de l'Ouest	Afrique	2011	0,45	Pétrole	47	
National Development Fund of Iran	Iran	Moyen-Orient	Asie	2011	62	Pétrole & gaz	41	5
Italian Strategic Fund	Italie	Europe de l'Ouest	Europe	2011	60,92	Non-matière première		
Fiscal Stability Fund	Mongolie	Asie de l'Est	Asie	2011	0,3	Minerais		
Nigerian Sovereign Investment Authority	Nigeria	Afrique équatoriale	Afrique	2011	1,4	Pétrole	18	9
Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	Papouasie-Nouvelle-Guinée	Asie de l'Est	Asie	2011		Gaz	2	
Russian Direct Investment Fund (RDIF)	Russie	Eurasie	Eurasie	2011	13	Non-matière première	53	
North Dakota Legacy Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	2011	3,2	Pétrole & gaz		
The Fundo Soberano de Angola (FSDEA)	Angola	Afrique australe	Afrique	2012	4,6	Pétrole		8
Western Australian Future Fund	Australie	Océan Pacifique	Australie	2012	0,3	Minéraux		
National Investment Corporation	Kazakhstan	Asie centrale	Asie	2012	2	Pétrole		

Tableau 1.2 : Liste des fonds souverains (suite)

Nom du FS	Pays	Région	Continent	Création	Actifs (en milliards US)	Origine	Indice Truman	Index LM ₁
Fondo de Ahorro de Panamá (FAF)	Panama	Amérique du Sud	Amérique	2012	1,2	Non-matière première		10
Oil Development Reserve- Falkland Islands	Royaume-Uni	Europe de l'Ouest	Europe	2012	13,1	Pétrole		
Bayelsa Development and Investment Corporation	Nigeria	Afrique de l'Ouest	Afrique	2012	1,5	Non-matière première		
FINPRO	Bolivie	Amérique du Sud	Amérique	2012	1,2	Non-matière première		
Fonsis	Sénégal	Afrique de l'Ouest	Afrique	2012	1	Non-matière première		
West Virginia Future Fund	États-Unis	Amérique du Nord	Amérique	2014		Pétrole & gaz		
Fondo Mexicano del Petróleo	Mexique	Amérique du Sud	Amérique	2014		Pétrole & gaz		
Turkey Asset Management Company	Turquie	Europe de l'Ouest	Europe	2016		Non-matière première		
Mauritius Sovereign Wealth Fund	Ile Maurice	Afrique australe	Afrique	En discussion	3			
Total des fonds associés au pétrole et au gaz					4,231			
Total autres sources					3,178			
Total					7,409			

Source : SWFINstitute (2017)

LM_Index: Linaburg-Maduell Transparency Index

ÉAU : Émirats arabes unis

GIC : Government of Singapore Investment Corporation

Tableau 1.3 : Sommaire de la recherche du terme *sovereign wealth fund* dans la base Factiva entre l'année 2000 et 2014
 (La recherche est faite sur la base de toutes les sources, tous les auteurs, tous les sujets, toutes les régions et dans les deux langues française et anglaise)

Année	Nombre des documents
2000	2
2002	1
2004	1
2005	1
2006	4
2007	2475
2008	9871
2009	9714
2010	11829
2011	13739
2012	13134
2013	11188
2014	11920

Tableau 1.4 : Citations des politiciens au sujet des fonds souverains

Auteurs	Titre	Citations	Références
Laurence Summers (2007)	Président du conseil économique national des États-Unis entre 2009-2010	"The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They may want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence."	https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dec-11dc-8ffa-0000779fd2ac
Nicholas Sarkozy (2008)	Président de la France	"I will not be the French president who wakes up in six months' time to see that French industrial groups have passed into other hands," he said in a speech to business leaders near Amnezy, eastern France.	https://www.ft.com/content/e1f97c38-a10d-11dd-82fd-000077b07658
Nicholas Sarkozy (2008)	Président de la France	"There is no question of France remaining unable to react in the face of a rise in the power of extremely aggressive sovereign funds which only follow economic logic."	http://uk.reuters.com/article/funds-sarkozy-idUKNOA93430220080109
Nicholas Sarkozy (2008)	Président de la France	"France must protect its companies and give them the means to develop and defend themselves. I want the CDC to be the instrument of this policy of defending and promoting the essential economic interests of the nation."	http://uk.reuters.com/article/funds-sarkozy-idUKNOA93430220080109
Nicholas Sarkozy (2008)	Président de la France	"Sovereign funds are welcome in France. They are already present ... but have to be transparent."	http://uk.reuters.com/article/funds-sarkozy-idUKNOA93430220080109
Barney Frank (2008)	Membre du Congrès et représentant des États-Unis	"We need the money." "The infusion of money is helpful. . . . We'd be worse off without it."	https://www.wsj.com/articles/SB120044526135892909
Barack Obama (2008)	Président des États-Unis	"I am concerned if these ... sovereign wealth funds are motivated by more than just market considerations, and that's obviously a possibility..."	http://www.reuters.com/article/us-usa-sovereignwealth-obama-idUSN0742347120080208

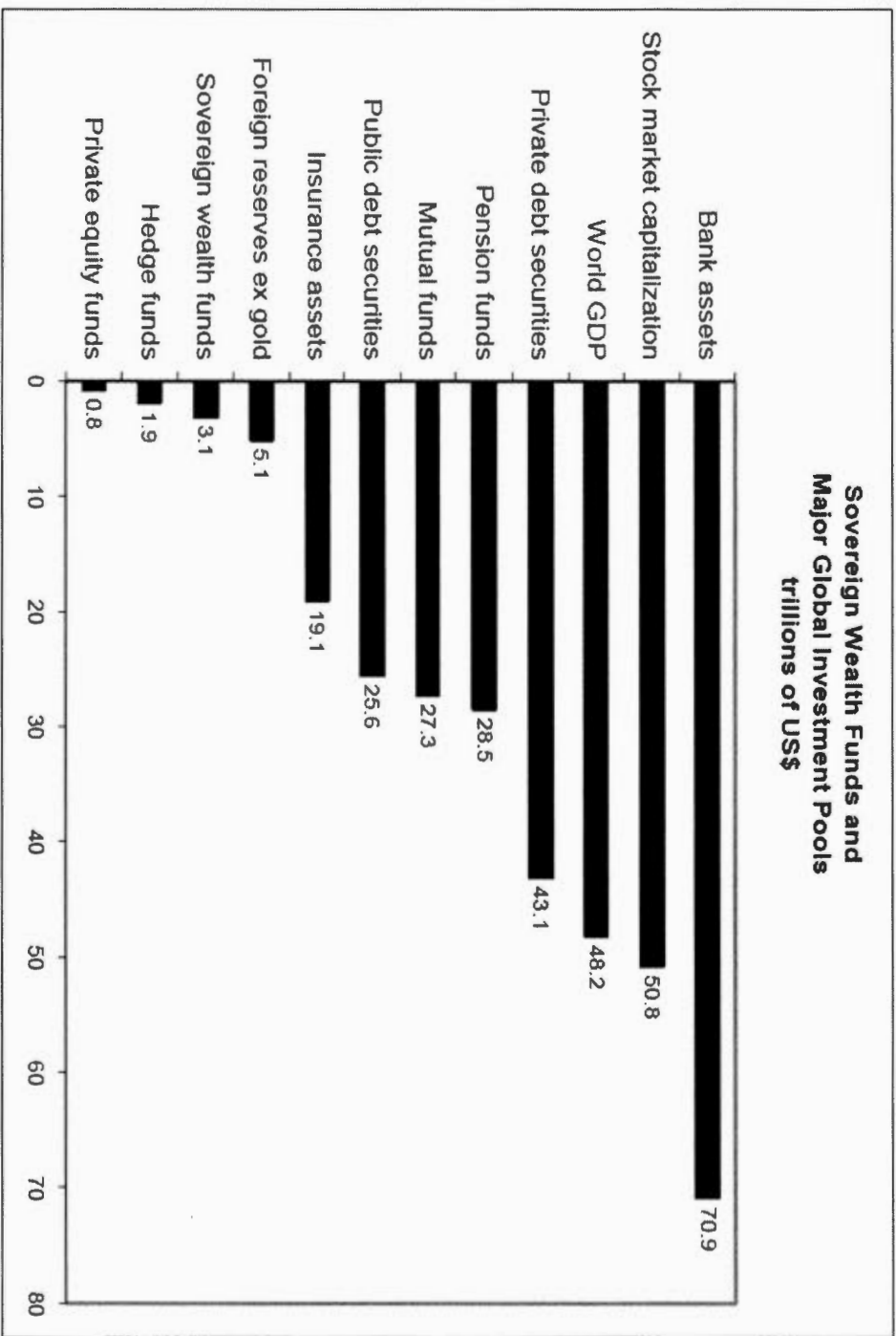


Figure 1.1 : Les fonds souverains vis-à-vis les autres véhicules d'investissements

Source : Aizenman et Glick (2009)

History of crude oil prices

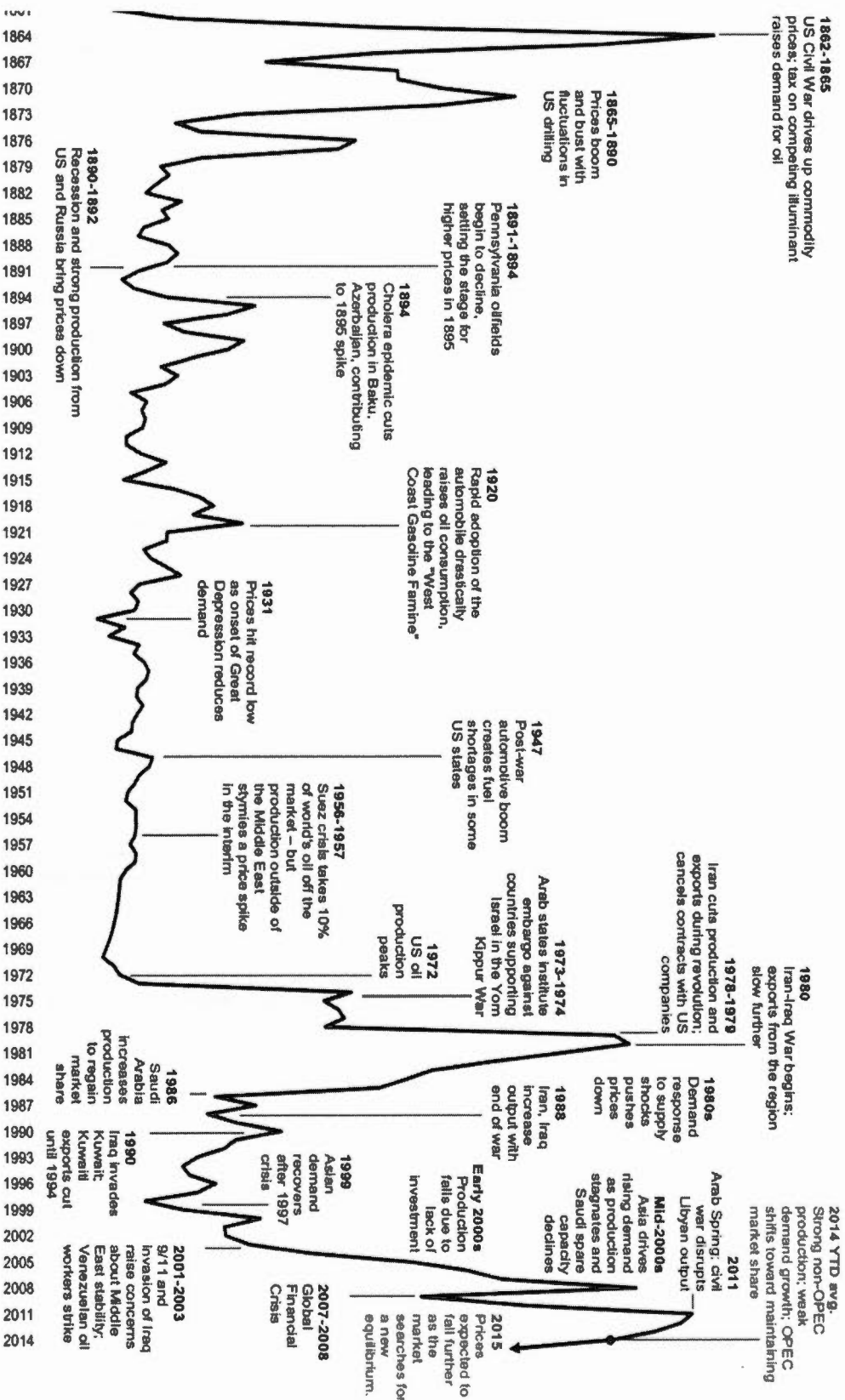


Figure 1.2 : Historique des prix de pétrole

Source : Business Insider (2014)

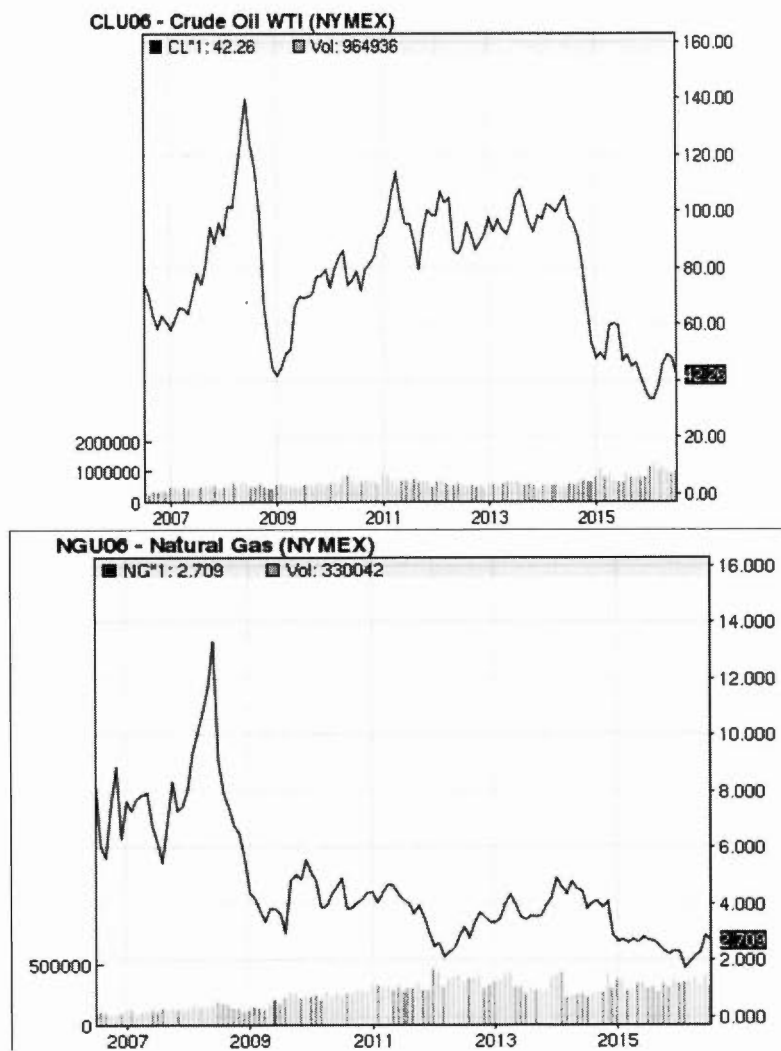


Figure 1.3 : Historique des prix de pétrole (suite)

Source : Nasdaq

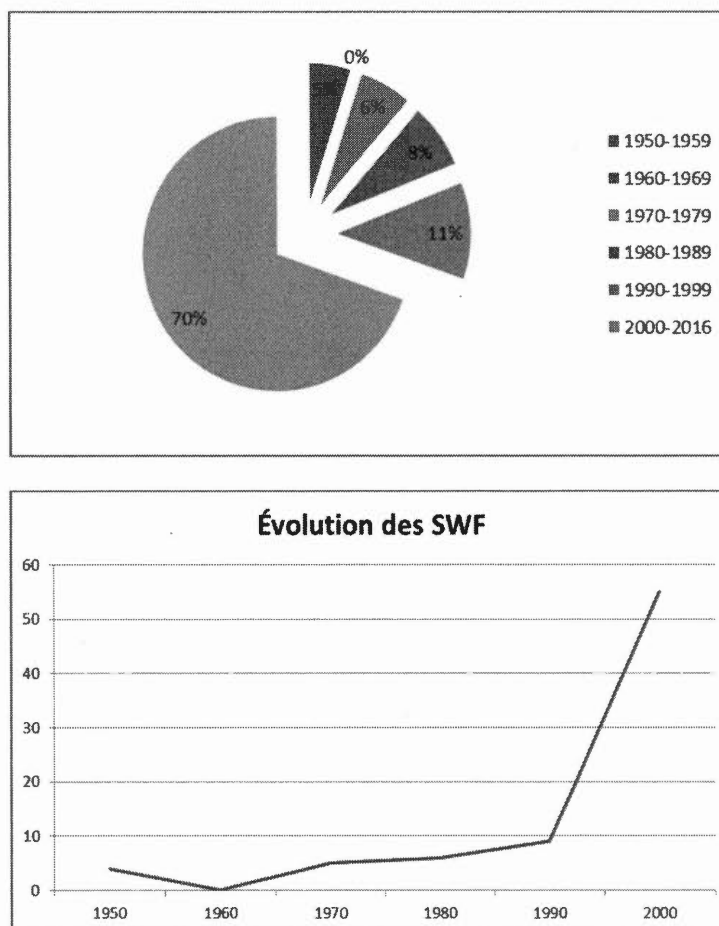


Figure 1.4 : Évolution des fonds souverains (en nombre)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

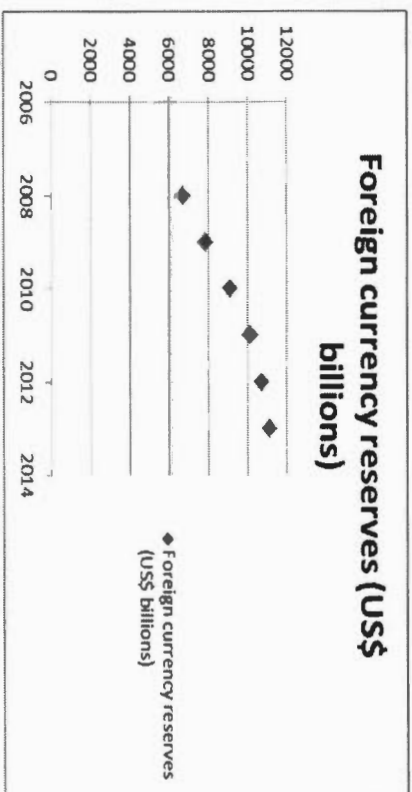


Figure 1.5 : Évolution de la réserve des devises étrangères (en milliers de milliards US \$)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données publiées par IMD World Competitiveness Center

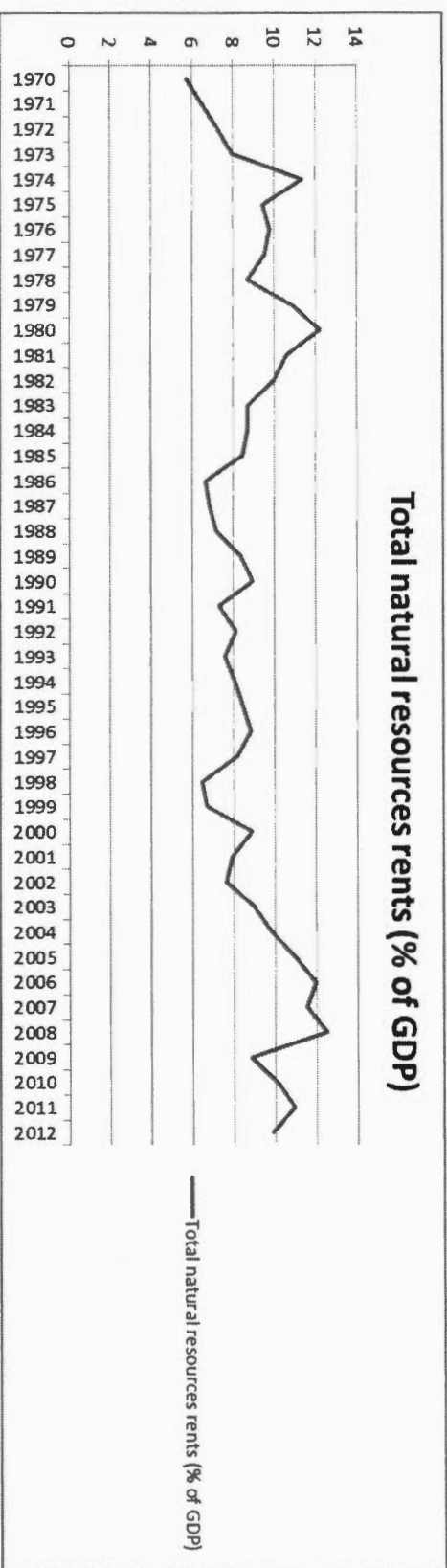


Figure 1.6 : Évolution du total des bénéfices tirés des ressources naturelles (% du PIB)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données publiées par World Bank



Figure 1.7 : Réserve des devises étrangères par pays (milliards de milliards US\$)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données publiées par *IMD World Competitiveness Center*

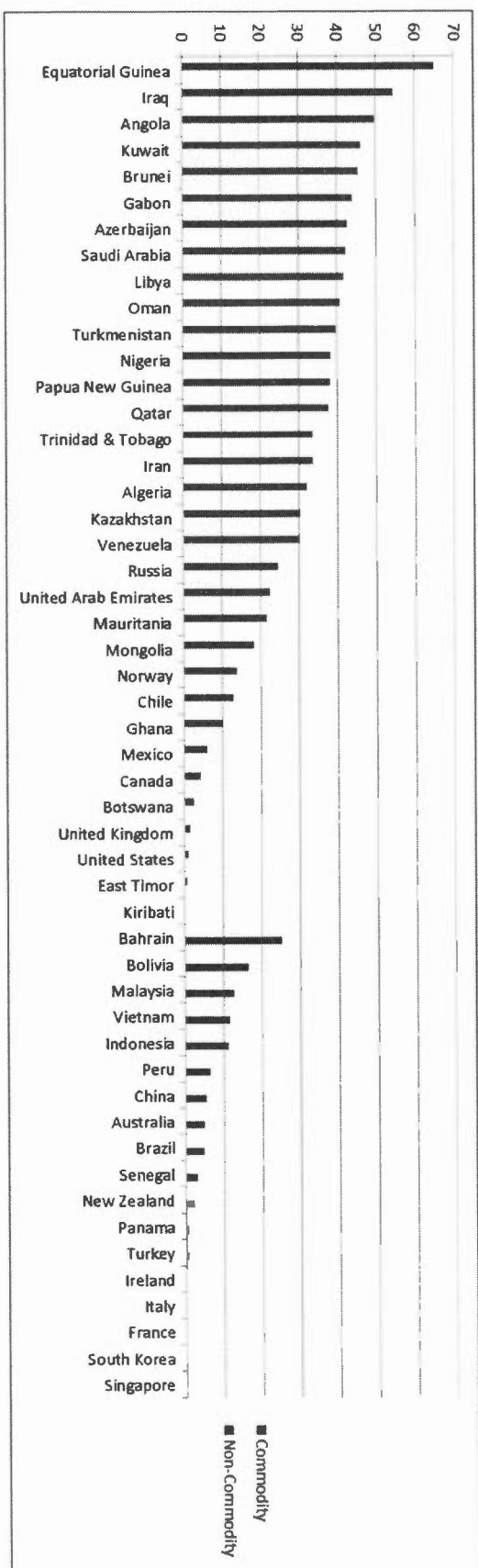


Figure 1.8 : Total des bénéfices tirés des ressources naturelles (% du PIB)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données publiées par *World Bank*

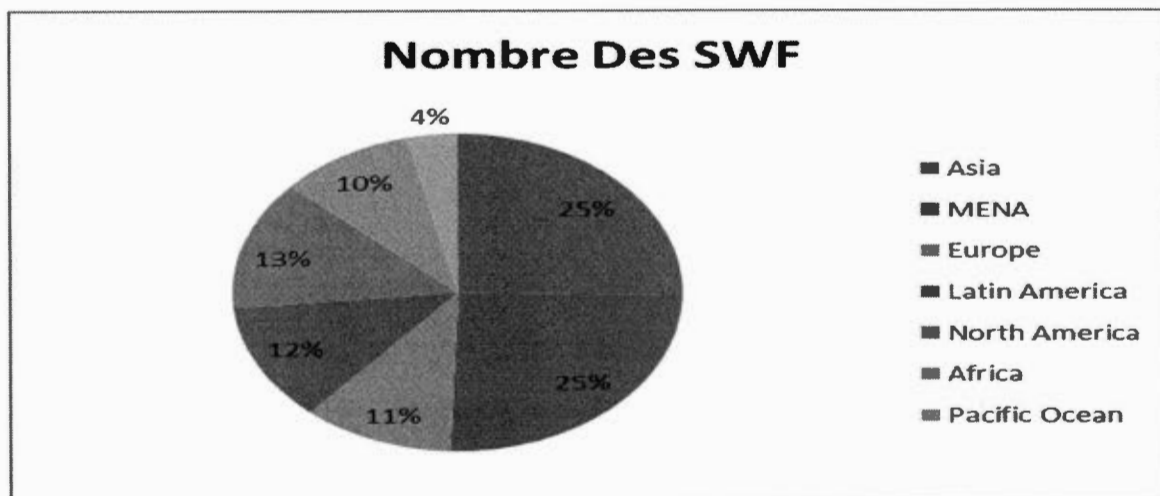


Figure 1.9 : Répartition géographique des fonds souverains (en nombre de fonds souverains)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

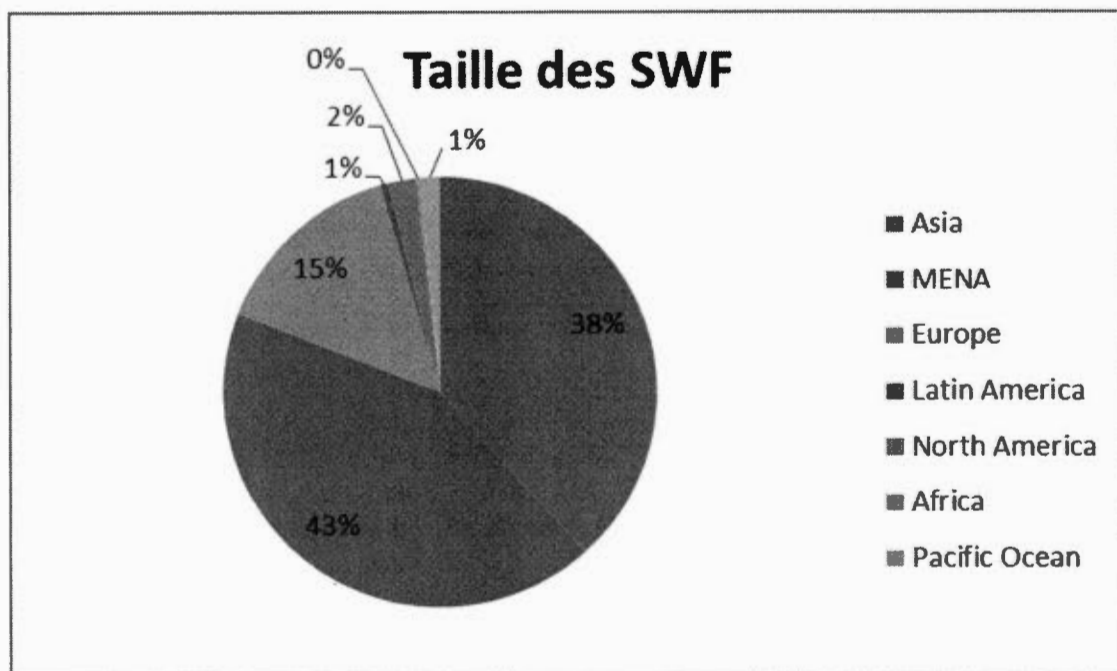


Figure 1.10 : Répartition géographique des fonds souverains (en % du total des actifs gérés)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

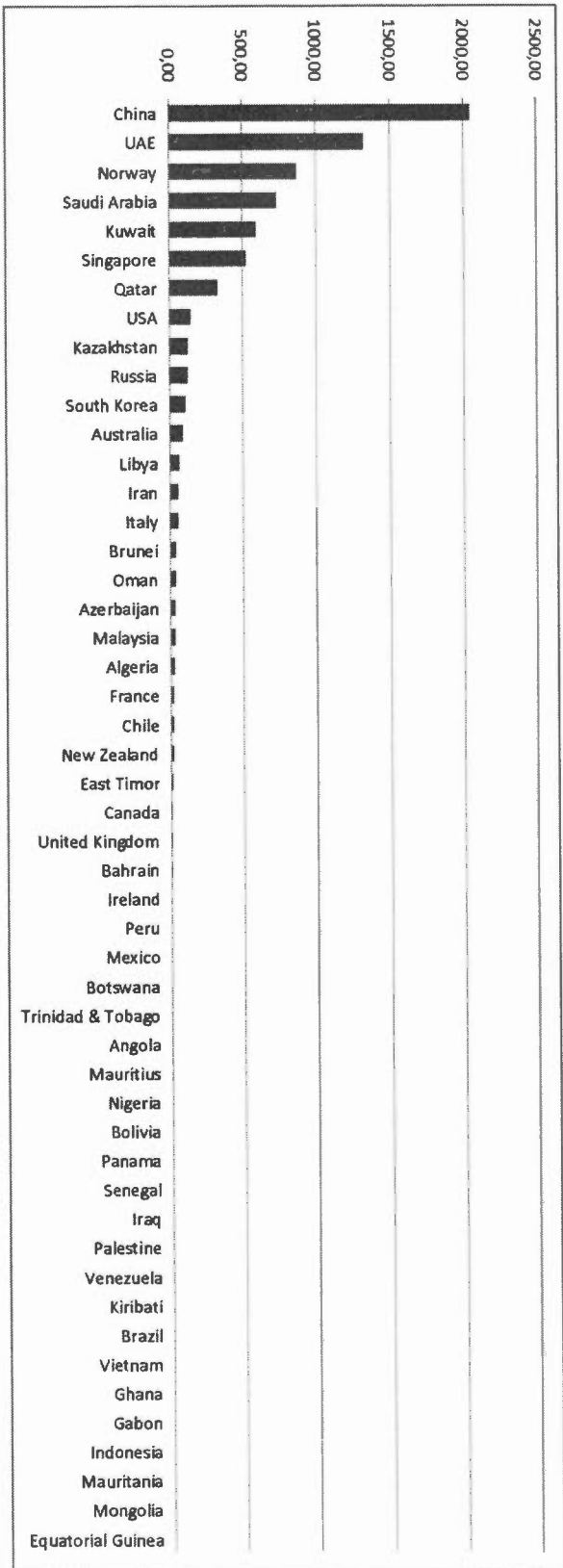


Figure 1.11 : Taille des fonds souverains par pays

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

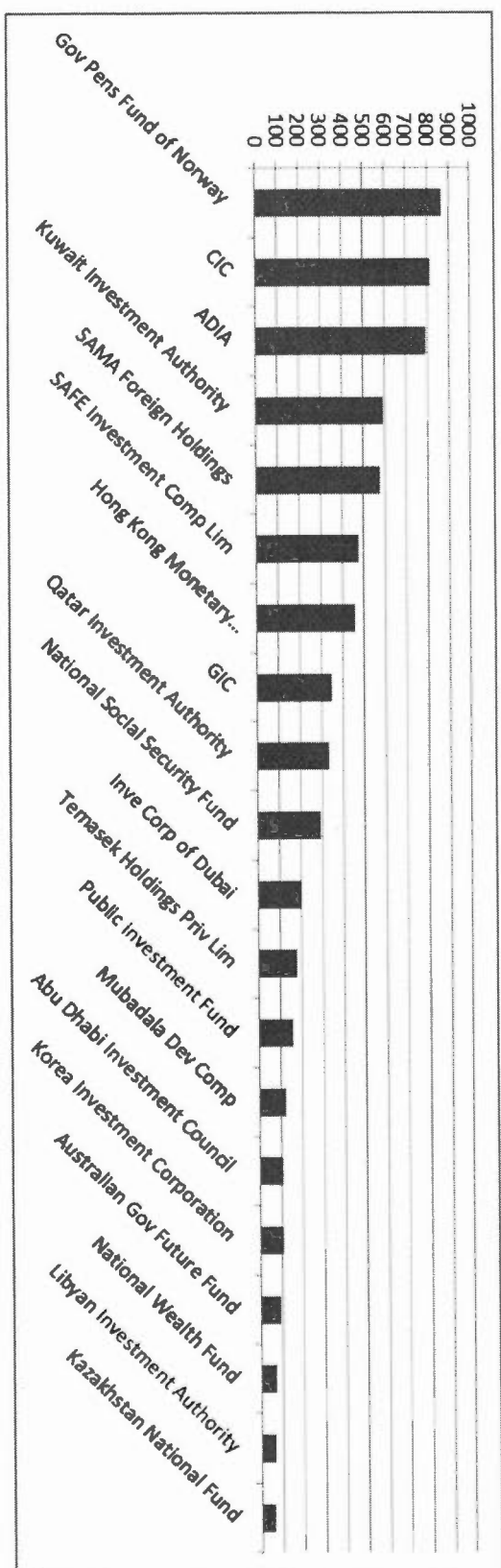


Figure 1.12 : Les 20 plus grands fonds souverains

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

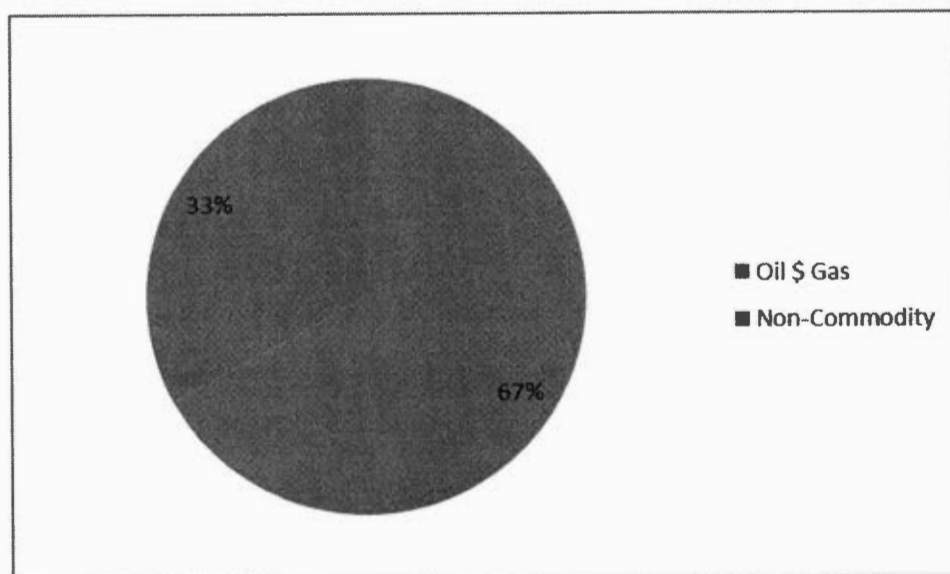


Figure 1.13 : Répartition des fonds souverains par sources de financement

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (Mars 2017)

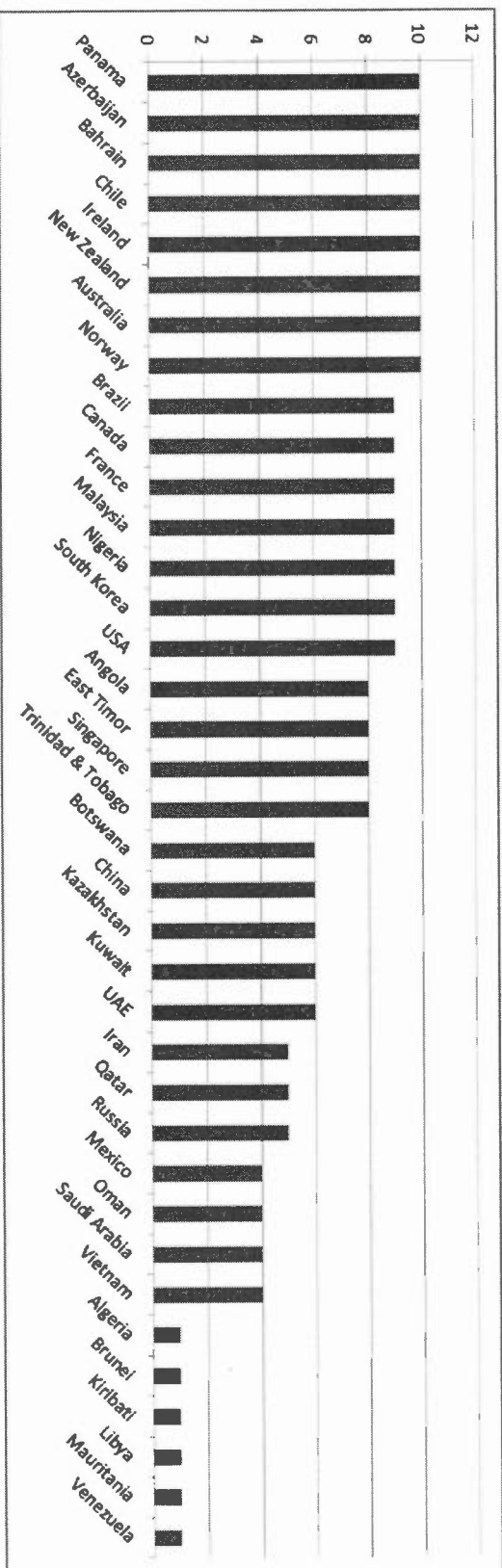


Figure 1.14 : Transparence des fonds souverains par pays

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (mars 2017)

N.B : Nous avons calculé la moyenne de l'indice de Trunman des fonds souverains par pays

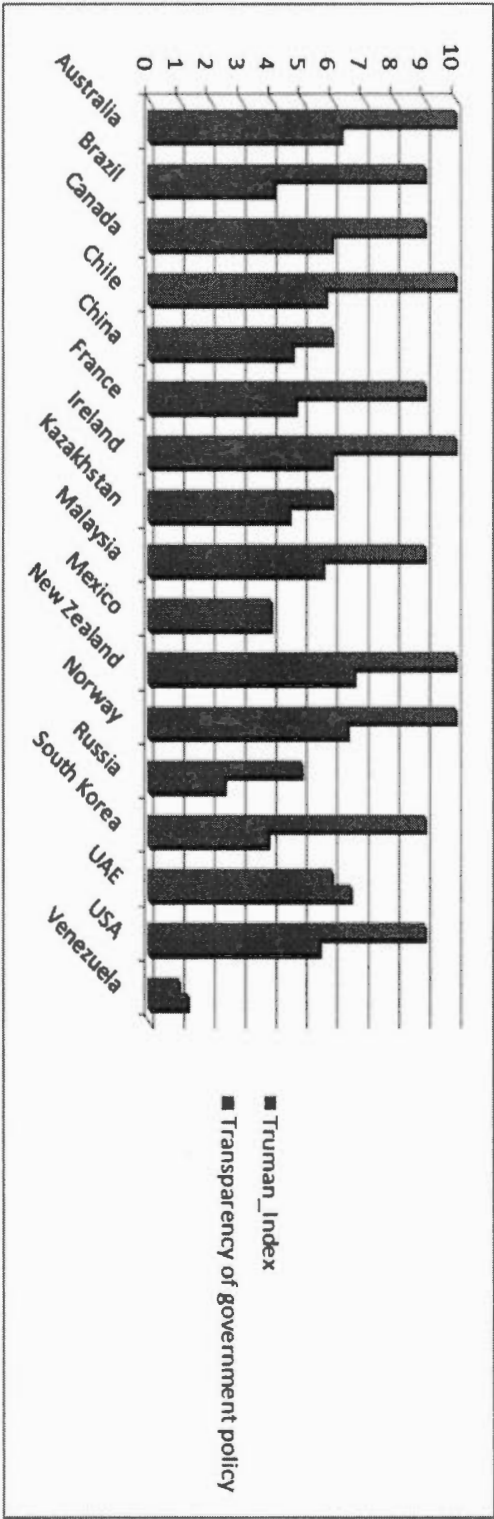


Figure 1.15 : 'Transparence des fonds souverains versus transparence de la politique gouvernementale par pays

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI (mars 2017) et la base d'*IMD World Competitiveness Center* pour les données de la transparence de la politique gouvernementale

N.B : Nous avons calculé la moyenne de l'indice de Truman des fonds souverains par pays et la moyenne des indices de transparence de la politique gouvernementale par pays durant les années

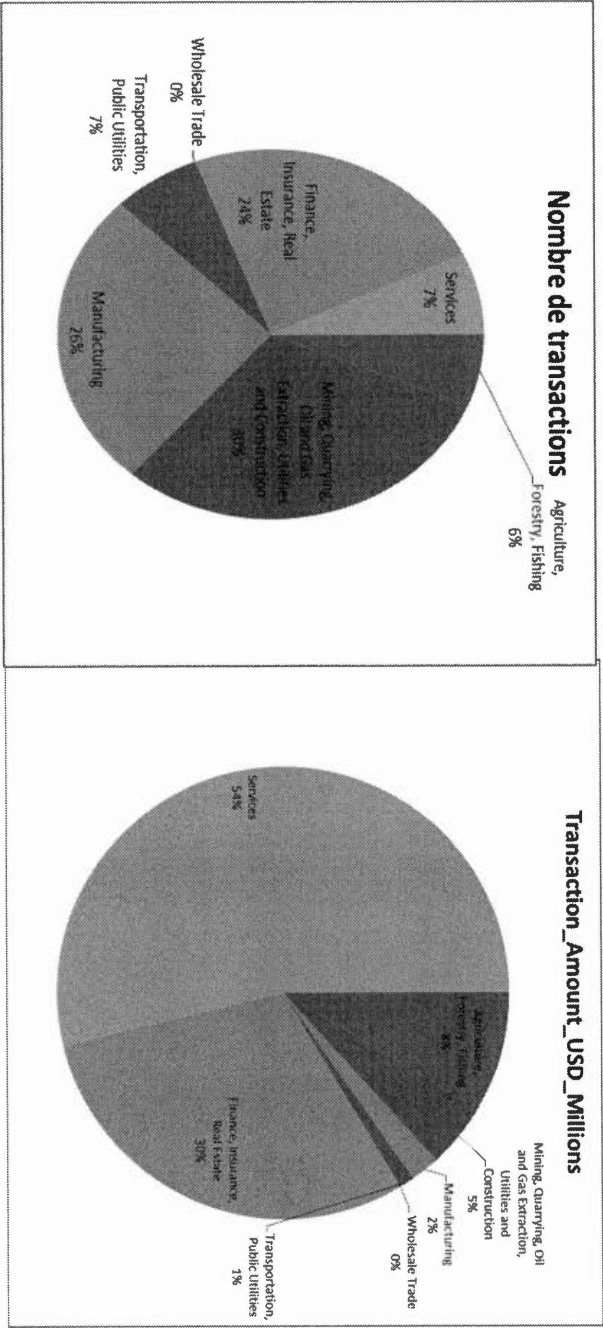


Figure 1.16 : Investissements des fonds souverains par industrie (en nombre de transactions et en taille de transactions)

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI

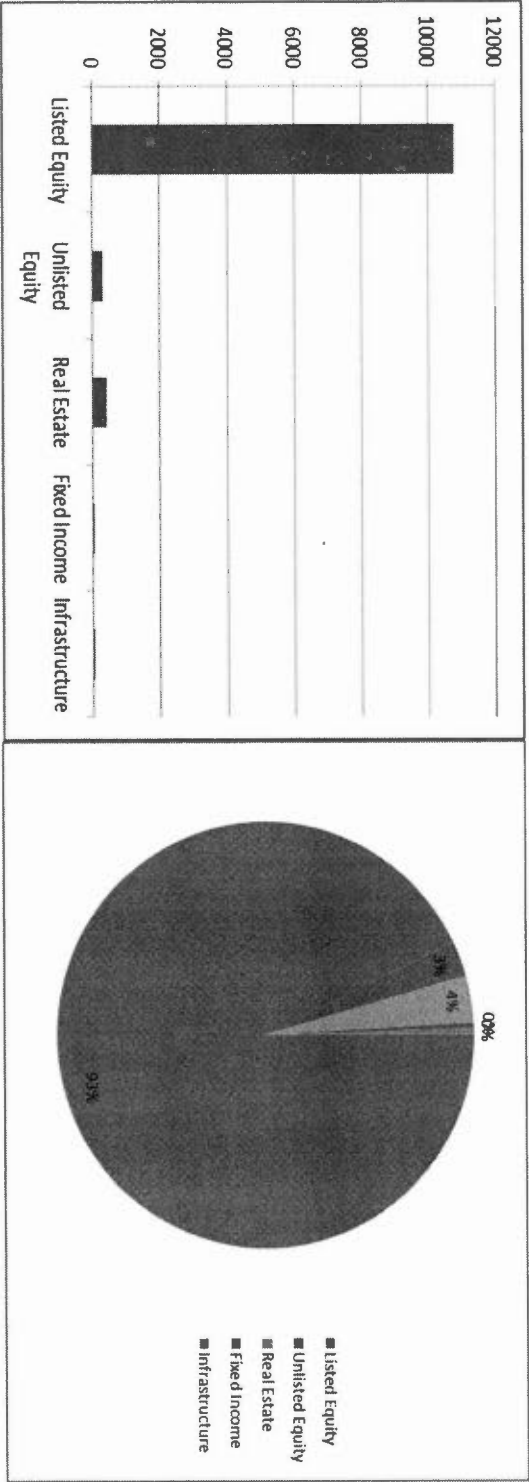


Figure 1.17 : Types d'investissement des fonds souverains

Source : calculs de l'auteur sur la base des données de SWFI

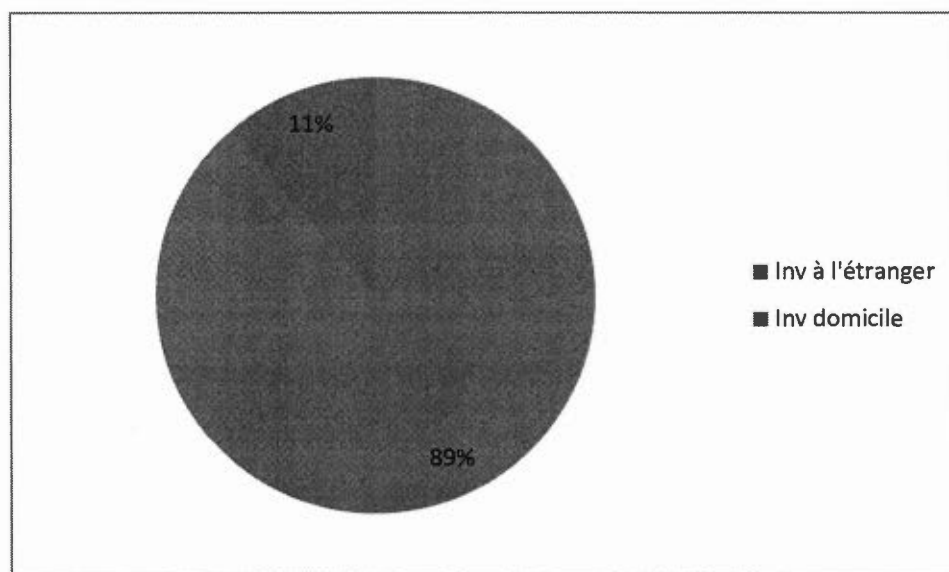


Figure 1.18 : Répartition des investissements des fonds souverains: investissements étrangers versus investissements locaux

Source : calculs de l'auteur sur la base des données

CHAPITRE II

LES FONDS SOUVERAINS : REVUE DE LITTÉRATURE

De nombreux articles, généralement non académiques, ont été publiés pour examiner la montée d'intérêt des fonds souverains, leur impact sur les marchés financiers, leurs déterminants de choix d'investissements, leurs avantages, les risques qu'ils suscitent, etc. Pourtant, les fonds souverains sont toujours mal compris par les décideurs politiques et les universitaires (Balding, 2009). Cette partie a pour objet de passer en revue la recherche, notamment académique, au sujet des questions et des enjeux relatifs aux fonds souverains. Spécifiquement, nous essayons d'apporter une meilleure compréhension des conséquences et des déterminants de leurs investissements. De plus, nous avançons des conclusions tirées de cette revue avec des suggestions d'avenues de recherche.

2.1 La montée d'intérêt pour les fonds souverains: comment et pourquoi?

Les fonds souverains sont loin d'être un phénomène nouveau ou passager²⁸. Pourtant, ils n'ont attiré l'attention que récemment. En effet, durant les dernières années, ce phénomène a attiré l'intérêt public et a suscité des débats intenses. Selon les statistiques de Factiva, le nombre de références au sujet des fonds souverains est passé de 4 articles en 2006 à 2475 en 2007 et à 9871 en 2008, et n'a cessé d'augmenter durant les dernières années (voir tableau 1.3). Cet engouement d'intérêt s'explique principalement par :

(1) leur croissance rapide (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015b ; Kotter et al, 2011 ; Agardi et Alcouffe, 2008 ; Balin, 2009 ; Rozanov, 2005). Assurément, la dernière décennie a été marquée par une croissance impressionnante des fonds souverains tant du point de vue de la taille de leurs actifs sous gestion que du nombre de nouveaux fonds établis dans le monde. Selon le *Sovereign Wealth Fund Institute*, la taille des fonds souverains est passée d'environ

²⁸Truman (2007d) annonce que « SWFs and similar governmental activities are here to stay ».

500 milliards de dollars en 1995 à plus que 7,4 mille milliards de dollars en 2017²⁹. En termes de nombre, plus de la moitié de tous les fonds souverains existants ont été établis entre 2000 et 2013 (voir figure I. 3)³⁰. Aujourd'hui, il y a environ 82 fonds souverains avec d'autres qui sont en cours de discussion (*Sovereign Wealth Fund Ranking*, 2017). La principale raison de cette croissance rapide est l'augmentation des recettes pétrolières et l'accumulation de réserves en devises étrangères.

(2) la montée de leur rôle dans les marchés financiers internationaux (De Meester, 2008), notamment durant et après la crise financière des *subprimes*. En fait, les fonds souverains ont d'abord fait leur entrée dans le discours public au début de 2007. Ceci, notamment, quand la *China Investment Corporation* a acheté une participation de 3 milliards de dollars sans droit de vote dans le groupe Blackstone immédiatement avant son introduction en bourse. Cette présence s'est amplifiée durant la crise financière de 2008 quand les fonds souverains, principalement ceux qui sont originaires des pays du Golfe, ont injecté plus de 90 milliards de dollars pour sauver plusieurs institutions occidentales et américaines de la faillite. Selon Fernandes (2011), les fonds souverains détiennent des actions dans presque une entreprise sur cinq dans le monde entier. Le fonds de la Norvège, par exemple, détient à lui seul 2 % de toutes les actions européennes (Duperron, 2016).

(3) La nature gouvernementale des fonds souverains. En fait, après la tendance de privatisation durant les années 1990 et 2000, les activités des fonds souverains signalent un retour significatif de l'État dans l'économie et dans la gestion des actifs internationaux. Leur attachement étatique suscite les craintes des pays d'accueil vis-à-vis les objectifs politiques et stratégiques de leurs activités. Citons l'exemple de l'entente confidentielle entre la Chine et le Costa Rica. Selon cette entente, le Costa Rica s'engage à rompre ses relations politiques avec Taiwan. En contrepartie, la Chine s'engage à offrir au Costa Rica de l'aide financière, une possibilité d'accord de libre-échange et un soutien pour qu'il obtienne un siège de membre non permanent au Conseil de sécurité de l'ONU. Les actions financières de la Chine ont été faites à travers son fonds souverain *SAFE Investment Company Limited*.

²⁹ Jen et Andreopoulos (2008) estiment que les fonds souverains pourraient atteindre 9,7 billions de dollars en 2015 et dépasseraient le total des réserves officielles mondiales en 2014.

³⁰ Depuis 2005, 32 fonds souverains ont été établis (*SWFI*, 2017).

(4) Le changement d'orientation des transferts de capitaux. En effet, le vecteur de transmission des capitaux n'est plus du Nord vers le Sud, mais du Sud vers le Nord. Cela modifie, en partie, les rapports de force et révèle des faiblesses des pays développés (Truman, 2008a),

(5) L'opacité de la majorité des fonds souverains (Fotack, Bortolotti et Megginson, 2008 ; Truman, 2007d ; Truman, 2008a, b ; Chhaochharia et Laeven, 2010 ; Kambayashi, 2007).

(6) La coupure avec la stratégie d'investissement traditionnelle et l'évolution vers des classes d'actifs plus risqués. En effet, les fonds souverains ne cachent plus leur volonté et leur intérêt de devenir des actionnaires directs dans les plus grandes entreprises occidentales.

Pour toutes ces raisons, les pays d'accueil restent soucieux et méfiants face aux investissements des fonds souverains. Ces craintes se sont amplifiées par l'image négative véhiculée par la presse financière et par les discours des politiciens qui déclenchent l'alarme envers les fonds souverains (voir tableau 1.4).

2.2 Les conséquences des activités des fonds souverains

Certains spécialistes et chercheurs ont prévu les effets des fonds souverains sur les marchés financiers et sur la sécurité nationale des pays bénéficiaires de leurs investissements. Cependant, ces prédictions restent principalement au stade hypothétique sans un support théorique ou empirique très solide.

La question des implications des investissements des fonds souverains est fortement controversée. Pour certains, les fonds souverains sont bénéfiques. Ils ont un effet stabilisateur sur les marchés financiers en suivant une stratégie d'investissement privé, à long terme, sans avoir de responsabilités financières à court terme (passifs). Également, les fonds souverains, en tant qu'investisseurs institutionnels et étatiques de grande taille, peuvent fournir une garantie implicite aux firmes cibles, notamment en période de crise. Pour d'autres, les fonds souverains présentent une menace sérieuse pour la stabilité économique mondiale et la sécurité nationale des pays d'accueil puisque leurs activités sont politiquement motivées (Summers,

2007). D'autres encore oscillent entre les deux, en confirmant les avantages des fonds souverains et leur caractère bénin tout en recommandant la vigilance face à leur activité (Balin, 2009 ; Moshirian, 2008 et Mattoo et Subramanian, 2008).

2.3 Les avantages des fonds souverains

Les fonds souverains présentent plusieurs atouts. Cependant, l'avantage le plus souvent mentionné dans la littérature est leur effet stabilisateur sur les marchés financiers internationaux, notamment en période de crise financière (Moshirian, 2008 ; Agardi et Alcouffe, 2008 ; Gomes, 2008 ; Beck et Fidora, 2008 ; Aizenman et Glick, 2009 ; Mattoo et Subramanian, 2008 ; De Meester, 2008, FMI, 2008, et Balin, 2009). Cet effet positif est attribuable à leur apport substantiel en capital, leur horizon d'investissement à long terme, leur stratégie d'investissement caractérisée par la passivité et basée sur la maximisation des retours sur investissement sans le recours à l'effet levier (Balin, 2009), avec l'absence de responsabilité financière à court terme. À ce sujet, John Lipsky, premier directeur général du FMI, prétend que « du point de vue des marchés financiers internationaux, les fonds souverains peuvent contribuer à répartir plus efficacement, entre les pays, les excédents financiers liés aux produits de base et accroître la liquidité des marchés, notamment en périodes de tensions financières mondiales ». Il ajoute que « ces fonds, par ailleurs, investissent généralement à long terme et ont rarement besoin d'effectuer des retraits, ce qui leur permet de résister aux pressions du marché en cas de crises et d'atténuer l'instabilité »³¹. Également, Frank (2008) déclare : « We need the money... The infusion of money is helpful... We'd be worse off without it »³².

Par ailleurs, les fonds souverains présentent plusieurs avantages pour leurs pays d'origine : (1) la protection de la richesse nationale à travers une vision à long terme ; (2) la préservation des droits des générations futures dans la richesse épuisable de leur pays ; (3) l'assurance d'une meilleure gestion de l'excès des réserves de change ; (4) la diversification des revenus des pays qui dépendent des rentes de l'exportation de la matière première. Ceci permet de réduire la

³¹ Un extrait d'un Bulletin du FMI publié en 4 mars 2008 : *Fonds souverains : le FMI intensifie ses travaux*.

³² Source : <https://www.wsj.com/articles/SB120044526135892909>.

volatilité des recettes publiques ; (5) le soutien des entreprises nationales actives dans des secteurs et des industries stratégiques.

En dépit des avantages que les fonds souverains peuvent procurer, certaines recherches sont sceptiques, même critiques, vis-à-vis leur présence dans les pays d'accueil. D'autres vont plutôt s'attacher à décrire les inconvénients et les risques liés aux fonds souverains.

2.4 Les risques potentiels des activités des fonds souverains

Plusieurs questionnements et inquiétudes ont été soulevés quant aux motivations implicites des investissements des fonds souverains et quant à leur impact sur le fonctionnement du système financier international et sur la souveraineté et la sécurité nationale des pays bénéficiaires de leurs investissements. Nous présentons dans les paragraphes suivants un aperçu du débat actuel sur la perception négative des fonds souverains.

2.4.1 Les fonds souverains : risque de mauvaise gestion des actifs et menace sur la stabilité des marchés financiers

En raison de leur nature gouvernementale, les fonds souverains sont susceptibles de manquer de capacité et d'expertise pour gérer efficacement les réserves des devises officielles et atteindre leurs objectifs fondamentaux. Selon Fernandes (2014), Truman (2008a), Truman et Wong (2006), De Meester, (2008) et Aizenman et Glick (2009), des décisions d'investissement motivées par des objectifs stratégiques ou politiques, une diversification du portefeuille non appropriée et l'opacité des stratégies d'investissements ont pour effet de déstabiliser les marchés de change et les prix d'actifs internationaux, de créer des agitations politiques nationales, de favoriser les cas de corruption et de contribuer à une nouvelle montée des pratiques protectionnistes. Également, In, Park, Ji et Lee (2013) constatent que les investissements des fonds souverains entraînent généralement des effets déstabilisateurs sur les marchés boursiers. Citons l'exemple des activités de désinvestissement effectuées par le fonds de la Norvège pour des raisons éthiques et de responsabilité sociale. En effet, le fonds

norvégien a divulgué une liste noire de firmes, parmi lesquelles se trouve le géant américain Wal-Mart. Cette révélation a suscité beaucoup de problèmes financiers pour des firmes listées.

Ce type d'action manifeste une volonté d'avancer un programme gouvernemental, plutôt que de poursuivre un but purement lucratif. D'ailleurs, l'ambassadeur des États-Unis a protesté contre ce geste et accusé la Norvège de vouloir exporter et imposer ses standards éthiques.

2.4.2 Les fonds souverains : menace potentielle à la souveraineté et à la sécurité nationale des pays d'accueil

Nous avons déjà mentionné le danger des objectifs géopolitiques qui peuvent menacer la souveraineté et la sécurité nationale des pays d'accueil (Summers, 2007 ; Sarkozy ; 2008 ; Obama ; 2008 ; Gomes, 2008 ; Truman, 2008a ; Markheim, 2008 ; Rose, 2008 ; Aizenman et Glick, 2009 ; Moshirian, 2008 ; Balin, 2009 ; Balding, 2008 ; Truman, 2007 d, b). Ces derniers pensent que les décideurs politiques utilisent les fonds souverains pour effectuer des prises de contrôle sur des secteurs sensibles pour influencer leurs décisions stratégiques (e.g : imposer leur culture, renforcer leurs champions nationaux, délocaliser une unité de production vers le pays d'origine pour faciliter l'accès aux méthodes de production et l'expropriation de la technologie). En 2007, le secrétaire adjoint du Trésor américain Larry Summers a déclaré, dans le *Financial Times*: « The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They may want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence. » Un exemple qui manifeste les inquiétudes des pays d'accueil, c'est le blocage en 2005 de la transaction d'acquisition d'UNOCAL, une compagnie américaine, par la compagnie pétrolière chinoise CNOOC pour des raisons de « sécurité nationale et d'intérêts stratégiques ».

2.4.3 Les fonds souverains : risque potentiel sur la gouvernance d'entreprise

Bien que la plupart des fonds souverains n'ont pas jusqu'à présent exigé de siéger aux conseils d'administration des sociétés dans lesquelles ils investissent, leur présence croissante

dans la structure de propriété des firmes à l'international soulève des questions quant à leurs implications sur la gouvernance et la performance des entreprises cibles. Ces soucis sont justifiés par le fait que les fonds souverains n'ont pas besoin de nommer des directeurs aux conseils d'administration pour exercer une influence lorsqu'ils détiennent une part importante du capital de la firme³³.

D'une part, les fonds souverains, en tant qu'entités gouvernementales, peuvent exiger des pratiques de gouvernance qui favorisent des objectifs géopolitiques dans l'intérêt de leur pays, s'écartant donc de l'objectif de maximisation des rendements pour les actionnaires. En outre, leur présence a pour effet d'augmenter les coûts d'agence (c.-à-d. les coûts de contrôle) et peut compromettre l'efficacité de la surveillance, ce qui réduirait par conséquent la performance de l'entreprise cible, notamment à cause du manque de transparence (Fernandes, 2014). D'autre part, la présence des fonds souverains comme investisseurs institutionnels de grande taille peut influencer positivement la gouvernance des firmes en renforçant le contrôle des gestionnaires pour une meilleure performance de l'entreprise. Cependant, les fonds souverains sont considérés jusqu'à présent comme des investisseurs passifs (Rose, 2008 ; Chhaochharia et Laeven, 2010 ; etc.). Cette passivité peut engendrer des effets négatifs (Rose, 2008). Premièrement, un investisseur passif n'améliore pas la gouvernance d'une entreprise cible. Deuxièmement, un investisseur passif peut augmenter les frais d'agence liés à l'opportunisme des gestionnaires. Enfin, la passivité imposée par les pays d'accueil peut ne pas satisfaire les fonds souverains eux-mêmes. Ces derniers peuvent décider de réorienter les flux de capitaux vers d'autres marchés moins restrictifs.

D'un autre côté, plusieurs auteurs relativisent les risques associés aux fonds souverains (Truman et Wong, 2006 ; Truman, 2007 b, c ; Balin, 2009 ; Moshirian, 2008 ; De Meester, 2008 ; Rose, 2008 et Balding, 2008). Pour eux, la taille des fonds souverains est encore modeste en comparaison d'autres types d'investisseurs internationaux. Dès lors, l'impact des fonds souverains sur les marchés financiers est encore relatif (Balding, 2008). De plus, les fonds souverains sont des investisseurs généralement passifs, et aucune preuve solide ne démontre

³³ L'exemple le plus cité dans ce contexte est celui du Prince Al-Walid bin Talal, qui détient à lui seul plus que 5 % de Citigroup. Bien que le prince ne dispose pas d'un siège au conseil d'administration, de nombreuses rumeurs circulent sur l'importance de son influence dans le processus décisionnel de la banque.

qu'ils ont utilisé leur puissance financière pour des objectifs de contrôle (Rose, 2008, et De Meester, 2008). Également, les fonds souverains sont diversifiés géographiquement et ne sont pas encore concentrés dans des secteurs de pointe (De Meester, 2008). Ainsi, les fonds souverains ont à ce jour agi comme des investisseurs rationnels et leurs investissements sont fondés sur la diversification pour de meilleurs retours sur investissement (Balding, 2008). Finalement, les fonds souverains ne possèdent pas encore l'expertise et les moyens pour développer des projets de contrôle industriel.

En somme, les risques et les inconvénients liés aux fonds souverains ne devraient pas être exagérés. Mais il faudrait tout de même rester vigilant et suivre leurs activités de près. D'ailleurs, certaines recommandations ont été proposées pour rassurer les pays d'accueil et pour limiter les effets potentiels des fonds souverains. Certains spécialistes et observateurs ont fait appel à un accord sur un ensemble de meilleures pratiques et de lignes directrices en matière de fonds souverains (Truman 2007a, b, c, d ; Truman, 2008a). Effectivement, un premier accord pour des bonnes pratiques des fonds souverains a été annoncé au début de septembre 2008 (principes de Santiago). D'autres suggèrent un renforcement de la réglementation et des pratiques protectionnistes pour atténuer les menaces des fonds souverains. Par exemple, la France et l'Australie ont décidé de définir des secteurs interdits pour les fonds souverains. D'autres pays ont proposé de limiter la participation des fonds souverains aux actions sans droit de vote, ou de bloquer les tentatives de participation majeure (Allemagne et Japon).

2.5 La recherche empirique

Les fonds souverains ont fait l'objet d'une attention considérable dans la presse non académique³⁴. Cependant, les conclusions et les jugements des spécialistes se sont principalement basés sur des preuves anecdotiques. En effet, la recherche académique spécifique aux fonds souverains reste toujours limitée en raison de l'opacité de ces derniers et des problèmes de disponibilité de données (Fernandes, 2014 ; In, Park, Ji, et Lee, 2013). Par conséquent, seuls quelques essais empiriques ont été identifiés. Ces études ont principalement

³⁴ Selon les statistiques de Factiva, environ 12 000 documents publiés mentionnent les fonds souverains en 2014 (voir tableau 2 de la partie I).

porté sur les déterminants des choix d'investissements des fonds souverains et sur leurs impacts sur la performance des firmes ciblées. Les résultats de ces études sont mixtes et incohérents. Cela s'explique par l'emploi de méthodologies différentes et par les tailles différentes des échantillons. Nous présentons une revue de la littérature empirique dans les pages qui suivent.

2.6 L'impact des fonds souverains sur la performance des entreprises cibles

L'impact des investissements des fonds souverains sur la valeur des entreprises cibles a été la relation la plus étudiée dans les essais empiriques. En général, la question de recherche étudiée dans ces études est la suivante : *Les fonds souverains en tant qu'investisseurs institutionnels de grande taille et contrôlés par l'État affectent-ils la valeur des firmes cibles ? Si oui, positivement ou négativement ?* En fait, les fonds souverains comme investisseurs institutionnels gouvernementaux pourraient affecter les cours boursiers par : *i)* des achats ou des ventes en bloc d'actions³⁵ ; *ii)* des transactions motivées par des objectifs non financiers ; *iii)* l'exercice d'un effet stabilisateur ; *iv)* l'augmentation de la liquidité ; *v)* l'amélioration de la gouvernance des entreprises cibles (e.g., le contrôle) ; et *vi)* l'augmentation des coûts d'agence (l'opportunisme des gestionnaires ou l'augmentation des frais de contrôle).

La performance à court terme

Les chercheurs ont réalisé des études événementielles afin d'examiner l'impact des investissements des fonds souverains sur la valeur des firmes cibles à court terme. Les résultats des études événementielles réalisées sont majoritairement cohérents. En effet, en examinant des échantillons d'entreprises publiques, Kotter et Le (2011), Knill, Lee et Mauck (2012a), Dewenter, Han et Malatesta (2010), Fotak, Bortolotti et Megginson (2008), Megginson, Bortolotti, Fotak et Miracky (2009), Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010), Sun et Hesse (2009) et Chhaochharia et Laeven (2010) confirment des rendements anormalement positifs des entreprises cibles à la suite d'investissements des fonds souverains. Dewenter, Han et Malatesta (2010), par exemple, examinent l'impact des investissements et des désinvestissements des fonds souverains sur la valeur des entreprises cibles en analysant les

³⁵ L'achat ou la vente en bloc peuvent changer significativement l'état de l'offre et de la demande, surtout s'ils sont suivis par un effet moutonnier.

rendements anormaux cumulés. Ils jugent que les fonds souverains agissent comme des investisseurs actifs et confirment qu'à court terme le marché réagit positivement (négativement) aux investissements (désinvestissements) des fonds souverains. Ils ajoutent que la relation entre les investissements des fonds souverains et la valeur des firmes est fonction de la taille de prise de participation. Ceci confirme un compromis entre l'effet de signal et de surveillance et l'effet d'expropriation par les fonds souverains. Également, ils trouvent que la réaction positive du marché est aussi déterminée par le degré de transparence des fonds souverains. Megginson, Bortolotti, Fotak et Miracky (2011) évaluent l'incidence financière des investissements de fonds souverains sur les marchés boursiers. En soulignant certaines similitudes entre les fonds souverains et d'autres véhicules d'investissement à l'échelle internationale tels que les fonds de pension et les fonds communs de placement, ces auteurs confirment que le marché réagit positivement aux annonces des investissements de fonds souverains. Chhaochharia et Laeven (2010) soutiennent que pour une fenêtre de -20 à $+10$ jours autour de l'annonce de l'acquisition d'un fonds souverain, le rendement anormal moyen cumulé est positivement significatif et de l'ordre de $1,6\%$. De même, Kotter et Lel (2011) trouvent que le rendement anormal cumulé moyen est de l'ordre de $1,95\%$, $2,15\%$ et $2,45\%$ pour des fenêtres de 0 à $+1$, de -1 à $+1$ et de -2 à $+2$ jours respectivement autour de la date de l'investissement. La relation est encore plus forte pour les firmes qui ont des contraintes financières et pour les fonds souverains les plus transparents. Sun et Hesse (2009) soutiennent aussi un effet positif à court terme des investissements des fonds souverains sur les rendements anormaux des firmes cibles. Ces derniers confirment que les fonds souverains ont un effet stabilisateur sur les marchés boursiers. Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) constatent que les rendements anormaux des firmes cotées en bourse sont positifs à la suite des investissements de fonds souverains, mais sont inférieurs à ceux d'investissements privés comparables. Cependant, Beck et Fidora (2008) affirment qu'aucun effet sur les prix d'actifs des entreprises n'est observé à la suite des ventes en bloc des actions par *Government Pension Fund-Global*. Notons que les ventes étaient motivées par des objectifs non commerciaux.

La performance à long terme

Les résultats des essais qui examinent l'effet à long terme des investissements des fonds souverains sur la valeur des firmes cibles ne sont pas cohérents. Chhaochharia et Laeven

(2010), Fotak, Bortolotti et Megginson (2008), Megginson, Bortolotti, Fotak et Miracky (2009), Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010) et Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) observent des rendements anormaux négatifs durant la période post-investissement de fonds souverains. En calculant les rendements anormaux sur une base d'achat-conservation (*Buy-and-Hold Abnormal Returns*, désormais BHAR), Fotak, Bortolotti et Megginson (2008) observent que les entreprises cibles réalisent un rendement anormal moyen significativement négatif de l'ordre de 41 % dans les deux ans qui suivent l'investissement. Également, Chhaochharia et Laeven (2010) trouvent des BHAR très pauvres et majoritairement négatifs dans les cinq ans qui suivent l'investissement. Bernstein, Lerner et Schoar (2013), pour leur part, concluent que la valeur des firmes ciblées par les fonds souverains se dégrade, notamment quand les politiciens interviennent dans le processus de décision. À la différence des études précédentes, Knill, Lee et Mauck (2012a) examinent le risque dans leurs calculs des rendements anormaux et montrent une détérioration de la compensation du risque dans les fenêtres d'un, trois et cinq ans. Ces résultats confirment en partie les préoccupations quant aux effets néfastes des fonds souverains sur les marchés financiers.

À l'opposé, Fernandes (2011) et Fernandes (2014) concluent à une amélioration de la performance des firmes cibles à long terme. Ces derniers confirment qu'à l'opposé des arguments selon lesquels les fonds souverains exproprient les investisseurs et poursuivent des objectifs politiques, la propriété des fonds souverains semble contribuer à la valeur à long terme des actionnaires. Ils ajoutent que les firmes cibles bénéficient d'un meilleur suivi, d'un meilleur accès au capital et d'un accès plus facile aux marchés étrangers des produits. Par contre, Dewenter, Han et Malatesta (2010) et Sojli et Tham (2011) ne trouvent aucun effet significatif des fonds souverains sur la performance à long terme des firmes cibles. Également, Kotter et Lel (2011) n'ont détecté aucun changement significatif entre la performance opérationnelle des entreprises cibles et l'échantillon de contrôle dans les trois ans qui suivent la date de l'investissement. Les auteurs ont expliqué ces résultats par l'inefficacité des investissements gouvernementaux, la passivité des fonds souverains et la probabilité que ces derniers enracinent davantage les gestionnaires dans les entreprises cibles.

2.7 Les déterminants de la relation entre les investissements des fonds souverains et la valeur des firmes cibles

L'effet positif à court terme des investissements des fonds souverains sur la valeur de la firme s'explique en majeure partie par : (1) les avantages de l'activisme et l'amélioration de la gouvernance des firmes cibles (Dewenter, Han et Malatesta, 2010 ; Fernandes, 2011 ; Fernandes, 2014); (2) l'apport en capital et la stabilité financière (Sun et Hesse, 2009 et Fernandes, 2014 ; Kotter et Lel, 2011 ; In, Park, Ji et Lee, 2013) ; (3) la facilitation des investissements transfrontaliers des entreprises et l'accès aux marchés étrangers des produits (Fernandes, 2014 et Megginson, You et Han, 2013); et (4) l'effet garanti implicite des fonds souverains, notamment en période de crise financière. Par ailleurs, la détérioration de la valeur des firmes ciblées par les fonds souverains s'explique par : (1) les motivations politiques des investissements et l'imposition de frais d'agence supplémentaires tels les frais de contrôle, l'enracinement des gestionnaires, l'opportunisme des gestionnaires et l'expropriation des actionnaires (Fotak, Bortolotti et Megginson, 2008 ; Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky, 2010 ; Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky, 2015 ; Kotter et Lel, 2011) ; (2) la mauvaise gestion et l'inefficacité des investissements de fonds souverains comme étant des entités gouvernementales (Chhaochharia et Laeven, 2010; Kotter et Lel, 2011); et (3) la passivité des fonds souverains (Kotter et Lel, 2011 ; Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky, 2010).

Plusieurs facteurs sont susceptibles d'influencer la relation entre la propriété des fonds souverains et la valeur de la firme: (1) *les caractéristiques des fonds souverains* : en employant une analyse de régression multivariée transversale, Kotter et Lel (2011) montrent que la gouvernance, la structure, et notamment la transparence des fonds souverains affectent positivement la réaction du marché. Ces auteurs montrent que les fonds souverains transparents ont un impact plus important sur la valeur de l'entreprise cible que les fonds souverains opaques. Dewenter, Han et Malatesta (2010) confirment l'effet de la transparence sur la relation entre la propriété des fonds souverains et la valeur des firmes. Mais pour Chhaochharia et Laeven (2010) et Fotak, Bortolotti et Megginson (2008), il n'y a aucun lien significatif entre les rendements anormaux et le score de transparence de Truman. In, Park, Ji et Lee (2013) montrent quant à eux qu'en période de crise, les fonds de stabilisation fournissent un effet stabilisateur; (2) *la situation financière de l'entreprise* : selon Kotter et Lel (2011) et

Chhaochharia et Laeven (2010), les investisseurs réagissent plus favorablement à l'investissement des fonds souverains quand l'entreprise cible est en détresse financière. Cependant, Fotak, Bortolotti et Megginson (2008) rejettent cette hypothèse et trouvent que l'optimisme du marché est énigmatique ; (3) *l'effet sélection des entreprises cibles* : l'hypothèse suggère que les participants du marché perçoivent les fonds souverains comme étant des investisseurs sophistiqués et mieux informés que le marché. Donc, l'investissement du fonds souverain dans le capital d'une entreprise cible peut être perçu comme un signal de la qualité des perspectives de croissance de cette firme, ce qui augmenterait la demande et donc le prix. Cette hypothèse a été confirmée par Kotter et Lel (2011), mais infirmée par Beck et Fidora (2008) ; (4) *la situation économique* : Chhaochharia et Laeven (2010) confirment un lien positif entre les CAR et le produit intérieur brut per capita du pays des fonds souverains, et In, Park, Ji et Lee (2013) confirment l'effet de crise financière sur l'impact des fonds souverains ; (5) *la taille de prise de participation des fonds souverains dans le capital de l'entreprise cible* : Dewenter, Han et Malatesta (2010) établissent que l'impact des investissements des fonds souverains sur la valeur des firmes à court terme est une fonction non linéaire de la taille des transactions, reflétant le compromis entre les gains de signalisation, de surveillance ou de lobbying par les fonds souverains et les pertes des actionnaires minoritaires dues à l'expropriation des fonds souverains. Chhaochharia et Laeven (2010) ; Fernandes (2011) et Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) confirment l'effet de la taille des prises de participation ; (6) *le rapprochement culturel* : Chhaochharia et Laeven (2010) affirment que les CAR sont plus importantes quand le pays d'origine et le pays d'accueil ont la même religion. Cela suggère que le rapprochement culturel allège l'asymétrie d'information et les préoccupations concernant les conflits d'intérêt entre les gestionnaires des entreprises cibles et les fonds souverains ; (7) *le degré d'interférence politique au sein des fonds souverains et au niveau du processus décisionnel dans les firmes* : Bernstein, Lerner et Schoar (2013) et Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) affirment que le niveau de contrôle gouvernemental affecte l'ampleur de la relation entre les fonds souverains et la performance des firmes cibles, ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle l'influence politique affecte négativement la valeur et la performance de firmes ciblées ; (8) *les investissements locaux vis-à-vis les investissements étrangers* : In, Park, Ji et Lee (2013) trouvent que durant la période de crise les fonds de stabilisations fournissent un effet de stabilisation spécifiquement pour les investissements

étrangers. Ainsi, Bernstein, Lerner et Schoar (2013) montrent que les fonds souverains réduisent la valeur des firmes privées lorsque l'investissement est local; **(9) le secteur d'activité des firmes cibles** : Dewenter, Han et Malatesta (2010) confirment que la réaction du marché s'amplifie quand le secteur d'activité des firmes cibles est stratégique (service public, finance, transport aérien) ; et **(10) le niveau d'activisme des fonds souverains** : Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) trouvent que la relation entre la propriété des fonds souverains et la valeur des firmes cibles est plus significative lorsque les fonds souverains occupent des sièges aux conseils d'administration.

2.8 Les déterminants des choix d'investissement des fonds souverains

Chhaochharia et Laeven (2010) semblent être les premiers à s'être intéressés à l'analyse empirique des déterminants des choix d'investissements des fonds souverains. Ils ont employé un modèle de régression multiple dont la variable dépendante est le biais étranger (*foreign biases*). Les variables explicatives employées représentent les différences et similitudes bilatérales entre les pays des fonds souverains et les pays cibles, tels que *i)* la proximité géographique ; *ii)* la proximité culturelle (proximité linguistique, religieuse et ethnique) ; *iii)* la proximité commerciale (s'il y a un accord de partenariat commercial entre le pays d'origine et le pays d'accueil) ; *iv)* la proximité industrielle, et *v)* des mesures du développement économique, financier et légal du pays d'accueil (développement du marché financier, efficience judiciaire, risque d'expropriation, standards comptables, produit national brut par habitant). En se basant sur un échantillon de 67 investissements des fonds souverains à l'étranger, Chhaochharia et Laeven (2010) ont montré que les fonds souverains sont surpondérés dans les pays avec lesquels ils ont des affinités culturelles (relation positive significative entre le biais d'investissement étranger et la proximité ethnique, religieuse et linguistique). Ce résultat suggère que les investissements étrangers des fonds souverains semblent guidés par des objectifs non commerciaux qui ne coïncident pas avec la maximisation du profit. En outre, les fonds souverains semblent être sous-pondérés dans les pays avec qui ils ont un partenariat commercial et une proximité industrielle. Cela suggère que les fonds souverains diversifient leurs investissements dans des industries différentes des industries nationales. Les autres variables semblent pour leurs parts non significatives. D'autre part, les

chercheurs ont montré que la qualité de la gouvernance des fonds souverains est un facteur qui affecte leurs stratégies de diversification géographique. En effet, l'impact de la diversification industrielle n'existe que pour les fonds souverains dont le score de gouvernance dépasse la médiane du score de gouvernance de Truman (2008). Ainsi, le biais religieux n'existe que pour les fonds souverains dont le score de gouvernance est plus faible que la médiane du score de gouvernance de Truman (2008).

Kotter et Lel (2011) argumentent que les fonds souverains sont similaires aux investisseurs institutionnels passifs dans leurs choix d'investissement. En employant une analyse logistique multivariée, les auteurs montrent que les fonds souverains transparents préfèrent investir dans les firmes de grande taille qui performant moins et qui ont des difficultés financières. De plus, les fonds souverains ciblent les pays développés durant les périodes de crise. De même, Fernandes (2011) trouve que les fonds souverains ciblent davantage les firmes de grande taille qui disposent d'une visibilité extérieure significative. Chhaochharia et Laeven (2010) pour leur part montrent que les fonds souverains sont attirés par les secteurs stratégiques (le secteur pétrolier, par exemple) et par les pays qui disposent d'institutions légales solides pour mitiger les inquiétudes au sujet des objectifs politiques et de l'expropriation de la richesse. Knill, Lee et Mauck (2012b) soulèvent la question des relations politiques dans le processus de sélection des cibles par les fonds souverains. Ces auteurs constatent que les relations politiques sont un facteur important pour décider où les fonds souverains investissent, mais elles comptent moins pour déterminer la taille de l'investissement. En plus, les fonds souverains préfèrent investir dans des pays avec lesquels ils ont des relations politiques plus faibles, ce qui est à l'encontre de la théorie des investissements à l'étranger. Ces résultats confirment que les objectifs des investissements des fonds souverains ne sont pas uniquement économiques. Également, Dyck et Morse (2011) trouvent que les motivations politiques expliquent le profil d'investissement des fonds souverains. Bernstein, Lerner et Schoar (2013) constatent que les fonds souverains ciblent davantage leur pays d'origine quand les politiciens interviennent plus dans le processus décisionnel des fonds. Ciarlone et Miceli (2014) concluent que les fonds souverains, comme la majorité des investisseurs rationnels, préfèrent investir dans les pays ayant un environnement économique stable et qui disposent de marchés financiers développés et liquides, ainsi que dans les pays dont les institutions offrent aux investisseurs une meilleure protection des droits

légaux. Cependant, les fonds souverains ciblent davantage les pays les plus touchés par les crises économiques. Ce type de comportement peut laisser suggérer des objectifs d'investissements autres qu'économiques.

Pour Johan, Knill et Mauck (2013), les fonds souverains agissent différemment d'autres investisseurs institutionnels traditionnels lorsqu'ils investissent dans des firmes privées. En fait, quand il s'agit d'un investissement dans des firmes privées, les fonds souverains sont plus susceptibles d'investir dans les pays où la protection des investisseurs est faible et où les relations politiques bilatérales entre les deux pays sont faibles. Ainsi, le rapprochement culturel joue un rôle positif, mais marginal dans leurs choix d'investissement dans les firmes qui ne sont pas encore rendues publiques. Finalement, Megginson, You et Han (2013) soutiennent que les pays qui ont des marchés de capitaux développés et un niveau élevé de protection des investisseurs attirent davantage les fonds souverains. De plus, les pays des fonds souverains qui ont un haut niveau d'ouverture et de développement économique, mais qui disposent des marchés de capitaux moins développés, investissent plus à l'étranger.

Sans doute, les études identifiées viennent enrichir la littérature financière relative à l'impact de la structure de propriété sur la gouvernance et la valeur des entreprises cibles. En entreprenant la recherche sur les fonds souverains, leurs auteurs ont apporté des preuves empiriques en ce qui a trait à l'impact de leurs investissements sur la performance des entreprises publiques et aux déterminants de leurs choix d'investissement.

Cependant, les études empiriques sont toujours limitées. Elles se restreignent principalement à deux problématiques : l'impact des fonds souverains sur la performance des firmes cibles et les déterminants de leurs choix d'investissement³⁶. Les échantillons des études sont parfois limités et très variables selon la définition adoptée et la disponibilité des données. Aussi, nous observons que les études ont largement considéré les fonds souverains comme des entités homogènes alors qu'ils ne le sont pas. De plus, les études événementielles dominent la recherche empirique. Les résultats des études sont généralement cohérents quand il s'agit de

³⁶L'étude de Bertoni et Lugo (2014) est la seule recherche identifiée qui examine l'effet de la propriété des fonds souverains sur le risque de crédit bancaire. Les auteurs confirment que les créanciers s'attendent à ce que les fonds souverains protègent les entreprises cibles de la faillite lorsqu'il est dans l'intérêt des pays acquéreuses de construire des relations politiques avec les pays hôtes.

l'effet de la propriété des fonds souverains à court terme, mais sont partagés quand il s'agit de l'effet à long terme. Ceci indique que la littérature est toujours mixte et peu concluante au sujet des motifs (politiques ou économiques) et aux conséquences des investissements des fonds souverains. D'ailleurs, les chercheurs ont fait preuve de prudence dans l'interprétation des résultats et quant à la confirmation des relations, et font appel à de nouvelles études pour approfondir la recherche au sujet des fonds souverains.

D'autres études sont alors nécessaires, et il importe de varier les contextes de recherche et les cadres d'analyses. Nous proposerons quelques idées de recherche telles que l'impact de la propriété des fonds souverains sur les primes d'acquisition, la qualité de divulgation de l'information des firmes cibles, etc. De même, une analyse empirique qui traite des choix d'investissements liés au niveau des relations politiques des firmes cibles pourrait aussi ajouter à notre compréhension sur les déterminants des choix d'investissements des fonds souverains.

Pour élargir le champ de recherche et apporter une meilleure compréhension de l'impact des investissements des fonds souverains, nous nous intéresserons à une nouvelle problématique de recherche à ce sujet. Dans le cadre de la théorie d'agence, nous examinons l'effet des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire des firmes cibles. Selon nos lectures, nous pensons que nous sommes les premiers à examiner cette relation. Les résultats de cette recherche nous permettront de faire la lumière sur la perception du marché obligataire vis-à-vis les investissements des fonds souverains. De plus, nous identifierons les mécanismes par lesquels les fonds souverains peuvent affecter le coût de la dette.

CHAPITRE III

FONDS SOUVERAINS, GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET COÛT DE FINANCEMENT PAR DETTE OBLIGATAIRE : ÉTUDE EMPIRIQUE

L'examen de la revue de littérature au sujet des fonds souverains montre la domination des études qui testent l'effet de leurs investissements sur la performance des firmes cibles ainsi que les déterminants de leurs choix d'investissement. Cependant, d'autres champs de recherche restent toujours inexplorés. En effet, l'impact des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette, notamment le coût de la dette obligataire, a été marginalisé. Il fait l'objet du présent chapitre. Dans la première partie nous présentons le cadre théorique et les hypothèses de recherche. Puis, nous précisons notre méthodologie, tout en présentant notre modèle, notre échantillon, nos variables et nos sources de données. Ensuite, nous présentons nos résultats. Finalement, nous tirons les conclusions qui nous paraissent s'imposer.

3.1 Introduction

Durant son processus de développement, une firme a toujours besoin de financement pour exercer son activité et faire face à ses échéances. Différents modes de financement se présentent pour l'entreprise : le financement par des ressources internes (par exemple, l'autofinancement), le financement par des ressources externes, incluant le financement par capitaux propres (émission d'actions), et le financement par endettement (par exemple, par emprunt bancaire ou émission d'obligations). Dans le cadre de ce travail, nous nous concentrerons sur le financement par endettement, plus précisément la dette obligataire.

La taille du marché de la dette est énorme (Bessembinder et Maxwell, 2008). Ce dernier est considéré comme le moyen principal pour lever des fonds à long terme aux États-Unis (Bhojraj et Sengupta, 2003 ; Valta, 2012)³⁷. En effet, pour la période 1997-2008 seulement, la valeur des nouvelles émissions d'actions aux États-Unis était de 1,5 mille milliard de dollars,

³⁷ Selon Sengupta (1998), « debt financing is an important source of external financing for publicly traded firms ».

comparé aux 4,6 mille milliards de dollars pour la valeur des nouvelles émissions d'obligations (Boubakri, Elghoul, Guedhami et Samet, 2015)³⁸. De plus, le montant de la dette privée émise par les entreprises représente de deux à trois fois le montant de la dette publique sur une base annuelle depuis 1994 (Bradley et Roberts, 2015).

Certes, l'endettement est le moyen de financement par excellence. Mais pour avoir accès au marché de la dette, une firme assume des coûts excessifs qui peuvent présenter un danger pour la viabilité à long terme. De plus, un excès de crédit peut déclencher une crise financière. En effet, la majorité des crises financières récentes trouvent leur origine dans un excès d'endettement et son coût excessif, comme dans le cas de la crise des crédits hypothécaires en 2008. Dès lors, il serait important de comprendre les facteurs qui influencent le coût de la dette (Valta, 2012).

Au niveau de la firme, les prêteurs de fonds, notamment les obligataires, exigent un taux de rendement actuariel qui représente le coût de la dette (*yield to maturity*). D'autres mesurent le coût de la dette par les primes de risque exigées (*spread*)³⁹. Bhojraj et Sengupta (2003) documentent que le coût de la dette est déterminé par un ensemble de facteurs qui mesurent le risque de défaillance de la firme ainsi que le degré de protection accordé aux prêteurs dans un tel cas. Ces facteurs sont liés généralement aux caractéristiques financières de la firme, aux caractéristiques de la dette émise, aux clauses restrictives exigées par les créanciers comme moyen de protection (*debt covenants*), à la conjoncture économique du pays dans lequel la firme exerce son activité, au niveau de protection des créanciers, à la qualité des institutions légales et politiques, au niveau de compétition entre les firmes, au niveau d'internationalisation des firmes, etc. (par exemple, Fisher, 1959 ; Jaffee, 1975 ; Fung et Rudd, 1986 ; Horrigan, 1966 ; Liu et Thakor, 1984 ; Kaplan et Urwitz 1979 ; Weinstein, 1981 ; Weinstein, 1977 ; West, 1970 ; Valta, 2012 ; Huang, Huang et Oxman 2015 ; Boubakri et Ghouma, 2010 ; Qi, Roth et Wald, 2010 ; Bae et Goyal, 2009 ; Qian et Strahan, 2007 ; Reeb, Mansi et Allee, 2001). Donc, pour

³⁸ Bhojraj et Sengupta (2003) trouvent qu'aux États-Unis la valeur des émissions d'obligations est de 1 001 milliards de dollars en 1998, alors que la valeur de nouvelles émissions d'actions est seulement 126 milliards de dollars.

³⁹ Le *spread* correspond à la différence entre le taux actuariel d'une obligation donnée et le taux actuariel d'une obligation sans risque (bon de trésor) ayant des caractéristiques similaires.

réduire les risques d'un endettement coûteux, on doit identifier les facteurs qui déterminent le coût de la dette et chercher des solutions pour réduire la taille des primes de risque demandées.

Comme noté plus haut, la littérature financière montre une relation positive entre le coût de financement par endettement et les mesures du risque de défaut. Les créanciers évaluent la solvabilité de la firme et les primes de risque à exiger en se basant essentiellement sur sa performance passée, sur la divulgation de ses rapports financiers et sur sa notation de crédit (Hand, Holthausen et Leftwich, 1992). Également, les créanciers estiment de plus en plus l'ampleur des conflits d'agence au sein de la firme. Cela s'explique essentiellement par le fait que, pour résoudre les problèmes d'agence, la firme assume des coûts importants, appelés coûts d'agence, qui risquent de réduire sa valeur et d'augmenter son risque d'insolvabilité (Jensen et Meckling, 1976).

Les créanciers, notamment les obligataires risquent généralement deux problèmes d'agence, à savoir l'opportunisme des gestionnaires et l'opportunisme des actionnaires majoritaires ou de contrôle. En effet, Berle et Means (1932) et Jensen et Meckling (1976) affirment que, dans le cadre de la firme moderne où l'actionnariat est dispersé, les gestionnaires agissent dans leur propre intérêt et essaient de maximiser leurs fonctions d'utilité en expropriant les actionnaires minoritaires et les créanciers. Par exemple, les gestionnaires opportunistes et incompetents peuvent adopter des projets d'investissement destructeurs de la valeur de la firme à long terme dans l'objectif d'augmenter la taille de la firme (et par conséquent leur propre rémunération) ou d'extraire des bénéfices privés (Jensen, 2005 ; Jensen, 1986 ; Murphy, 1985 ; Reuer et Ragazzino, 2006 et Aggarwal et Samwick, 2003 ; DeAngelo et Rice, 1983 ; Murphy et Zimmerman, 1993). Bhojraj et Sengupta (2003) appellent ce type de risque *agency risk*. Également, les gestionnaires tirent profit de leur supériorité informationnelle et sont incités à manipuler les rapports financiers pour fausser les résultats et démontrer qu'ils ont atteint les objectifs de performance prévus (Jensen, 2005). Bhojraj et Sengupta (2003) nomment ce type de risque *information risk*. Par conséquent, ces manipulations pourraient fausser l'évaluation du risque de défaut par les créanciers et, donc, le niveau des rendements à exiger.

Également, les actionnaires majoritaires sont incités à exproprier les créanciers en investissant dans des projets plus risqués que s'ils étaient eux-mêmes totalement exposés au risque (*moral hazard problem*). En cas de succès, ce sont les actionnaires qui vont bénéficier de tous les gains, alors que ce sont les obligataires qui vont assumer toutes les pertes en cas d'échec (Jensen et Meckling, 1976 et Fama et Miller, 1972). En anticipant ces conflits d'agence, les obligataires demanderaient des primes de risque plus élevées pour se protéger, ce qui se traduit par un coût de financement par dette plus élevé. Ceci dit que le risque d'insolvabilité et le coût de la dette sont influencés par les risques d'agences au sein de la firme et à la capacité de cette dernière de les contrôler par des mécanismes de gouvernance qualifiés. Dans ce contexte, Bhojraj et Sengupta (2003) soutiennent que des mécanismes de gouvernance d'entreprise efficaces ont pour effet de réduire le risque de défaut de la firme en mitigeant l'ampleur des conflits d'agence et leur coût. Autrement dit, des mécanismes de gouvernance efficaces influencent négativement le coût d'endettement.

Empiriquement, un processus de gouvernance d'entreprise efficace améliore la profitabilité de la firme (Jensen et Murphy, 1990 ; Hillman et Daziel, 2003 ; Dalton, Daily, Ellstrand et Johnson, 1998 ; Brown et Caylor, 2004). De plus, il augmente la qualité des rapports divulgués (Ajinkya, Bhojraj et Sengupta, 2005 ; Beasley, 1996)⁴⁰ et améliore la notation de crédit (Ashbaugh, Collins, et LaFond, 2006 ; Bhojraj et Sengupta, 2003 ; Boubakri et Ghouma, 2010)⁴¹. Également, il réduit le coût d'endettement (Anderson, Mansi et Reeb, 2004 ; Anderson, Mansi et Reeb, 2003 ; Boubakri et Ghouma, 2010 ; Bhojraj et Sengupta, 2003 ; Sengupta, 1998 ; Yu, 2005 ; Ghouma, 2017). C'est ainsi que Shleifer et Vishny (1997) confirment que « la gouvernance d'entreprise fait référence aux mécanismes par lesquels les prêteurs de capitaux de l'entreprise peuvent garantir la rentabilité de leur investissement ». Une gouvernance efficace permettrait donc de restaurer un sentiment de confiance et de sécurité chez les créanciers (notamment les obligataires) quant à la solvabilité et à la viabilité de l'entreprise, ce qui suggère des primes de risque plus faibles.

⁴⁰Selon Roberts et Yuan (2010), une meilleure transparence financière peut aider les prêteurs à recueillir des informations exactes sur les emprunteurs au moment opportun.

⁴¹L'agence de notation FitchRating (2004) déclare que « credit agencies are concerned with governance because weak governance can impair a firm's financial position and leave debt stakeholders vulnerable to losses » (Ashbaugh, Collins et LaFond, 2006).

Il y a pour Charreaux (2000) deux types de mécanismes de gouvernance d'entreprise : *i)* interne (la structure de propriété, le conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, les employés, etc.) et *ii)* externe (le marché des dirigeants, le marché des prises de contrôle des firmes, l'environnement légal, le média, les relations politiques, etc.).

Dans le cadre de cette thèse, notre objectif est d'examiner l'impact de la structure de propriété, comme attribut de la gouvernance, sur le coût de financement par obligations. Cette étude se base sur deux idées principales : *i)* il y a une relation positive entre les mesures de risque de défaut de la firme et le coût de financement par endettement ; *ii)* les créanciers prennent en considération la structure de propriété, comme attribut de la gouvernance des entreprises, dans leur évaluation du risque de défaut et la valeur des primes de risque à exiger.

La littérature financière existante a employé plusieurs mesures et attributs de la structure de propriété et de son impact (par exemple, la présence et la taille de participation des investisseurs institutionnels, la concentration de l'actionnariat, la propriété des initiés, l'identité et la nature des actionnaires majoritaires). Dans notre étude, la structure de propriété se mesure par la propriété d'un nouveau type d'investisseur international très particulier et peu ordinaire : *les fonds souverains*⁴². Les fonds souverains trouvent leur particularité dans leur structure *hybride*. Ils partagent à la fois les caractéristiques, les incitatifs et les objectifs des investisseurs gouvernementaux classiques ainsi que les caractéristiques, les incitatifs et les objectifs des investisseurs privés. Dès lors, les fonds souverains, comme acteur très important dans les marchés financiers internationaux en plein développement, nous offrent une opportunité unique d'exploiter un cadre d'analyse très spécifique : *le capitalisme d'État*.

La nature gouvernementale des fonds souverains, leur pays d'origine, leur croissance exponentielle, leurs choix et objectifs d'investissement douteux et leur opacité rendent leurs activités trop controversées. Pour certains, les fonds souverains sont bénéfiques puisqu'ils assurent la stabilité financière à long terme des firmes en crise. Pour d'autres, ils sont une menace sérieuse sur la souveraineté des pays hôtes et sur la stabilité de marchés financiers internationaux, puisque leurs objectifs sont plutôt géopolitiques qu'économiques. D'ailleurs,

⁴² « Les fonds souverains, qui sont créés et contrôlés par des États, ne peuvent être considérés comme des investisseurs ordinaires » (Bismuth, 2010).

de nombreux pays soulignent l'importance d'adopter des pratiques protectionnistes pour réduire les risques des fonds souverains qui sont amplifiés par leur opacité.

Malgré l'engouement pour les fonds souverains durant les dernières années, la recherche empirique est encore très limitée et la majorité des questions soulevées au sujet des fonds souverains restent toujours sans réponse. Pour cette raison, nous sommes incités à explorer cette thématique passablement complexe comme sujet de recherche encore assez vierge. En effet, les fonds souverains peuvent toucher à plusieurs secteurs : économique, politique, sociale, stratégique, etc.

En ce qui a trait au présent travail, notre objectif ultime est d'apporter une meilleure compréhension des fonds souverains et d'examiner empiriquement la perception des obligataires vis-à-vis leur propriété ascendante dans les firmes publiques. Essentiellement, notre problématique peut être résumée dans la question suivante :

Y-a-t-il une relation entre les investissements des fonds souverains, comme attribut de structure de propriété, et le coût de la dette obligataire ? Si oui, dans quel sens ?

Selon nos lectures, aucun travail n'a étudié directement l'impact de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire. Dès lors, notre étude permet d'enrichir la littérature financière et internationale en fournissant une analyse empirique approfondie sur un des sujets les plus controversés actuellement. L'examen de l'impact de leurs investissements sur l'activité financière et la gouvernance des entreprises cibles nous permettra de résoudre un des problèmes importants soulevés par leur présence croissante sur le marché financier international. D'ailleurs, Fotak, Bortolotti et Megginson (2008) soutiennent que l'impact des fonds souverains sur la gouvernance d'entreprise compte parmi les plus importants enjeux au sujet de leur multiplication dans l'actionnariat des firmes. De plus, notre travail contribue à la littérature en utilisant différents tests empiriques pour distinguer les divers mécanismes par lesquels les fonds souverains pourraient affecter le coût de la dette. Notre étude contribue également à faire avancer le débat sur les déterminants du coût de la dette et la manière dont les mécanismes de gouvernance, notamment la structure de propriété, pourraient affecter la perception des créanciers. En fait, Boubakri, Elghoul, Guedhami et Samet (2015) et Bliss et Gul (2012) confirment que seul un nombre très limité d'études ont examiné les déterminants

du coût de la dette⁴³. Quant à Jiraporn, Chintrakarn, Kim, Liu (2013) et Xu et Li (2010), ils soutiennent que l'impact de la gouvernance d'entreprise sur les détenteurs d'obligations demeure toujours obscur. Ghouma (2017) ajoute que, malgré la taille croissante du marché obligataire des entreprises, peu de recherches ont étudié l'impact de la gouvernance sur la richesse des obligataires. De même, le présent travail représente un enrichissement de la littérature au sujet de l'effet des investissements gouvernementaux sur le coût de la dette dans un cadre d'analyse spécifique⁴⁴. En effet et malgré la tendance de privatisation et les critiques des méthodes de gestion gouvernementales, l'État revient en force sur le paysage financier international en tant qu'investisseur plutôt qu'en tant que propriétaire.

Nos résultats amélioreront la compréhension des analystes et des praticiens au sujet de la perception du marché vis-à-vis les activités des fonds souverains. Ces résultats sont aussi importants pour les créanciers qui cherchent à mieux évaluer le risque des firmes qui offrent des obligations, pour les firmes qui cherchent à mieux comprendre les déterminants du coût de la dette et pour les décideurs politiques qui cherchent à régulariser les investissements des fonds souverains afin de protéger leur économie et leur souveraineté. En effet, les résultats de cette étude permettront de contribuer au débat concernant la légitimité des pratiques protectionnistes adoptées par les pays d'accueil.

Le reste de ce travail est organisé comme suit : les sections 2 et 3 traitent de la littérature au sujet de la gouvernance et du coût de la dette. La section 4 présente notre étude empirique qui examine l'effet de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire. Dans la section 4, nous présentons le cadre théorique et les hypothèses à tester, à la suite de quoi nous tirerons des conclusions.

3.2 Gouvernance d'entreprise et coût de la dette : revue de la littérature

Selon Bhojraj et Sengupta (2003), les créanciers peuvent courir le risque d'agence (*agency risk*) et le risque informationnel (*information risk*), qui découlent de l'opportunisme des gestionnaires. De plus, les créanciers, notamment les obligataires, risquent d'être expropriés

⁴³ «Yet little is known about the determinants of corporate debt pricing» (Boubakri, Elghoul, Guedhami et Samet, 2015).

⁴⁴ Effectuer une étude à l'international est un défi en soi.

par les actionnaires ultimes. Pour réduire ces risques, la firme assume des coûts d'agence qui réduisent sa valeur et augmentent sa probabilité de défaut (Jensen et Meckling, 1976). Des mécanismes de gouvernance efficaces ont pour effet de contrôler les risques d'agence, de protéger les prêteurs de fonds et d'assurer la rentabilité de leurs investissements (Shleifer et Vishny, 1997). En effet, Aman et Nguyen (2013) confirment qu'une bonne gouvernance est très appréciée par les participants sur les marchés du crédit et favorise un coût de financement par dette plus faible (Bhojraj et Sengupta, 2003 ; Anderson, Mansi et Reeb, 2003). Aman et Nguyen (2013) soutiennent assurément qu'une gouvernance efficace améliore la capacité d'une entreprise à lever des fonds à moindre coût, alors que la détection des conflits d'agence au sein d'une firme ou d'une gouvernance d'entreprise inefficace incite les prêteurs à exiger comme compensation des primes de risque plus élevées, ce qui se traduit par des coûts de financement par dette plus élevés.

Empiriquement, les études examinant la relation entre la qualité de la gouvernance des entreprises et le coût de financement par endettement restent toujours restreintes. Les résultats de ces études sont mitigés. Bhojraj et Sengupta (2003) démontrent une relation négative (positive) entre l'indépendance du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire (notation financière). De même, Anderson, Mansi et Reeb (2004) soutiennent qu'un conseil d'administration indépendant et de grande taille contrôle plus efficacement l'opportunisme des gestionnaires et affecte donc négativement le coût de la dette. Sengupta (1998) soutient que la gouvernance des entreprises peut réduire le coût de la dette en atténuant le risque informationnel. Il montre une relation négative entre la qualité de la divulgation de l'information et le coût de la dette mesuré par le taux de rendement actuariel (*yield to maturity*) et la marge actuarielle (*yield spread*). Dans le même contexte, Ashbaugh, Collins et LaFond (2006) confirment qu'une meilleure divulgation de l'information et une meilleure transparence sont positivement liées à la notation de crédit. Aman et Nguyen (2013) confirment ces résultats. En se basant sur un échantillon de firmes japonaises, ils observent une relation positive entre la qualité de la gouvernance d'entreprise et la notation financière. En effet, la notation financière augmente avec la taille du conseil d'administration et une meilleure transparence. Aussi, Anderson, Mansi et Reeb (2004) voient une relation négative entre l'indépendance et la taille du comité d'audit d'une part et le coût des obligations d'autre part.

Boubakri, Elghoul, Guedhami et Samet (2015) maintiennent quant à eux que la crédibilité des prévisions des analystes financiers et leur expertise réduisent les primes de risque et augmentent la notation financière. Cette relation est plus forte surtout dans les firmes qui opèrent dans les pays où la protection des créanciers, la qualité des institutions et le niveau des standards de transparence sont faibles. Également, Mansi, Maxwell et Miller (2011) soutiennent que l'environnement informationnel de la firme peut réduire le coût de la dette en réduisant l'asymétrie d'information entre les participants du marché et en disciplinant les gestionnaires. Karjalainen (2011) trouve une relation négative entre la qualité d'audit et le coût de financement par dette. Mansi, Maxwell et Miller (2004) confirment ces résultats. Saker, Aldamen, Abouelhemdiat et Abu Hassira (2015), en considérant un échantillon de firmes qatariennes, démontrent que les créanciers qui détectent le risque de manipulation d'informations dans la firme demandent des primes de risque plus élevées. De même, Moerman (2010) constate une relation positive entre l'asymétrie d'information et le coût de la dette. Adams et Mansi (2009), pour leur part, soutiennent une relation négative entre le taux de rotation des dirigeants et le coût de la dette obligataire. Ghouma (2017) analyse l'effet de l'opportunisme des gestionnaires sur le coût de la dette obligataire et la notation financière. Il démontre que l'enracinement des gestionnaires et la manipulation des résultats affectent positivement les coûts des obligations et négativement la notation financière.

En examinant le marché de prise de contrôle comme mécanisme de gouvernance, Qiu et Yu (2009) soutiennent que les participants dans le marché de crédit perçoivent un marché de prise de contrôle ouvert comme un mécanisme de gouvernance efficace qui a pour effet de discipliner l'équipe dirigeante et de réduire alors les coûts d'agence⁴⁵. Ils trouvent que le coût de la dette obligataire augmente après l'adoption de lois et de mesures anti-prises de contrôle. Pour Klock, Mansi et Maxwell (2005), les clauses anti-OPA qui protègent la firme contre une prise de contrôle hostile et qui sont normalement indicatives d'une mauvaise gouvernance contribuent à réduire le coût de la dette de l'entreprise, car elles permettent aux gestionnaires de poursuivre des stratégies à faible risque. Ertugrul et Hedge (2008) maintiennent que le mode de rémunération incitatif par options d'achat a pour effet de réduire le risque de défaut perçu par les obligataires qui diminuent à leur tour les primes de risque exigées. Duru, Mansi et Reeb

⁴⁵Jensen et Ruback (1983) et Shleifer et Vishny (1997) expliquent davantage l'effet du marché de prise de contrôle comme un mécanisme de gouvernance d'entreprise.

(2005) confirment ces résultats. Hope, Kang, Thomas et Yoo (2009) trouvent aussi une relation négative entre la rémunération excessive des auditeurs et le coût du capital. Andrade, Bernile et Hood (2014) appuient l'importance de la réglementation dans le contexte de la gouvernance d'une firme. Ils trouvent qu'une meilleure transparence des firmes après l'adoption de l'acte de Sabanes-Oxley s'associe à une réduction du coût de la dette. Ghouma (2017) confirme ces résultats.

Anginer, Mansi et Yıldızhan (2016) considèrent la réputation de la firme comme un complément aux mécanismes de gouvernance d'entreprise qui permet de réduire les problèmes d'agence en atténuant le risque d'asymétrie d'information. Leur étude fournit des preuves que la réputation de la firme joue un rôle déterminant dans l'évaluation du risque de défaut de la firme. En effet, on trouve une relation inverse entre la réputation de l'entreprise et le coût des obligations. Bliss et Gul (2012) analysent l'effet des relations politiques dans le contexte du marché malais. Ils confirment que les participants du marché de crédit perçoivent les firmes connectées politiquement comme plus risquées et exigent d'eux des primes de risque plus élevées. De même, ils observent que les firmes qui présentent la dualité du CEO payent plus leur dette.

Les études citées plus haut confirment l'effet favorable de la gouvernance sur la perception des participants du marché de crédit. Cependant, d'autres études observent le contraire. Par exemple, Bradley et Chen (2015) suggèrent que, agissant dans l'intérêt des actionnaires, le rôle de surveillance des administrateurs indépendants devient de plus en plus coûteux pour les obligataires en raison de l'intensification des conflits d'agence entre ces deux parties prenantes, ce qui augmente le coût de la dette. Pareillement, Jiraporn, Chintrakarn, Kim et Liu (2013) constatent qu'une gouvernance d'entreprise plus forte s'associe à un coût de la dette plus élevé. Ils soutiennent que, bien que la gouvernance d'entreprise puisse atténuer le conflit d'agence entre les gestionnaires et les actionnaires, elle semble exacerber le conflit d'agence entre les actionnaires et les obligataires.

Dans la section suivante, nous nous concentrerons sur la structure de propriété comme attribut de la gouvernance et nous présenterons les différents mécanismes mentionnés dans la littérature par lesquels la structure de propriété peut influencer le coût de la dette.

3.3 Structure de propriété et coût de la dette: revue de la littérature

Plusieurs hypothèses et théories ont été avancées pour expliquer les différents mécanismes par lesquels la structure de propriété peut influencer la firme (par exemple, l'actionnariat institutionnel [surveillance, activisme contre passivité]; la concentration de l'actionnariat [bénéfices partagés, bénéfices privés, expropriation]; l'actionnariat des initiés [alignement d'intérêt vis-à-vis enracinement]; identité de l'investisseur [gouvernement, famille, institutions privées, etc.]. Empiriquement, cette variabilité se manifeste par les résultats divergents et peu cohérents des études. La section suivante présente les différentes théories suggérées quant à l'effet de la structure de propriété et les résultats des études empiriques.

3.3.1 Les investisseurs institutionnels et l'activisme actionnarial

L'activisme actionnarial et la surveillance par les grands investisseurs tels que les institutions sont souvent considérées comme des mécanismes de gouvernance d'entreprise par excellence qui favorisent un rôle disciplinaire des décisions managériales. Un nombre considérable de recherches traite de ce sujet. Les résultats sont loin d'être cohérents.

En fait, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs prédominants sur les marchés financiers internationaux (Ferreira et Matos, 2008 ; Lee et Park, 2009 ; Davis, 2002 ; Smith, 1996 ; Johnson et Greening, 1999 ; Agrawal et Mandelker, 1990). De plus, ils représentent un mécanisme important de la gouvernance d'entreprise (Roberts et Yuan, 2010). Selon Ferreira et Matos (2008), l'actif sous leur gestion a triplé depuis les années 90 et ils sont devenus les propriétaires les plus importants des entreprises américaines dont la propriété excède 50 % du marché boursier américain en 2004 (Chen, Harford et Li, 2007)⁴⁶. Cette croissance rapide de l'actionnariat des institutions aux États-Unis et à travers le monde (Khorana, Servaes et Tufano, 2005 ; Ferreira et Matos, 2008) a suscité l'intérêt des experts vis-

⁴⁶Selon le fonds monétaire international (2005), l'actif sous la gestion des investisseurs institutionnels dépasse 45 trillions de dollars américains (extrait de Ferreira et Matos, 2008).

à-vis leur rôle de surveillance et les différents mécanismes par lesquels ils peuvent influencer la firme.

Pour certains, les institutions, en raison de leur taille et de leur expertise, sont les plus disposées à assumer les coûts de surveillance lourds et à exercer un rôle de contrôle sur les gestionnaires pour qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires (Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian, 2007), alors que pour d'autres, les investisseurs institutionnels ont des incitations limitées à surveiller les décisions des gestionnaires et préfèrent rester des actionnaires passifs dans la firme (*Passive voting hypothesis*) (Pound, 1988).

D'autres spécialistes présentent le choix des institutions vis-à-vis leur intervention dans la firme comme un compromis entre les bénéfices partagés à long terme d'un contrôle actif ou des bénéfices privés à court terme d'un rôle passif de simple opérateur de marché (*trader*) (Elyasiani, Jia et Mao, 2010 et Chen, Harford et Li, 2007). Les études théoriques de Shleifer et Vishny (1986) et Maug (1998) discutent ce compromis auquel les investisseurs institutionnels font face⁴⁷. Ces derniers présentent les déterminants qui influencent le choix du type d'intervention (taille de la participation, indépendance, horizon d'investissement, stabilité, taux de rotation du portefeuille, etc.). Cette variabilité des théories se manifeste par les résultats mitigés des études empiriques qui traitent des avantages et des coûts de la propriété institutionnelle.

Selon Grossman et Hart (1980) et Demsetz (1983), seuls les grands investisseurs peuvent tirer bénéfice d'un rôle actif de surveillance⁴⁸. Conformément aux idées de ces derniers, Shleifer et Vishny (1986) présentent l'*Active monitoring hypothesis* selon laquelle les grands investisseurs présentent une solution au problème du *free rider*. En fait, les investisseurs avec de larges participations à long terme montrent plus d'habileté et de motivation pour surveiller leurs investissements et pour contrôler l'opportunisme des gestionnaires (Maug, 1998 ; Gillan et Starks, 2003 et Kaplan et Minton, 1994). Ceci a pour effet de réduire les risques d'agence,

⁴⁷Voir aussi l'étude de Kahn et Winton (1998).

⁴⁸ Nous désignons par *grands investisseurs* les actionnaires qui sont susceptibles d'acquérir une grande participation dans le capital ou le contrôle de l'entreprise (par exemple, ultimes, de contrôle, majoritaires, institutionnels).

d'améliorer la valeur de la firme et son environnement informationnel, d'où un risque de défaut plus faible et un coût de dette réduit.

Conformément à l'hypothèse de surveillance de Shleifer et Vishny (1986), McConnel et Servaes (1990) trouvent une relation positive entre la propriété institutionnelle et le Q de Tobin. Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2007) et Maury et Pajuste (2005) observent une relation positive entre le pourcentage d'actionnariat institutionnel et le nombre d'actionnaires institutionnels d'une part et la performance de la firme d'autre part. De même, Claessens, Djancov, Fan et Lang (2002) constatent que, conformément à l'effet d'incitation positif, la valeur de l'entreprise augmente avec la propriété du capital. Barclay et Holderness (1991) rapportent une réaction boursière positive suite à l'annonce d'importantes participations par les institutions.

Pour Hadani, Goranova et Khan (2011), la surveillance des investisseurs institutionnels est négativement liée à la gestion des résultats, ce qui réduit l'asymétrie d'information entre les gestionnaires et actionnaires (*information risk*). Également, Ajinkya Bhojraj et Sengupta (2005) établissent que l'actionnariat institutionnel améliore la qualité de divulgation d'information en poussant les firmes à communiquer les informations au moment opportun. Les résultats de Bushee (1998) indiquent que les gestionnaires ont moins tendance à réduire les investissements en recherche et développement pour camoufler la détérioration des bénéfices lorsque la propriété institutionnelle est élevée. Brickley, Lease, et Smith (1988) montrent quant à eux que les investisseurs institutionnels s'opposent plus activement aux propositions anti-OPA qui semblent nuisibles aux actionnaires. Agarwal et Mandelker (1990) confirment ces résultats, et Jarrel et Poulsen (1987) soutiennent que les firmes qui présentent des propositions nuisibles à la valeur des actionnaires obtiennent des taux faibles de participation des institutions. Dharwadkar, Goranova, Brandes et Khan (2008), comme Hartzell et Starks (2003), démontrent que l'importance de la participation des institutions est liée négativement à la rémunération des hauts dirigeants.

Du point de vue de l'activisme actionnarial, plusieurs actionnaires activistes font beaucoup d'effort pour réformer et améliorer les structures de gouvernance d'entreprise. Les propositions d'actionnaires qui concernent la gouvernance d'entreprise portent souvent sur le conseil

d'administration, la rémunération des dirigeants, etc⁴⁹. Empiriquement, Smith (1996) trouve une relation positive entre l'actionnariat activiste de *CalPERS* et la valeur de la firme. De même, Lee et Park (2009) confirment l'effet positif de l'activisme institutionnel sur la valeur des actionnaires. Pour Del Guercio, Seery et Woidtke (2008), l'activisme des institutions a un effet positif sur la valeur de la firme et la rotation des dirigeants. Pareillement, Brav, Jiang, Partony et Thomas (2008) soutiennent que les rendements anormaux des firmes à la suite à l'annonce de l'actionnariat des *hedge funds* activistes sont positifs d'environ 7 %. De plus, une relation positive existe entre l'activisme des *hedge funds*, la performance de la firme et la rotation des dirigeants. Greenwood et Schor (2009) et Clifford (2008) confirment le rôle positif de l'activisme. Renneboog et Szilagyi (2007) observent une réaction positive du marché pour les mesures anti-OPA proposées par les fonds de pension publics. De plus, le suivi institutionnel peut améliorer la qualité de l'information fournie par la direction en réduisant la manipulation des bénéfices (Chung, Firth et Kim, 2002)⁵⁰.

L'investissement institutionnel peut également représenter une source d'information pour les créanciers quant à la présence d'un risque de conflit d'agence et quant à la probabilité de faillite de la firme. En fait, si les grands investisseurs affectent négativement les risques d'agence, et positivement la valeur de la firme, son environnement informationnel et sa qualité de divulgation d'information, on s'attend alors à ce que les créanciers se sentent plus rassurés vis-à-vis la solvabilité de la firme ; on s'attend aussi à ce qu'ils demandent des primes de risque plus faibles et à ce que les agences de notation améliorent la notation de crédit. En effet, Bhojraj et Sengupta (2003) constatent que les entreprises qui ont un plus grand actionnariat institutionnel bénéficient de rendements obligataires plus faibles et de notes de crédit plus élevées sur leurs nouvelles émissions obligataires. Ces auteurs considèrent les investisseurs institutionnels comme un mécanisme de gouvernance d'entreprise qui réduit la probabilité du défaut de l'entreprise en mitigeant le risque d'agence et le risque informationnel. De même, Anderson, Mansi et Reeb (2003) ont établi une relation négative entre le contrôle par les familles et les taux de rendement actuariels. Selon eux, les obligataires perçoivent la propriété

⁴⁹Les propositions des actionnaires activistes peuvent inclure aussi d'autres aspects, tels que l'aspect social comme les droits des employés, les droits de la personne, l'environnement, etc.

⁵⁰Il faut noter que pas mal d'autres études trouvent à l'activisme un impact négatif, comme Prevost et Rao (2000) ; de même, Hadani, Goranova et Khan (2011), qui montrent une relation positive entre l'activisme actionnarial et la manipulation d'informations par les gestionnaires, ce qui accentue le risque d'asymétrie d'information entre gestionnaires et actionnaires.

familiale comme la structure qui protège le plus leurs intérêts. Cremers, Nair et Wei (2007) constatent aussi que l'actionnariat institutionnel est associé à un coût de dette obligataire inférieur pour les entreprises qui sont bien protégées contre les prises de contrôle hostiles. Aman et Nguyen (2013) montrent qu'une surveillance active par les investisseurs institutionnels et une meilleure qualité de la divulgation d'information atténuent les conflits d'agence et réduisent le risque pour les débiteurs, ce qui se manifeste par une notation de crédit plus élevée. De même, Ashbaugh, Collins et LaFond (2006) confirment une relation positive entre la notation de crédit et la propriété institutionnelle. Quant à Roberts et Yuan (2010), ils observent une relation négative entre la participation des institutions et le coût de la dette bancaire. Cette relation est encore plus forte pour les firmes qui ont un niveau d'asymétrie d'information plus élevé.

Les résultats des études présentés ci-dessus sont cohérents avec l'hypothèse de la surveillance active (*Active monitoring hypothesis*). Cependant, les investisseurs ne sont pas également équipés ni motivés pour être des moniteurs actifs (Ferreira et Matos, 2008). En effet, Pound (1988) confirme que plusieurs grands investisseurs, comme les investisseurs institutionnels, peuvent adopter un comportement passif. Ils « votent avec leurs pieds » lorsqu'ils ne sont pas satisfaits de la gestion d'une entreprise et de sa performance (Parrino, Sias et Starks, 2003). Le comportement passif se manifeste par le fait que les investisseurs suivent le vote des dirigeants, ou s'abstiennent de voter ou vendent leurs actions pour éviter de voter : c'est l'hypothèse du *passive monitoring*. Les travaux du Wahal (1996), Smith (1996), Strickland, Wiles, Zenner (1996), Thomas et Cotter (2007), Woods (1996), Karpoff, Malatesta et Walkling (1996), Duggal et Millar (1999) et Faccio et Lasfer (1999) montrent un effet négligeable non significatif de la propriété institutionnelle.

Ce comportement passif peut s'expliquer par : *i*) un coût élevé de surveillance que les investisseurs ne peuvent pas assumer (Gantchev, 2013, et Maug, 1998); *ii*) une taille de participation modeste qui ne génère pas assez de rendements pour inciter l'engagement dans le processus de vote ; *iii*) une dépendance d'intérêt des actionnaires envers les dirigeants qui ne leur permet pas de voter contre eux ; *iv*) un taux de rotation de portefeuille élevé qui montre un manque de stabilité de leurs investissements; et *v*) un horizon d'investissement à court terme dont l'objectif est tout simplement de jouer un rôle de spéculateur qui vend ses actions dès que

la performance de la firme se détériore. Le choix entre une intervention active ou passive peut dépendre de ces facteurs.

Selon Maug (1998), la motivation pour l'activisme des investisseurs ultimes est assujettie à la liquidité du marché et aux coûts de la surveillance. Si les coûts de surveillance sont lourds, le contexte d'un marché liquide incite les investisseurs ultimes à exercer une activité de spéculation (et non de contrôle) et à extraire des bénéfices privés à court terme. Pour Ferreira et Matos (2008), Chen, Harford et Li (2007), David, Kochhar et Levitas (1998), Pound (1988), Brickley, Lease et Smith (1988) et Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2004), les avantages nets de la surveillance augmentent avec l'indépendance des institutions vis-à-vis les dirigeants⁵¹. En effet, selon Chen, Harford et Li (2007), les investisseurs institutionnels indépendants qui maintiennent des participations importantes avec un horizon d'investissement à long terme (au moins un an) sont plus motivés à s'engager dans une activité de surveillance active des décisions managériales, ce qui génère des gains partagés avec les autres actionnaires. Les autres ne contrôlent pas. Pour Woidtke (2002), l'effet d'un rôle de surveillance actif dépend de l'objectif d'investissement des institutions. C'est ainsi que Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2007) et Ferreira et Matos (2008) soutiennent que les investisseurs institutionnels ne sont pas tous égaux. En effet, Woidtke (2002) montre que la valeur de la firme est positivement reliée à l'actionnariat des fonds de pension seulement.

Bushee (1998), McConnel et Servaes (1990), Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2004), Maug (1998), Chung, Firth, Kim (2002) et Chen, Harford et Li (2007) soutiennent que l'habilité des institutions à surveiller et à influencer les décisions managériales est fonction de la taille de leur participation. Si la participation des investisseurs institutionnels est élevée, les actions sont moins liquides et sont donc détenues pour des périodes plus longues. Dans ce cas, l'incitation à surveiller les décisions managériales est plus forte. Toutefois, lorsque les investisseurs institutionnels détiennent une fraction relativement modeste des actions dans l'entreprise, ils peuvent facilement liquider leurs placements si l'entreprise obtient de

⁵¹ Comme Brickley, Lease et Smith (1988), Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2004) et Chen, Harford et Li (2007) définissent l'indépendance comme l'absence de relations d'affaires potentielles entre les investisseurs et la firme.

mauvaises performances. Ils sont donc moins incités à surveiller (Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian, 2004).

Gaspar, Massa et Matos (2005) admettent que les horizons d'investissement affectent le degré de surveillance des gestionnaires par les grands investisseurs. Selon eux, les investisseurs ayant un horizon d'investissement à court terme sont moins incités à fournir des efforts pour se renseigner sur la firme et à dépenser des ressources dans son suivi, car ils ne comptent pas rester assez longtemps pour récolter les avantages correspondants. En effet, Chen, Harford et Li (2007), Chen et Harford (2005), Gaspar, Massa et Matos (2005) trouvent que seuls les investisseurs avec un horizon d'investissement à long terme sont incités à exercer un rôle de surveillance actif plutôt qu'un rôle passif d'opérateur de marché, alors que les investisseurs plus intéressés à des investissements à court terme s'engagent plus dans le rôle d'opérateur de marché boursier (*trader*) pour extraire des bénéfices privés.

Finalement, Gaspar, Massa et Matos (2005) concluent que les investisseurs institutionnels à forte rotation de portefeuille exercent peu d'influence sur les gestionnaires en matière de décisions d'acquisition, tandis que les résultats de Ferreira et Matos (2008) indiquent que les institutions étrangères et indépendantes, avec potentiellement moins de liens d'affaires avec les entreprises, sont plus impliquées dans le suivi des sociétés dans le monde entier.

C'est dans ce sens qu'Elyasiani, Jia et Mao (2010) montrent que seuls les investisseurs institutionnels stables jouent un rôle dans la détermination du coût de la dette. Ils font état d'une relation négative (positive) entre la stabilité de l'actionnariat institutionnel et le coût des obligations (notation financière). De même, Bhojraj et Sengupta (2003) montrent que les entreprises ayant une plus grande proportion de propriétaires institutionnels bénéficient de rendements obligataires plus faibles et de notations plus élevées sur les obligations nouvellement émises.

3.3.2 La concentration d'actionnariat (blockholding)

La recherche au sujet de la concentration de l'actionnariat se partage entre les partisans qui soutiennent les avantages de la concentration de l'actionnariat et les opposants qui en

confirment les effets nuisibles. D'un côté, les adeptes soutiennent que la concentration de l'actionnariat doit comprendre un mécanisme de surveillance efficace qui réduit les conflits d'agence de type principal-agent, ce qui permet de générer des bénéfices partagés entre tous les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1986 ; Cai, Garner et Walking, 2009 ; Edmans, 2009 ; Demsetz, 1983 ; Barclay et Holderness, 1992 ; Barclay et Holderness, 1991 ; Hartzell et Starks, 2003). D'un autre côté, les opposants pensent que la concentration d'actionnariat peut favoriser les conflits d'agence de type principal-principal. En fait, les actionnaires ultimes peuvent influencer les décisions managériales pour extraire des bénéfices personnels ou exproprier la richesse des actionnaires minoritaires (conflit d'agence actionnaires majoritaire et actionnaire minoritaire) et les créanciers en investissant dans des projets trop risqués (conflit d'agence entre actionnaire et obligataires) (Jensen et Meckling, 1976). De plus, l'activisme des actionnaires ultimes accentue le problème d'asymétrie d'information au sein de la firme (Hadani, Goranova et Khan, 2011). Les travaux de Dyck et Zingales (2004) ; Claessens, Djancov, Fan et Lang (2002) et Hadani, Goranova et Khan (2011) confirment les effets négatifs de la concentration de l'actionnariat. Les créanciers qui détectent ce type de conflit d'agence augmentent les primes de risques de crédit. De même, les agences de notation réduisent les notes de crédit. En effet, Bhojraj et Sengupta (2003) confirment que la concentration de la propriété institutionnelle a un effet significativement positif (négatif) sur les taux de rendement exigés (notation financière), ce qui suggère que la concentration de propriété institutionnelle est considérée comme une structure qui incite à l'extraction des bénéfices privés au détriment des créanciers. Ces résultats sont confirmés par Boubakri et Ghouma (2010). En menant une étude internationale, ces derniers analysent l'effet de l'expropriation par les grands investisseurs sur le coût de financement par dette obligataire. Ils trouvent une relation positive (négative) entre l'actionnariat ultime par les familles et la différence entre les droits aux votes et les droits aux *cashflows* et le coût des obligations (notation). Également, Ashbaugh, Collins et LaFond (2006) confirment que le nombre d'actionnaires majoritaires est négativement relié à la notation de crédit. De même, Byrd, Hambly et Watson (2007) rapportent dans leur article un commentaire spécial publié par Moody's en 2007 qui indique que l'activisme des *hedge funds* a un impact négatif sur la notation de la solvabilité des firmes. C'est ainsi que Roberts et Yuan (2010) confirment qu'un niveau élevé de la concentration de l'actionnariat institutionnel augmente le coût de financement par endettement bancaire. Pareillement, Cremers, Nair et Wei

(2007) trouvent que l'actionnariat ultime par les institutions semble augmenter le coût de dette obligataire, ceci surtout pour les firmes les moins protégées contre les prises de contrôle hostiles. Xu et Li (2010), quant à eux, maintiennent que les firmes ciblées par les *hedge funds* activistes payent plus des primes de risque de crédit. Ceci confirme l'hypothèse de l'expropriation, selon laquelle l'activisme des *hedge funds* augmente le risque de crédit en exacerbant l'expropriation de la richesse d'obligataires par les actionnaires majoritaires, tel que soutenu par Jensen et Meckling (1976). De plus, l'actionnariat des *hedge funds* activistes entraîne la diminution des notes de crédit des firmes cibles.

3.3.3 L'identité des grands investisseurs

L'identité des actionnaires ultimes influence la perception du marché vis-à-vis leur effet sur la gouvernance de la firme et sa performance (Shleifer et Vishny, 1986, Boubakri et Ghouma, 2010). En effet, les grands investisseurs (banques, compagnies d'assurances, fonds de pension, fonds d'investissement, familles, gouvernements, actionnaires fondateurs, etc.) ne sont pas égaux et n'ont pas les mêmes objectifs ni les mêmes outils ou motivations pour le contrôle actif (Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian, 2007 et Ferreira et Matos, 2008). Selon Brickley, Lease et Smith (1988). Les fonds mutuels et les fonds de pension ne se comportent pas de la même façon que les banques, les compagnies d'assurance et les fiducies.

Maury et Pajuste (2005) montrent que la relation entre les actionnaires multiples majoritaires et la valeur de l'entreprise est considérablement affectée par l'identité de ces détenteurs de blocs. En effet, la valeur de la firme diminue quand l'investisseur ultime est une famille, alors qu'elle augmente dans le cas où l'actionnaire est une institution financière, ce qui suggère que les familles ont plus tendance à extraire les bénéfices privés. De même, Claessens, Djankov et Lang (2002) ont montré que la séparation du droit de vote et du droit de capital a un effet négatif sur la performance ; cet effet est encore plus observable quand l'actionnaire de référence est une famille. De plus, Holderness et Sheehan (1988) observent qu'une société dont l'actionnaire majoritaire est une autre firme sera potentiellement plus performante qu'une société où l'actionnaire majoritaire est le dirigeant. L'étude de Woidtke (2002) approuve

l'importance de l'identité des institutions dans l'analyse de l'effet de la structure de propriété comme mécanisme de gouvernance de l'entreprise.

Pour Boubakri et Ghouma (2010), l'identité de l'actionnaire majoritaire exerce une influence sur la relation entre la structure de propriété et le coût de financement par endettement. En effet, l'actionnariat familial augmente le coût de la dette obligataire et réduit la notation financière, tandis que l'actionnariat des institutions financières réduit le coût de la dette et augmente la notation. Pour l'actionnariat de l'État, les auteurs n'ont détecté aucun effet significatif. À l'opposé, Anderson, Mansi et Reeb (2003) ont établi une relation négative entre l'actionnariat familial et les taux de rendement actuariels. Borisova et Megginson (2011) se penchent sur l'actionnariat de l'État. Ils examinent un échantillon d'entreprises totalement ou partiellement privatisées et établissent que la taille de participation du gouvernement est négativement liée aux primes de crédit, ce qui confirme l'hypothèse de l'effet de garantie de la propriété l'État contre le risque de défaut des firmes. Également, Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) confirment que l'actionnariat du gouvernement fait baisser le coût de financement par obligation des firmes publiques, ce qui confirme l'hypothèse de garantie gouvernementale contre le risque de faillite. Cette relation négative se manifeste seulement dans les périodes de crise financière. Cependant, dans les périodes hors crise la participation de l'État s'associe à une augmentation des primes de risque exigées, ce qui confirme l'effet négatif des investissements étatiques. Également, Ben-Nasr, Boubakri et Cosset (2012) trouvent que la propriété gouvernementale augmente de coût du capital en raison des interférences politiques de l'État.

3.3.4 L'actionnariat des initiés (insider ownership)

La firme moderne se caractérise par la dispersion d'actionnariat et la séparation entre propriété et contrôle (Berle et Means, 1932 et Jensen et Meckling, 1976). Les propriétaires engagent des gestionnaires pour travailler dans leur intérêt et augmenter la valeur de la firme. Cependant, selon la théorie d'agence, les gestionnaires sont opportunistes et ont tendance à s'engager dans des décisions qui augmentent leur fonction d'utilité au détriment à celle des actionnaires, ce qui accentue les conflits d'agence. La participation de l'équipe des dirigeants dans l'actionnariat de la firme a été présentée comme solution. En effet, l'actionnariat des initiés peut aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Cependant, faire participer les dirigeants dans l'actionnariat de la firme peut favoriser leur enracinement. Les travaux de McConnel et Servaes (1990) et Morck, Shleifer et Vishny (1988) traitent de la relation entre l'actionnariat des initiés et la valeur de la firme. Les résultats montrent une relation non monotone qui représente l'effet de l'alignement et de l'enracinement dépendamment du pourcentage d'actionnariat détenu par les initiés.

Quant à l'effet de l'actionnariat des initiés sur le coût de financement par dette, Billett, Hribar et Liu (2015) examinent la propriété managériale et trouvent que la notation de crédit se détériore avec la séparation entre les droits aux votes et les droits aux cashflows comme mesure de l'enracinement des gestionnaires, tandis que le coût de la dette augmente avec cette séparation. Contrairement, Ashbaugh, Collins et LaFond (2006) confirment une relation positive entre la notation de crédit et la propriété du conseil d'administration. De même, Anderson, Mansi et Reeb (2006) soutiennent que les créanciers perçoivent la propriété du chef de la direction comme un mécanisme de gouvernance qui limite les comportements opportunistes et qui protège leurs investissements dans l'entreprise.

La recherche financière empirique a largement exploré l'effet de la structure de propriété sur la performance de la firme. Cependant, les études qui examinent l'impact de la structure de propriété sur le coût d'endettement restent toujours limitées (Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015 ; Ghouma, 2017). De plus, les résultats empiriques des études traitant de cette relation sont peu cohérents. En effet, certains articles confirment l'effet positif de la surveillance des grands investisseurs, et d'autres voient un effet négatif ou n'en voient aucun.

Cela pourrait s'expliquer par le fait qu'on a considéré les institutions comme des entités homogènes (par exemple, McConnel et Servaes, 1990), ce qui représente un cadre très restrictif d'institutions qui présentent des motivations et des objectifs différents. En effet Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian, 2007, Ferreira et Matos, 2008 et Brickley, Lease et Smith (1988) soutiennent que les institutions ne sont pas égales et ne se comportent pas toutes de la même façon. Les considérer comme une entité homogène peut affecter la nature et la significativité des résultats des études (Woidtke, 2002). La majorité des études choisissent de plus les États-Unis comme cadre d'analyse ; ce choix pourrait limiter les résultats à ce contexte. Des études internationales pourraient élargir et enrichir le cadre d'analyse, puisque les pays ne présentent pas les mêmes niveaux-cadres économiques, politiques, et par ailleurs le niveau de protection des investisseurs n'est pas le même d'un pays à l'autre. En somme, l'effet des investissements institutionnels reste toujours une question empirique.

De plus, comme souligné plus haut, la structure de propriété a été mesurée par plusieurs attributs (identité, actionnariat institutionnel, concentration de l'actionnariat, actionnariat des initiés, etc.) et la littérature a identifié plusieurs mécanismes par lesquels la structure des actionnaires peut influencer le coût de financement par dette (activisme, surveillance, passivité, expropriation, garantie, etc.). La recherche sur le rôle de la structure de propriété s'est principalement concentrée sur l'hypothèse de l'activisme et de la surveillance des investisseurs institutionnels. À notre connaissance, aucune étude n'a prévu d'examiner plusieurs de ces mécanismes et attributs de la structure de propriété en même temps. C'est là un des défis de notre étude. En effet, l'examen des effets des fonds souverains nous fournit l'opportunité d'analyser une nouvelle structure d'institutions *hybride* et unique. Outre leur taille remarquable et leur taux de croissance assez impressionnant, les fonds souverains présentent plusieurs différences par rapport aux investisseurs institutionnels privés, dont le plus important est leur nature gouvernementale. Ce type de fonds unit ainsi le monde de l'investissement privé et le monde de l'investissement gouvernemental. Pour mieux comprendre leur effet, nous devons donc considérer plusieurs aspects, et nous devons envisager plusieurs hypothèses et plusieurs mécanismes par lesquels les fonds souverains peuvent influencer l'activité financière des firmes ciblées. L'objectif de ce travail est d'évaluer l'impact des fonds souverains, comme

investisseur institutionnel, sur les sociétés dans lesquelles ils investissent, et d'identifier les canaux par lesquels ils affectent le coût de la dette.

3.4. Investissement des fonds souverains et coût de la dette obligataire

3.4.1 Les fonds souverains : présentation générale et études empiriques

Le phénomène des fonds souverains est loin d'être nouveau. Le premier fonds souverain a été créé en 1952 par l'Arabie saoudite et porte le nom de *Saudi Arabian Monetary Agency*. Historiquement, le terme « fonds souverain » a été utilisé pour la première fois par Rozanov (2005) pour révéler de nouveaux investisseurs institutionnels internationaux que le *Sovereign Wealth Fund Institute* définit comme :

« a state-owned investment fund investing or entity that is commonly established from balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, governmental transfer payments, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from resource exports. The definition of sovereign wealth fund excludes, among other things, foreign currency reserves assets held by monetary authorities for the traditional balance of payments or monetary policy purposes, states owned enterprises (SOEs) in the traditional sense, government-employee pension funds (funded by employee/employer contributions), or assets managed for the benefit of individuals»⁵².

Les fonds souverains sont alors un type unique d'investisseur. Ils diffèrent des investisseurs institutionnels privés classiques ainsi que des autres véhicules d'investissement gouvernementaux. Ils ont plusieurs sources de financement, notamment les recettes provenant de l'exportation des matières premières et les réserves en devise étrangère. Leurs objectifs de création fondamentaux sont la stabilisation de l'économie, la gestion professionnelle de l'épargne nationale, le transfert de la richesse entre les générations et la promotion des industries et firmes nationales. L'intérêt récent qu'ils suscitent s'explique principalement par :

- i) leur croissance rapide et l'expansion de leurs activités (Kotter et al, 2011 ; Agardi et Alcouffe, 2008 ; Gomes, 2008 ; Balin, 2009). En effet, les actifs des fonds souverains ont

⁵²Source: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

augmenté de 59,1 % durant les années 2008-2012 (*Sovereign Wealth Fund Institute*, 2017)⁵³ et plus de la moitié des fonds souverains ont été créés dans les années 2000 ; *ii*) le changement de leurs stratégies d'investissement. Traditionnellement, les fonds souverains suivent des stratégies d'investissement conservatrices, alors que depuis récemment ils visent les marchés étrangers et s'intéressent de plus en plus aux actifs plus risqués, et leurs investissements sont orientés vers la maximisation des profits avec un horizon à long terme (Kotter et Lel, 2011 ; Aizenman et Glick, 2009 ; Moshirian, 2008 et Beck et Fidora, 2008); et *iii*) leur présence croissante dans l'actionnariat des firmes et des banques occidentales, notamment après la crise financière des crédits hypothécaires dite des *subprimes* à l'été 2007⁵⁴. Pendant cette crise, et en raison de leur grande taille et d'un horizon d'investissement à long terme, les fonds souverains ont joué un rôle important dans la stabilité des marchés financiers (Gomes, 2008 ; De Meester, 2008 ; Balin, 2009, Truman, 2008b). En effet, ils ont injecté, en 2007 seulement, un montant d'au moins de 40 milliards de dollars dans les institutions financières occidentales (Rose, 2008). Ceci a permis d'assurer la viabilité et la stabilité financière des firmes qui souffraient d'un sérieux manque de liquidité. Mais, malgré le rôle stabilisateur que les fonds souverains ont joué durant la période de crise, leur croissance soulève beaucoup d'inquiétudes quant à leurs objectifs d'investissement et leur impact sur la stabilité des marchés financiers. Ces craintes sont principalement motivées par leur opacité et leur structure gouvernementale (Truman, 2007d ; Truman, 2008a, b ; Chhaochharia et Laeven, 2010 ; Kambayashi, 2007 et Gomes, 2008), ce qui risque d'augmenter les pratiques protectionnistes et le ralentissement des échanges commerciaux internationaux (Beck et Fidora, 2008 ; Gomes, 2008 ; Truman, 2008a, b ; Truman, 2007a, b, c, d ; Balin, 2009).

Pour certains, l'actionnariat croissant des fonds souverains dans les institutions occidentales et la croissance de leur taille peuvent augmenter la volatilité des marchés financiers, créer des turbulences dans les prix d'actifs internationaux, menacer la sécurité nationale des pays d'accueil, la gouvernance, la performance et la gestion d'actifs des firmes dans lesquelles ils investissent (Balin, 2009 ; Guha, 2007 ; De Meester, 2008 ; Gomes, 2008 ; Markheim, 2008 ; Truman, 2007b ; Aizenman et Glick, 2009 ; Kambayashi, 2007 ; Kern, 2007

⁵³ Source : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

⁵⁴ « Ce qui rend ce phénomène particulièrement important et étrange, c'est le fait que la plupart des achats d'actions de l'État ont été des acquisitions dans des sociétés étrangères, où l'acheteur d'État ne peut exercer aucun pouvoir souverain de réglementation ou de surveillance » (Megginson et Fotack, 2015).

et Moshirian, 2008 ; Kotter et Lel, 2011 ; Chhaochharia et Laeven, 2010). En fait, Truman (2008b) affirme que plusieurs fonds souverains sont gérés par des États souverains considérés comme des acteurs géopolitiques sensibles (par exemple, la Russie et la Chine), ce qui augmente les interrogations concernant la possibilité que leurs investissements soient motivés par des objectifs politiques plutôt qu'économiques, s'écartant de l'objectif de maximisation des profits (par exemple, le transfert du savoir-faire et de la technologie, le contrôle des secteurs sensibles). En 2007, le secrétaire adjoint du Trésor américain Larry Summers a écrit, dans le *Financial Times*: «The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They may want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence»⁵⁵. Également, Chhaochharia et Laeven (2010) et d'autres soutiennent que la majorité des fonds souverains est dominée par des structures institutionnelles sous-développées qui manquent de sophistication et d'expertise pour bien gérer leurs actifs, ce qui peut présenter un risque sur la stabilité des marchés financiers, la gouvernance et la bonne gestion des firmes qui reçoivent leurs investissements.

Empiriquement, les chercheurs restent divisés sur l'effet des fonds souverains sur la performance et la gouvernance d'entreprise. Pour certains, la propriété des fonds souverains permet d'assurer une source financière stable à long terme et d'améliorer la gouvernance des firmes cibles. En effet, Kotter et Lel (2011), Knill, Lee et Mauck (2012a), Dewenter, Han et Malatesta (2010), Fotak, Bortolotti et Megginson (2008), Megginson, Bortolotti, Fotak et Miracky (2009), Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010), Sun et Hesse (2009) et Chhaochharia et Laeven (2010) confirment des rendements anormalement positifs des entreprises cibles suite aux annonces des investissements des fonds souverains. Pour d'autres, les fonds souverains affectent négativement la valeur et la gouvernance des entreprises cibles en exigeant des pratiques de gouvernance qui privilégient des objectifs géopolitiques dans l'intérêt de leur pays. De plus, et en raison de leurs structure gouvernementale et de leur manque de transparence, leur simple présence a pour effet d'augmenter les coûts d'agence, notamment, les coûts de contrôle, ce qui peut réduire la performance de l'entreprise cible.

⁵⁵ Extrait de Balding (2008).

Pourtant, les fonds souverains sont principalement considérés comme des investisseurs institutionnels passifs (Rose, 2008 ; Gomes, 2008)⁵⁶. Cette passivité peut encourager les gestionnaires à s'enraciner et à manifester davantage leur opportunisme, donc à augmenter les coûts d'agence et à détériorer la valeur de la firme (Rose, 2008). C'est ainsi que Chhaochharia et Laeven (2010), Fotak, Bortolotti et Megginson (2008), Megginson, Bortolotti, Fotak et Miracky (2009), Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010) et Bortolotti, Fotack et Megginson (2015) observent des rendements anormaux négatifs durant la période post-investissement des fonds souverains.

En somme, la recherche au sujet de l'impact des fonds souverains s'est largement concentrée sur l'effet des investissements des fonds souverains sur la valeur des firmes cibles. C'est un cadre restrictif de l'analyse de l'impact des fonds souverains. Dans le présent travail, nous envisageons de contourner cette faiblesse. En effet, notre objectif est d'examiner la perception des obligataires vis-à-vis les investissements des fonds souverains. En d'autres termes nous testons l'effet des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire.

3.4.2 Fonds souverains et coût de la dette obligataire : cadre théorique et présentation des hypothèses

Les fonds souverains sont un sujet très controversé, qui ne cesse d'attirer l'attention des spécialistes, des académiciens et des politiciens. Selon Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010), le rôle des fonds souverains dans la finance mondiale et la gouvernance d'entreprise augmentera considérablement dans l'avenir. Malgré cet engouement, les fonds souverains restent toujours mal connus et mal compris. La majorité des opinions, des jugements et des critiques au sujet des fonds souverains demeure toujours au stade hypothétique, sans supports académiques empiriques solides. En général, les essais empiriques existants se

⁵⁶«If political use of SWFs depends on their control of U.S. firms, the answer is almost certainly “no.” There is no significant evidence that SWFs have or will use control of U.S. firms to implement governmental policy. Indeed, American political and regulatory constraints will pressure SFWs not only to avoid control, but also to avoid exercising significant influence over U.S. companies in their portfolios. »

concentrent sur la relation entre la propriété des fonds souverains et la valeur des firmes cibles ainsi que sur les déterminants de leurs choix d'investissement.

Dans cette étude, nous visons à remédier à cette lacune en étudiant l'impact de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire dans un cadre d'analyse international. Ce choix est motivé par l'importance de la dette publique comme source de financement pour les firmes et par la taille énorme du marché obligataire. En effet, la dette publique représente l'un des plus importants marchés de titres au monde (Elyasiani, Jia et Mao, 2010 ; Bessembinder et Maxwell, 2008 ; Valta, 2012). Selon Boubakri, Elghoul, Guedhami et Samet (2015), la valeur de nouvelles émissions d'obligations entre 1997 et 2008 est de 4,6 billions de dollars, une taille importante en comparaison de la taille des nouvelles émissions des actions (1,5 billion de dollars) pour la même période⁵⁷. De plus, le choix des obligataires nous donne l'opportunité d'explorer la perception des investisseurs qui n'ont pas assez d'expertise ni d'outils pour se protéger, comme les banques. Les primes de risque exigées par les obligataires représentent donc par excellence leur évaluation du risque des investissements des fonds souverains. Par ailleurs, le choix d'un échantillon international nous permet d'élargir notre cadre d'analyse et d'augmenter la probabilité de généraliser nos résultats en prenant en considération les spécificités de chaque pays.

Notre objectif ultime est alors d'examiner l'impact des investissements des fonds souverains sur la gouvernance d'entreprise. D'ailleurs, Fotak, Bortolotti et Megginson (2008) soutiennent que l'effet des fonds souverains sur la gouvernance compte parmi les enjeux les plus importants. Cependant, dans nos analyses empiriques, on n'observe pas la gouvernance d'entreprise directement, mais on analyse l'effet de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette, puisque la littérature financière soutient la relation directe entre la gouvernance et le coût de la dette.

L'influence des fonds souverains sur le coût de la dette est complexe. En effet, les fonds souverains pourraient imposer différents objectifs, parfois même contradictoires. D'un côté, les fonds souverains, comme entité gouvernementale, pourraient imposer des objectifs

⁵⁷Selon les données de Thomson One Banker, entre la période de 1991-2010, 82,8 % des 121 billions d'émissions mondiales de titres sont liés à la dette (Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015).

politiques et sociaux à travers leurs investissements. De l'autre, les fonds souverains, comme investisseurs institutionnels de grande taille, pourraient améliorer la gouvernance et fournir une garantie implicite contre la faillite pour les firmes cibles. Pourtant ce sont des fonds passifs. Ceci peut rassurer les pays d'accueil, tout comme cela pourrait faire augmenter les coûts d'agence, surtout à cause de leur manque de transparence. Compte tenu de ces différents canaux d'influence, nous développons différentes hypothèses qui représentent les différents mécanismes par lesquels les fonds souverains pourraient bénéficier ou nuire aux détenteurs d'obligations (voir annexe A). Notons que l'objectif de ces sus hypothèse est de vérifier en premier lieu si la propriété des fonds souverains dans le capital des entreprises affecterait positivement ou négativement le coût du financement de ces dernières par emprunt obligataire. En deuxième lieu, si l'effet (positif ou négatif) de la propriété des fonds souverains dans le capital des entreprises sur le coût de financement par emprunt obligataire augmenterait ou non avec la taille de participation. En troisième lieu on cherche à vérifier lequel des canaux d'influence qui domine la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire.

Nous présentons ces hypothèses et leurs prédictions (sous forme des sous hypothèses) dans les paragraphes suivants. Notons que selon le cas, un seul ensemble de sous hypothèses sera testé, bien qu'il soit nécessaire à l'étape de la formulation des hypothèses de les présenter toutes.

3.4.2.1 L'hypothèse de la surveillance active

Selon la *Monitoring hypothesis* de Shleifer et Vishny (1986), une relation positive existe entre l'actionnariat institutionnel et la gouvernance d'entreprise. En effet, les actionnaires de grande taille sont plus motivés à exercer un rôle disciplinaire pour freiner l'opportunisme managérial (Edmans, 2009). Cela a pour effet d'atténuer les conflits d'agence, d'améliorer la crédibilité des rapports financiers, d'augmenter la performance et la solvabilité de la firme, ce qui engendre une réduction des primes de risque exigées par les créanciers et une élévation de la notation financière. La littérature de l'actionnariat institutionnel a largement prouvé l'effet positif de la surveillance des grands investisseurs (Ferreira et Matos, 2008 ; Brav, Jiang,

Partony et Thomas, 2008 ; Bhojraj et Sengupta, 2003). Cependant, Chen, Harford et Li (2007) soutiennent que les institutions ne sont pas égales dans leurs motivations, leurs objectifs, et donc dans leurs impacts sur la gouvernance de la firme. En effet, Bushee (1998), McConnell et Servaes (1990), Cornett, Marcus, Saunders et Tehranian (2004), Maug (1998), Chung, Firth, Kim (2002) et Chen, Harford et Li (2007) confirment que seules les institutions avec d'importantes participations sont incitées à surveiller les décisions managériales. Ainsi, les avantages nets de la surveillance augmentent avec la stabilité des investissements et l'horizon d'investissement à long terme (Elyasiani, Jia et Mao, 2010 ; Chen, Harford et Li, 2007, et Gaspar, Massa et Matos, 2005). Également, Ferreira et Matos (2008) confirment que les institutions sont plus motivées à surveiller quand elles investissent à l'étranger. Cependant, l'incitatif du contrôle diminue avec les coûts de surveillance (Maug, 1998).

Donc, en raison de leurs grande participation dans les firmes⁵⁸ (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015b ; Fernandes, 2014 ; Megginson, You et Han, 2013 ; Dewenter, Han et Malatesta, 2010), de leur stabilité et de leur horizon d'investissement à long terme (Knill, Lee et Mauck, 2012b ; Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky, 2010), de leur nature étrangère dans la majorité des investissements et du manque de responsabilités et d'obligations financières explicites envers des tiers (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015a et Fernandes, 2014), on s'attend à ce que les fonds souverains surveillent activement les décisions managériales et améliorent la qualité de la gouvernance des firmes dans lesquelles ils investissent. Dès lors, on prévoit une relation négative entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire. Ceci peut s'expliquer par le fait que les firmes qui sont strictement surveillées et contrôlées par les fonds souverains sont plus rentables et moins à risque. De plus, les obligataires économisent des coûts de surveillance s'ils se sentent rassurés par une surveillance efficace de la part des fonds souverains.

Hypothèse 1: La propriété des fonds souverains affecte négativement le coût de la dette obligataire des firmes.

Cette hypothèse est cohérente avec les résultats des études qui montrent une réaction positive du marché suite aux investissements des fonds souverains (du moins à court terme)

⁵⁸Le fonds souverain de la Norvège, qui ne détient jamais une fraction substantielle d'actions dans aucune entreprise, est une exception notable.

expliqué par les bénéfices de la surveillance active des fonds souverains (par exemple, Dewenter, Han, et Malatesta, 2010 ; Fernandes, 2014)⁵⁹. D'autres prévisions par rapport à l'hypothèse de surveillance sont plausibles.

Premièrement, l'effet favorable de la surveillance des fonds souverains devrait augmenter avec la taille de participation. D'ailleurs, Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) trouvent la relation entre la propriété des fonds souverains et la valeur de la firme influencée par la taille de participation.

⁵⁹Contrairement à Knill, Lee et Mauck (2012a), selon qui «the observed results are inconsistent with predictions of higher volatility and improved returns due to monitoring firm activities from the institutional investor literature. This suggests that SWFs may not provide some of the benefits that are offered by other institutional investors».

H_{1_1} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente avec la taille de participation et la présence des blocs d'actionnariat.

Deuxièmement, les fonds souverains devraient être plus à même de contrôler et d'influencer les investissements domestiques plutôt que les investissements à l'étranger. Dès lors, on s'attend à ce que l'effet favorable de la surveillance soit plus puissant pour les investissements domestiques des fonds souverains.

H_{1_2} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les investissements domestiques.

Troisièmement, les avantages nets de la surveillance des fonds souverains devraient être réduits avec la présence d'autres grands investisseurs dans la firme.

H_{1_3} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue avec la présence d'autres grands investisseurs.

Quatrièmement, l'effet favorable de la surveillance est réduit avec le niveau de passivité des fonds souverains.

H_{1_4} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue avec leur attitude passive.

Cinquièmement, l'effet favorable de la surveillance des fonds souverains devrait être plus grand pour les firmes qui opèrent dans les pays de droit civique. En fait, dans ces pays le niveau de protection des investisseurs est faible.

H_{1_5} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les firmes qui opèrent dans les pays de droit civique.

Sixièmement, l'effet favorable de la surveillance des fonds souverains devrait être modéré pour les firmes qui opèrent dans les pays où le niveau de protection des créanciers est élevé.

H_{1_6} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue pour les firmes qui opèrent dans les pays où le niveau de protection des créanciers est élevé.

Septièmement, l'effet favorable de la surveillance des fonds souverains devrait augmenter avec la qualité de gouvernance de fonds souverains.

H_{1.7} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente avec la qualité de leur gouvernance.

Huitièmement, l'effet favorable de la surveillance des fonds souverains devrait augmenter avec le niveau de transparence des fonds souverains.

H_{1.8} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente avec leur niveau de transparence.

Neuvièmement, l'effet de l'activisme des fonds souverains se manifeste tant dans les périodes de crise que hors de ces périodes. Nous prédisons donc que les périodes de crise financière n'affecteront pas la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire.

H_{1.9} : L'effet favorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire reste le même durant et hors les périodes de crise.

3.4.2.2 L'hypothèse de l'interférence politique et l'expropriation des créanciers

La littérature au sujet des grands investisseurs suppose que les fonds souverains, par le biais de leur grande taille et de leur horizon d'investissement à long terme, pourraient améliorer la gouvernance et la performance des firmes cibles, et par conséquent réduire leurs coûts d'endettement à travers une surveillance active. Cependant, les fonds souverains sont souvent présentés comme une menace sérieuse sur la stabilité des marchés financiers, la sécurité nationale, la gouvernance et la performance des firmes cibles. En fait, les investissements des fonds souverains, comme entités gouvernementales, pourraient être motivés par des objectifs géopolitiques et sociaux plutôt que des objectifs économiques (Keller, 2008 ; Shleifer et Vishny, 1994 ; Bernstein, Lerner et Schoar, 2013 ; Dyck et Morse, 2011 ; Gerard, 2007 ; Reisen, 2008 ; Cohen, 2009 ; Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015a ; Summers, 2007 ; Balding, 2009 ; Sun, Li, Wang et Clark, 2014 ; Helleiner, 2009 ; Kirshner, 2009 ; Knill, Lee et

Mauck, 2012a ; Knill, Lee et Mauck, 2012b ; Backer, 2009, Nilsen, 2010 ; Dedu et Nitescu, 2014 ; Chhaochharia et Laeven, 2010 ; Karolyi et Liao, 2010)⁶⁰. En effet, les fonds souverains pourraient utiliser leurs investissements pour exercer une influence politique internationale, accéder à des secteurs stratégiques dans les pays d'accueil, espionner et obtenir des secrets de sécurité nationale des pays d'accueil, promouvoir un modèle d'éthique et de responsabilité sociale⁶¹, contribuer au développement économique des pays d'origines en transférant la technologie et le savoir-faire, créer de l'emploi, etc. D'ailleurs, Knill, Lee et Mauck (2012b) soutiennent que les investissements des fonds souverains ont pour objectif de créer des relations politiques avec les pays cibles, et Dyck et Morse (2011) sont d'avis que les investissements des fonds souverains ont pour objectif de favoriser les changements dans les allocations industrielles nationales, ce qui constitue un objectif politique.

La littérature financière a également amplement discuté de l'inefficience et des effets négatifs des investissements gouvernementaux⁶². Selon Borizova, Brockman, Salas et Zagorchev (2012), la propriété gouvernementale peut détériorer la gouvernance des firmes et favoriser de nouveaux conflits d'agence. Premièrement, les gestionnaires étatiques manquent d'expertise et d'incitation pour exercer un rôle de contrôle et pour améliorer la valeur de la firme (Dewenter et Malatesta, 2001, Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015). Deuxièmement, la présence du gouvernement peut accentuer le problème d'asymétrie d'information au sein de la firme. Selon Dewenter, Han et Malatesta (2010), Bu (2010) et Slawotsky (2015), les fonds souverains montrent une supériorité informationnelle par rapport aux autres investisseurs. Ils peuvent connaître les changements réglementaires qui affectent la firme avant les investisseurs privés. Ils sont donc plus en mesure d'exproprier la richesse en vendant et en achetant des actions, se basant alors sur les informations privilégiées qui ne sont pas encore publiques. D'ailleurs, Hua, In, Do et Zhang (2015) suggèrent que l'asymétrie d'information liée à la propriété des fonds souverains peut accentuer le phénomène de citron,

⁶⁰ Une enquête menée en 2008 sur les fonds souverains montre que 36,4 % des répondants croient que les bénéfices stratégiques sont les motifs des investissements des fonds souverains alors que 35,5 % croient que les objectifs des investissements sont plutôt économiques (Johan, Knill et Mauck, 2013).

⁶¹ L'exemple du fonds souverain de la Norvège.

⁶² Selon Shleifer et Vishny (1994), «public enterprises are highly inefficient, and that inefficiency is the result of political pressures from the politicians who control them».

ce qui mène à des problèmes de liquidité, et les investisseurs moins informés sont incités à augmenter les primes de risque demandées.

D'un autre côté, la théorie d'agence suggère que les actionnaires majoritaires sont incités à exploiter leur supériorité informationnelle et leur pouvoir d'actionnariat pour extraire des bénéfices privées en expropriant la richesse des actionnaires minoritaires et des créanciers (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1997), ce qui peut affecter négativement la valeur de la firme et positivement le coût de la dette (Claessens, Djancov, Fan et Lang, 2002 ; Bohjraj et Sengupta, 2003 ; Boubakri et Ghouma, 2010 ; Cremers, Nair et Wei, 2007).

Pour toutes ces raisons, on s'attend à ce que les investissements des fonds souverains affectent négativement la perception des obligataires. Pour se protéger, ces derniers demanderaient des primes de risque plus élevées qui se traduiraient par un coût d'endettement plus élevé. D'ailleurs, Bernstein, Lerner, et Schoar (2013) démontrent que la participation des politiciens dans la gestion des fonds souverains s'associe à une mauvaise allocation d'actifs, ce qui confirme que les investissements des fonds souverains pourraient avoir comme objectif de servir les intérêts des politiciens plutôt que les intérêts économiques des firmes. De même, Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) et Knill, Lee et Mauck (2012a) confirment que l'influence politique des investissements des fonds souverains impacte négativement la performance des firmes. Également, les résultats des études de Hua, In, Do et Zhang (2015), Johan, Knill et Mauck (2013), Dewenter, Han et Malatesta (2010) et Kotter et Lel (2011) appuient l'hypothèse selon laquelle l'influence politique affecte négativement la performance et la gouvernance des firmes.

***Hypothèse 2 :** Le coût de financement par obligations des firmes cibles est positivement affecté par le risque d'interférence politique.*

D'autres sous-hypothèses peuvent être aussi testées en examinant les caractéristiques des firmes cibles, des fonds souverains, des pays d'accueil, des pays des fonds souverains et des transactions d'acquisition qui sont associées à la réaction négative des créanciers.

Premièrement, les grandes prises de participation des fonds souverains leur donnent le pouvoir politique et la flexibilité pour exproprier la richesse des créanciers. Donc, la magnitude de l'augmentation des primes de risque est positivement liée à la taille de participation des fonds souverains.

***H_{2_1} :** L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles augmente avec la taille de participation.*

Deuxièmement, la concentration de la propriété des fonds souverains augmente aussi les primes de risque exigées.

***H_{2_2} :** L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles augmente avec la concentration de leur actionnariat.*

Troisièmement, la propriété des fonds souverains peut se manifester par des investissements nationaux, mais surtout par des investissements à l'étranger (Bortolotti, Fotack et Megginson, 2014). On suppose que les investissements pour des objectifs politiques sont plus probables dans des firmes locales que dans des firmes à l'étranger, puisque les fonds souverains n'ont pas les mêmes capacités et le même pouvoir d'exercer leur autorité politique à l'étranger (Knill, Lee et Mauck (2012a). Dès lors, on s'attend à ce que l'effet défavorable de l'interférence politique des fonds souverains soit plus grand pour les firmes locales.

***H_{2_3} :** L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les investissements nationaux.*

Quatrièmement, les fonds souverains les plus opaques investissent plus à l'étranger à travers des véhicules d'investissement (Murtinu et Scalera, 2016). L'utilisation de véhicules comme intermédiaires augmente l'asymétrie d'information et peut être perçue comme un

moyen pour les fonds souverains de dissimuler leurs activités. En effet, il est plus difficile de suivre les investissements des fonds souverains et leurs objectifs en la présence de véhicules d'investissement. Dès lors, les fonds souverains dont l'intention est d'exproprier les créanciers et les actionnaires minoritaires sont plus susceptibles d'utiliser des véhicules d'investissement, car il est plus facile de dissimuler des informations sur leurs activités d'investissement dans un environnement moins informatif (Kotter et Lel 2011).

H_{2.4} : L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente avec l'utilisation de véhicules d'investissement.

Cinquièmement, pour poursuivre leurs objectifs politiques, les fonds souverains ciblent davantage les secteurs stratégiques et sensibles dans les pays comme le secteur financier, l'énergie, les ressources naturelles, les technologies et les services publics (Megginson, You et Han, 2013). Également, Dewenter, Han et Malatesta (2010) soutiennent que l'effet des investissements des fonds souverains s'amplifie pour les industries stratégiques.

H_{2.5} : L'effet défavorable de l'expropriation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les secteurs stratégiques.

Sixièmement, selon les prévisions de la *Monitoring hypothesis* de Shleifer et Vishny (1997), la présence d'autres gros actionnaires dans la structure de propriété des firmes cibles peut modérer l'effet expropriation des fonds souverains.

H_{2.6} : L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles diminue avec la présence d'autres grands investisseurs.

Septièmement, pour ne pas attirer l'attention publique et éviter les exigences réglementaires des pays d'accueil, les fonds souverains poursuivent une orientation passive (Rose, 2008). Cette passivité peut réduire l'effet défavorable de l'interférence politique.

H_{2.7} : L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue avec une attitude passive des fonds souverains.

Huitièmement, les investissements des fonds souverains sont souvent entourés d'un niveau élevé d'opacité (Bernstein, Lerner et Scholar, 2013 ; Megginson, You et Han, 2013). De plus,

les fonds souverains qui ont des objectifs géopolitiques ou sociaux et des intentions d'expropriation sont plus susceptibles d'être opaques (Kotter et Le, 2011). En effet, l'opacité des fonds souverains leur donne une certaine latitude pour dissimuler les informations concernant leurs investissements et leurs objectifs et favorise pour eux un environnement d'exploitation des informations privilégiées sur les actions gouvernementales (Dewenter, Han et Malatesta, 2010). Dès lors, l'opacité des fonds souverains pourrait amplifier les inquiétudes des participations du marché et la perception du risque chez les pays d'accueil (Bernstein, Lerner et Scholar, 2013 ; Megginson, You et Han, 2013 ; Summers, 2007 et Kratsas et Turbey, 2015), alors qu'une transparence volontaire pourrait être perçue comme un signal positif pour le marché, indiquant des objectifs d'investissements économiques plutôt que politiques. D'ailleurs, Kotter et Le (2011) soutiennent que la transparence des fonds souverains acquéreurs transmet aux participants du marché des informations positives sur les firmes cibles. Ces auteurs trouvent que l'effet positif des investissements des fonds souverains sur la valeur des firmes est plus élevé s'ils sont plus transparents.

H_{2,8} : L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue avec leur qualité de transparence.

Neuvièmement, les gestionnaires des fonds bien gouvernés sont plus susceptibles d'être tenus responsables de la performance de leurs investissements. En effet, les gestionnaires sont plus motivés à prendre les meilleures décisions et à mieux gérer leur portefeuille. Dès lors, la qualité de la gouvernance des fonds souverains peut modérer les craintes des créanciers vis-à-vis le risque d'expropriation.

H_{2,9} : L'effet défavorable des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue avec leur qualité de gouvernance.

Dixièmement, le fonds souverain de la Norvège est largement apprécié par rapport aux autres fonds. Il est souvent mentionné comme différent des autres fonds souverains, tant en termes d'organisation interne que de stratégie d'investissement. De plus, il est souvent considéré comme le fonds le plus transparent, le plus responsable ainsi que le mieux géré par une équipe professionnelle. En plus, ce fonds est un exemple de fonds passif. Il ne détient jamais des prises de participation majeures dans les firmes cibles et il est le plus isolé de

l'interférence politique (Bortolotti, Fotack et Megginson, 2015). Dès lors, la prochaine sous-hypothèse dicte que :

H_{2_10} : L'effet défavorable de l'expropriation des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue pour les investissements du fonds norvégien.

Onzièmement, les fonds souverains sont souvent accusés d'avoir des objectifs politiques et stratégiques et non économiques.

H_{2_11} : L'effet défavorable de l'interférence politique des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente si leur orientation est stratégique et si le niveau d'interférence gouvernementale est élevé en leur sein.

Douzièmement, les firmes ciblées par des fonds souverains originaires de pays dont le régime politique est autoritaire avec un environnement juridique faible et un taux de corruption élevé sont plus exposées aux risques d'expropriation. En fait, les investissements de ces fonds sont probablement utilisés pour des gains personnels des politiciens et de leurs partisans (Kotter et Lel, 2011).

H_{2_12} : L'effet défavorable de l'expropriation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour ceux qui sont originaires de pays autoritaires.

Treizièmement, le risque de l'influence politique à l'étranger peut augmenter si les deux pays entretiennent des relations politiques.

H_{2_13} : L'effet défavorable de l'expropriation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente en présence de relations politiques entre leur pays d'origine et leur pays d'accueil.

Quatorzièmement, l'appartenance à une même culture pour les pays acquéreurs et les pays cibles peut réduire les coûts des transactions et des négociations associées aux problèmes d'asymétrie d'information (Megginson, You et Han, 2013). Ceci permet de réduire le coût de la dette.

H_{2_14} : L'effet défavorable de l'expropriation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire diminue en présence de similarités culturelles entre leur pays d'origine et leur pays d'accueil.

3.4.2.3 L'hypothèse de passivité des fonds souverains

Les investissements des fonds souverains ont été souvent considérés comme une menace sur la performance des firmes, sur la stabilité des marchés financiers et sur la souveraineté des pays d'accueil. Ceci a été amplement relié aux objectifs politiques potentiels de leurs investissements (Keller, 2008 ; Dyck et Morse, 2014 ; Knill, Lee et Mauck, 2012b et Dewenter, Han et Malatesta, 2010). Pour prévenir l'impact négatif de leurs investissements, plusieurs pays ont introduit des pratiques protectionnistes et discutent de nouvelles lois pour réglementer leurs activités (Monk, 2009). Les principes de Santiago, par exemple, ont été définis par le FMI en 2008 comme un code de bonne conduite des fonds souverains.

Pour ne pas attirer l'attention des gouvernements des pays d'accueil et ne pas générer d'opposition politique, les fonds souverains ont intérêt à rester passifs et à ne pas participer activement dans la gouvernance des firmes cibles. Kratsas et Truby (2015) décrivent les fonds souverains comme des sources de financement importantes pour les firmes à l'international qui font généralement montre de positions d'investissement passives. En effet, en moyenne, un fonds souverain ne détient pas plus de 0,74 % des actions en circulation d'une société (Avendano et Santiso, 2011). De leur côté, Kotter et Lel (2011), Rose (2008), Mietzner, Schiereck, et Schweizer (2015) confirment aussi la passivité des fonds souverains. Conséquemment, on devrait s'attendre à ce que les fonds souverains n'agissent pas activement pour l'amélioration de la gouvernance des firmes cibles et de leur performance. Néanmoins, leur passivité pourrait au contraire favoriser d'autres coûts d'agence. Dès lors les obligataires

rationnels qui envisagent ce type de comportement exigeraient des primes de risque élevées sur leur investissement. L'hypothèse 3 peut être formulée comme suit :

Hypothèse 3 : Le coût de financement par obligations des firmes cibles est positivement affecté par le risque d'un comportement passif des fonds souverains.

D'autres sous-hypothèses peuvent être aussi testées :

Premièrement, d'importantes prises de participation dans les firmes cibles peuvent atténuer les positions passives des fonds souverains. Dès lors, l'ampleur de l'augmentation des primes de risque est liée négativement à la taille de participation des fonds souverains.

H_{3_1} : L'effet défavorable de la passivité des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles diminue avec la taille de participation.

Deuxièmement, pour éviter les pratiques protectionnistes et les exigences réglementaires restrictives des pays d'accueil, les fonds souverains sont tenus d'exercer des positions plus passives à l'étranger que dans leur pays d'origine.

H_{3_2} : L'effet défavorable de la passivité des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles augmente pour les investissements dans les firmes étrangères.

Troisièmement, l'effet défavorable de la passivité des fonds souverains peut être modéré par la présence d'autres investisseurs institutionnels, puisque ces derniers vont assurer les bénéfices de l'activisme actionnarial.

H_{3_3} : L'effet défavorable de la passivité des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles diminue avec la présence d'autres grands investisseurs.

Quatrièmement, l'effet défavorable de la passivité des fonds souverains peut être renforcé par le niveau d'orientation passive des fonds souverains.

H_{3_4} : L'effet défavorable de la passivité des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente avec leur attitude passive.

Cinquièmement, les fonds souverains originaires des pays dont le régime politique est autoritaire soulèvent plus de doutes dans les pays d'accueil que ceux qui viennent des pays

dont le régime est démocratique. Les fonds souverains originaires des pays autoritaires sont donc plus susceptibles d'adopter des positions passives.

H_{3.5} : L'effet défavorable de la passivité des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire (notation financière) augmente pour ceux originaires de pays autoritaires.

3.4.2.4 L'hypothèse de la garantie implicite des fonds souverains

En raison de la nature gouvernementale des fonds souverains, les analystes et les académiciens ont souvent exprimé de la méfiance vis-à-vis les objectifs de ces investissements. Ils ont soupçonné que leurs intentions implicites étaient plutôt politiques qu'économiques. Cependant, il ne serait pas raisonnable d'affirmer l'indifférence des gouvernements envers les rendements financiers de ces investissements, ni envers la viabilité de leurs firmes cibles (Dewenter, Han et Malatesta, 2010). En fait, la littérature au sujet de la propriété gouvernementale soutient que les gouvernements, autrement dit les fonds souverains, ont des intérêts politiques et sociaux à prévenir et éviter le risque de faillite de leurs firmes cibles, notamment les firmes locales appartenant à des secteurs sensibles.

En fait, pour maintenir une stabilité de développement économique, soutenir les secteurs publics (par exemple, le transport) et les objectifs de création de l'emploi et garder la richesse pour les générations futures, les gouvernements, entre autres les fonds souverains, préféreraient soutenir leurs firmes cibles, notamment les firmes appartenant à des secteurs stratégiques opérant dans leur pays d'origine et qui font face à des difficultés financières. D'ailleurs, on a amplement reconnu que les fonds souverains ont joué un rôle de soutien durant la crise financière de 2007-2008.

Ce rôle de soutien est plausible, puisque les fonds souverains ont une supériorité informationnelle par rapport aux fonds privés sur le marché local. En effet, les fonds souverains ont l'avantage de connaître en priorité les changements réglementaires qui pourraient affecter leurs firmes cibles. Ils peuvent donc utiliser leur pouvoir et leur contrôle sur la réglementation pour sécuriser la rentabilité et la viabilité de leurs firmes cibles (Dewenter, Han et Malatesta, 2010). Dès lors, les investisseurs, notamment les créanciers, se sentent plus en sécurité vis-à-vis la solvabilité des firmes quand le gouvernement est présent dans la structure de propriété. D'ailleurs, Eckel et Vermaelen (1986) soutiennent que la prise de participation gouvernementale peut améliorer la rentabilité des firmes en leur donnant accès aux processus de décisions politiques, en réduisant le risque d'échec ou en leur accordant des subventions implicites. Les résultats de Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) et de Borisova et Megginson (2011) confirment l'hypothèse de garantie implicite offerte par les gouvernements aux créanciers. Cette garantie est accentuée par le fait que les fonds souverains sont de grande taille, investissent à long terme et ne présentent aucune obligation financière à court terme. Par conséquent, nous pouvons formuler notre quatrième hypothèse comme suit :

Hypothèse 4 : Le coût de financement par obligations des firmes cibles est négativement affecté par la garantie implicite fournie par les fonds souverains.

D'autres sous-hypothèses peuvent être aussi testées :

Premièrement, d'importantes prises de participation dans les firmes cibles peuvent inciter davantage un comportement de soutien par les fonds souverains. Donc, la garantie implicite devrait être proportionnelle à la taille de participation des fonds souverains.

H_{4.1} : L'effet favorable de la garantie implicite des investissements des fonds souverains sur le coût des obligations des firmes cibles (notation financière) augmente avec la taille de participation.

Deuxièmement, les gouvernements ont plus d'intérêt et de pouvoir pour soutenir les firmes locales plutôt que les firmes étrangères (Knill, Lee et Mauck, 2012a). Donc, la garantie implicite des fonds souverains est plus forte quand les firmes opèrent dans les marchés domestiques.

H_{4_2} : L'effet favorable de la garantie des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les investissements nationaux.

Troisièmement, les fonds souverains ont fait valoir leur rôle de soutien, notamment durant la période de crise financière. En effet, les fonds souverains des pays du Golfe ont réussi à sauver le système bancaire occidental en achetant quelque 60 milliards dans les principales banques américaines et européennes. Ceci indique que la garantie implicite est plus probable durant les périodes de difficultés financières (Ciarlone et Miceli, 2014 ; Megginson, You et Han, 2013 ; In, Park, Ji et Lee, 2013).

H_{4_3} : L'effet favorable de la garantie implicite des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente durant les périodes de crise.

Quatrièmement, les fonds souverains, comme entité gouvernementale, ont plus intérêt à soutenir les firmes locales appartenant à des secteurs stratégiques (par exemple, le transport, la finance, l'électricité)⁶³.

H_{4_4} : L'effet favorable de la garantie implicite des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente si les firmes ciblées appartiennent à des secteurs stratégiques et opèrent dans les pays d'origine.

Cinquièmement, la garantie implicite des fonds souverains est plus probable lorsque leur pays d'origine est autoritaire, car ils disposent de plus d'autonomie décisionnelle.

H_{4_5} : L'effet favorable de la garantie implicite des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente si leur pays d'origine est sous un régime politique autoritaire.

⁶³Brown et Dinc (2011) montrent que les banques qui présentent une propriété gouvernementale sont les moins à risque de faire faillite. Également, Borisova et al. (2015) confirment que les gouvernements soutiennent davantage les firmes appartenant à des secteurs stratégiques.

Sixièmement, l'hypothèse de garantie est plus probable pour les fonds souverains dont l'objectif de création est de garder la richesse pour les générations futures.

H_{3_6} : L'effet favorable de la garantie des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire augmente pour les firmes cibles des fonds souverains qui ont pour objectif de garder la richesse pour les générations futures.

3.4.2.5 L'hypothèse de la stabilité financière

Un autre mécanisme par lequel les fonds souverains pourraient affecter la perception des créanciers est la possibilité de fournir une stabilité financière à long terme qui permette aux firmes de financer leur développement économique à long terme. Cette hypothèse est renforcée par la taille énorme des actifs sous la gestion de fonds souverains, par leur horizon d'investissement à long terme et par le fait qu'ils n'ont pas d'obligation financière à court terme (Bortolotti, Fotck et Megginson, 2014). Également, la propriété du gouvernement permet d'offrir des sources de financement préférentiel tel que les banques sous la propriété de l'État (Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015). Fernandes (2014), Bortolotti, Fotck et Megginson (2014), Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010) et Knill, Lee et Mauck (2012a) soutiennent aussi que les investissements à long terme des fonds souverains permettent d'aider d'une manière significative les firmes qui font face à des contraintes financières en leur permettant d'entreprendre des projets d'investissements prometteurs avec des gains à long terme. Finalement, Dedu et Nitescu (2014) et In, Park, Ji et Lee (2013) confirment que les fonds souverains jouent un rôle important dans la stabilité des marchés financiers en raison de leur grande taille et de leur pouvoir d'achat. Donc, si l'hypothèse de la stabilité financière est valable, on devrait s'attendre à une relation négative entre la propriété des fonds souverains et le coût d'endettement par obligations.

Hypothèse 5 : Le coût de financement par obligations des firmes cibles est négativement lié à la propriété des fonds souverains.

Nous supposons que, si l'hypothèse de la stabilité financière est valable, l'effet stabilisateur favorable de la propriété des fonds souverains augmente avec la taille de la participation dans les périodes de crise financière. Cependant, si l'effet de la stabilité financière se confirme, on doit s'attendre à ce que cet effet soit le même tant pour les firmes étrangères que pour les firmes domestiques.

En somme, plusieurs hypothèses et mécanismes peuvent être testés pour examiner la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire. Lequel des effets de ces mécanismes dominerait reste une question empirique qui dépendra de la façon dont les obligataires perçoivent la propriété des fonds souverains. Dans les sections suivantes, nous présentons la méthodologie que nous allons employer pour tester nos hypothèses, ainsi que nos résultats empiriques.

3.5 Méthodologie

L'impact des investissements des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire d'une firme peut être mesuré en employant une spécification générale comparable à celle de Sengupta (1998) et Anderson, Mansi et Reeb (2003) :

Coût de la dette obligataire = f (propriété des fonds souverains, variables de contrôle)

Nous utilisons une analyse de régression par la méthode des moindres carrés (MCO) pour tester cinq hypothèses concurrentes expliquant l'effet de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire des firmes cibles. De plus, nous précisons les conditions économiques et politiques, les caractéristiques des fonds et les autres facteurs qui déterminent la nature de cette relation. Notre étude est de nature transversale.

Pour contrôler les problèmes d'hétéroscédasticités potentielles et tenir compte des problèmes d'erreurs autocorrélées et de la possibilité de dépendance au plan des années, des pays, des firmes et des industries, nous employons une méthodologie d'estimation de l'erreur

standard ajustée pour le double regroupement des erreurs entre les pays et entre les années⁶⁴. Également, nous ajustons pour 3 *clusters* ou groupements (firmes, pays et années) et 4 *clusters* (firmes, pays, années et industries). Aussi, pour certaines spécifications, nous avons intégré des variables contrôlant l'industrie, l'année et le pays.

Les variables qui déterminent le coût de la dette incluent les variables qui mesurent la propriété des fonds souverains et les variables de contrôle. Ces dernières sont liées généralement aux caractéristiques des firmes émettrices, des obligations émises, des pays d'accueil, des pays acquéreurs et des fonds souverains.

Il faut noter que les valeurs de plusieurs variables liées aux firmes émettrices des obligations et aux conditions macroéconomiques sont décalées d'un an et mesurées l'année qui précède l'émission de l'obligation pour réduire l'endogénéité potentielle. Aussi, pour réduire l'impact potentiel des valeurs extrêmes, les variables continues sont winsorisées à un niveau de 1 %. En plus, pour faire face à la présence de la multicollinéarité entre nos variables, nous suivons Kotter et Lel (2011), Boubakri et Ghouma (2010) et Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) en employant la méthode d'orthogonalisation de Gram-Schmidt. Premièrement, nous effectuons un diagnostic de colinéarité entre les variables pour chaque modèle que nous évaluons. Ceci nous permet de vérifier la corrélation entre les variables. Si le numéro de condition est supérieur à 30, la régression contient une multicollinéarité significative. Dans ce cas, nous utilisons la méthode d'orthogonalisation de Gram-Schmidt. Cette technique nous génère un ensemble de nouvelles variables orthogonales à partir des variables originales. Ces variables orthogonales sont épuisées de l'effet des autres variables, car cet effet est supprimé. Dès lors, nous pouvons continuer nos estimations sans souci de multicollinéarité. De plus, cette technique nous permet d'évaluer nos modèles tout en nous assurant qu'on teste l'effet réel de nos variables. Pour une meilleure explication de la technique d'orthogonalisation, voir Boubakri et Ghouma (2010). Finalement, nous complétons nos analyses transversales par la méthode d'estimation basée sur l'appariement des scores de propension et la méthode des doubles différences.

⁶⁴Nous ajustons aussi au niveau de la firme seulement et pour le double regroupement au niveau de la firme et de l'année, et au niveau de l'industrie et l'année.

La section suivante présente la liste des variables employées dans cette étude.

3.6 Variables et sources de données

Le tableau 3.2 présente toutes les variables, leurs définitions et les sources des données.

3.6.1 Variables d'intérêts

- Coût de la dette (*Spread*) : c'est la variable dépendante qui représente le coût de la dette obligataire. Selon nos lectures, deux types de *proxy* du coût de financement par dette obligataire ont été utilisés dans les études qui examinent la relation entre la gouvernance et le coût de financement par dette obligataire : *i*) le taux de rendement actuariel ou *yield to maturity* de l'entreprise (par exemple, Sengupta, 1998 ; Bhojraj et Sengupta, 2003); et *ii*) la marge actuarielle ou *yield spread* ou *credit spread* (par exemple, Qiu et Yu, 2009 ; Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015 ; Anderson, Mansi et Reeb, 2003 ; Boubakri et Ghouma, 2010 ; Borisova and Megginson, 2011). Dans le cadre de ce travail, nous employons la marge actuarielle comme *proxy* du coût de la dette obligataire. Par définition, la marge actuarielle ou le *spread* d'une obligation est l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise et celui d'un bon de trésor du gouvernement des États-Unis de durée identique. Le *spread* est exprimé en points de base. Il représente la prime de risque payée par l'émetteur de l'obligation pour récompenser le risque encouru par les obligataires. Une relation positive est prévue entre le *spread* et le risque de faillite de la firme. En effet, Le *spread* est d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne par les obligataires. Les données concernant le taux de rendement actuariel (*yield to maturity*) proviennent de la base de données *Securities Data Company New Issues* (SDC). Seules les obligations à coupon fixe sont utilisées pour simplifier l'analyse. Les données relatives aux bons de trésor américain proviennent de la base de données *Worldscope*. Pour un test de robustesse, pour calculer le coût de la dette obligataire, nous utilisons les taux de rendement des titres de trésoreries nationales

des pays d'origine des obligations émises au lieu des taux de rendement des bons de trésor américains. Cette variable est nommée *Spread_1*. Ceci nous permet de vérifier nos résultats en tenant compte des spécifications et des caractéristiques des bons de trésor de chaque pays.

- L'actionnariat des fonds souverains (*FS* et *PrAquiFS*) : c'est la variable indépendante principale, qui représente un *proxy* de la structure de propriété comme mécanisme de gouvernance d'entreprise. Pour mesurer l'effet des investissements des fonds souverains comme investisseurs institutionnels sur le coût de financement par dette obligataire, nous employons deux mesures principales : *i) FS*, qui indique une variable dichotomique mesurant l'effet de la présence d'un fonds souverain dans la structure de propriété de la firme cible. En fait, pour un échantillon de firmes ciblées par des fonds souverains, la variable *FS* prend la valeur de 1 si l'obligation est émise après la prise de participation d'un fonds souverain et 0 si l'obligation est émise avant ; et *ii) PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Cette variable permet une meilleure précision des analyses, notamment pour examiner les déterminants de la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire. En fait, les études existantes sur l'effet de la propriété institutionnelle sur la valeur de l'entreprise et sur la richesse des obligataires se concentrent généralement sur la proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels (Elyasiani, Jia et Mao, 2010).

Notons que la nature de la relation entre le coût de la dette obligataire et l'actionnariat des fonds souverains est non anticipée. Elle dépend de la validation de l'hypothèse.

3.6.2 Variables de contrôle

La littérature financière présente plusieurs facteurs déterminants du coût de la dette obligataire. Généralement, ces facteurs peuvent être classés en quatre catégories : *i)* des variables qui sont associées aux caractéristiques de l'émission ; *ii)* des variables qui sont spécifiques aux caractéristiques des firmes émettrices ; *iii)* des facteurs qui présentent la

conjoncture économique des pays ; et *iv*) des facteurs liés au niveau de protection des créanciers et à la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays émetteurs.

3.6.2.1 Variables liées aux caractéristiques des obligations émises

Les variables associées aux caractéristiques des obligations incluent :

- La maturité de l'obligation (***Maturity***) : c'est l'âge de l'obligation exprimée en années. Par définition, la maturité d'une obligation est l'écart de temps qui sépare la date d'émission de la date d'échéance de l'obligation, date à laquelle elle disparaîtra définitivement. À l'instar de Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), Bhojraj, Sengupta (2003), Anderson, Mansi et Reeb (2003) et Boubakri et Ghouma (2010), nous prévoyons une relation positive entre l'âge de l'obligation et le coût de financement par obligations, en raison d'une plus grande exposition au risque pour les obligations à maturité plus étendue. Les données au sujet de la maturité sont collectées de la base de données *SDC New Issues*.
- La taille de l'émission (***TailleEmi***) : en raison d'économies d'échelle, on prévoit une relation négative entre la taille de l'émission et le coût de financement par obligations. Les données proviennent de *SDC New Issues*.
- Obligation remboursable (***Call***) : c'est un type de clause qui permet à l'émetteur de l'obligation de conserver le privilège de racheter l'obligation à un moment donné avant la date d'échéance. L'émetteur paie une certaine pénalité pour cette clause (Sengupta, 1998). La variable ***Call*** est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'obligation est non rachetable et 0 si elle l'est. On prévoit une relation négative entre les variables ***Call*** et ***Spread***. Les données proviennent de *SDC New Issues*.
- Obligation subordonnée (***Sub***) : l'obligation subordonnée présente plus de risque puisque son remboursement n'est pas prioritaire en cas de faillite de la firme émettrice. La variable ***Sub*** est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'obligation est subordonnée et 0 sinon. On prévoit une relation positive entre ***Sub*** et ***Spread***.

- Obligation convertible (*Conv*) : une obligation convertible présente une disposition qui donne le droit à son détenteur de la convertir pour une action de la firme sous certaines conditions et dans une période prédéterminée. La variable *Conv* est aussi une variable binaire qui a la valeur 1 si l'obligation est convertible et 0 sinon. Comme Sengupta (1998), on prévoit une relation négative entre *Conv* et *Spread*.

3.6.2.2 Variables liées aux caractéristiques des firmes émettrices

- La taille de la firme (*Taille*) : cette variable représente la taille de la firme émettrice dans l'année qui précède l'année de l'émission de l'obligation. Comme Anderson, Mansi et Reeb (2003), nous mesurons la taille de la firme par le logarithme népérien de la somme de la dette et du total d'actif ($\ln(\text{dette} + \text{total actifs})$). De même que Bhojraj et Sengupta (2003), Anderson, Mansi et Reeb (2003) et Boubakri et Ghouma (2010) et autres, nous prévoyons une relation négative entre la taille de la firme et le coût de financement par obligations. Cela s'explique par le fait que les firmes de plus grande taille sont moins exposées aux risques du marché. Les données proviennent de *Worldscope*.
- La rentabilité de la firme émettrice (*ROA*) : c'est la rentabilité des actifs de la firme pour l'année qui précède l'émission de l'obligation. On prévoit une relation négative entre la rentabilité des firmes émettrices et le coût de la dette obligataire. Les données découlent de *Worldscope*.
- Le ratio de l'endettement de la firme émettrice (*Leverage*) : comme Ashbaugh, Collins et LaFond (2006), nous mesurons le taux d'endettement par le rapport entre la dette totale et l'actif total de la firme dans l'année qui précède l'année de l'émission. Évidemment, on s'attend à une relation positive entre le ratio de l'endettement et le coût de financement par obligations. Les données proviennent de *Worldscope*.
- Le risque opérationnel de la firme émettrice (*Risk*) : représente le risque des pertes de la firme émettrice dû à une défaillance interne des procédures. Comme Liao, Li, et Hung (2016), Boubakri et Ghouma (2010) et Lee (2008), nous mesurons le risque opérationnel par le logarithme de l'écart-type des revenus annuels nets de la firme pour les cinq années qui précèdent l'émission. Une relation positive est prévisible entre le

risque opérationnel et le coût de la dette obligataire. Les données découlent de *Worldscope*.

3.6.2.3 Variables liées aux conditions macroéconomiques des pays des firmes ciblés

Les primes de risque exigées par les obligataires peuvent aussi être influencées par des facteurs liés aux conditions macroéconomiques des pays où opèrent les firmes émettrices (Borisov, Fotak, Holland et Megginson, 2015 et Boubakri et Ghouma, 2010). Nous incluons :

- Taux d'inflation (*Inflation*) : les placements des obligataires perdent de la valeur proportionnellement à l'inflation. Par conséquent, on prévoit une relation positive entre le taux d'inflation et le coût des obligations. Les données proviennent de la base de données de la Banque mondiale.
- Taux de PIB par habitant annuel (*GDPperCap*) : c'est le taux de croissance annuel du produit intérieur brut par habitant (% annuel) des pays des firmes émettrices. Le taux de PIB par habitant est indicateur du niveau de développement économique dans les pays d'accueil. Comme Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), nous devrions nous attendre à une relation négative entre *GDPperCap* et *Spread*. La source de ces données est la base de données de la Banque mondiale.
- Niveau de développement des marchés d'obligations (*TailleMObli*) : ceci est mesuré par le ratio de la capitalisation du marché des obligations privées par PIB (en %). Il représente la taille du marché des obligations du pays. On prédit une relation négative entre *TailleMObli* et *Spread*. Les données découlent de la base de données développée par Demirguc-Kunt, Cihak, Feyen et Beck (2016) pour la Banque mondiale.
- Les périodes de crise financière (*Crise* et *Bank_Crises*) : la variable *Crise* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'année d'émission d'obligations est 2008, 2009 ou 2010 ; 0 sinon ; la variable *Bank_Crises* est identifiée à l'aide de la méthodologie décrite par Laeven and Valencia (2013). Ces derniers ont fourni un répertoire de crises bancaires de 1970 à 2013 à travers le monde. Ils identifient les pays et les années au cours desquelles les crises bancaires ont eu lieu. La variable

Bank_Crises prend la valeur 1 si l'année de l'émission est définie par Laeven et Valencia (2013) comme une année de crise financière bancaire ; 0 sinon.

3.6.2.4 Variables liées à la protection des investisseurs et à la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays des firmes cibles

Les études antérieures confirment l'effet de la qualité de l'environnement juridique sur la détermination du coût de la dette (Qi, Roth et Wald, 2010). Nous évaluons le niveau de protection des créanciers et la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays en utilisant les variables suivantes :

- Droit des créanciers (*DroitCred*) : c'est un indice agrégé, développé par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998), de la protection juridique des créanciers en cas de défaut des débiteurs. Cet indice est une approximation des droits et des pouvoirs des créanciers. L'indice prend une valeur de 0 (droits faibles des créanciers) à 4 (droits forts des créanciers). Selon Djankov, McLiesh et Shleifer (2007), les droits des créanciers sont stables dans le temps. Par conséquent, nous prenons une valeur de l'indice stable et invariante pour chaque pays. Logiquement, on prévoit une relation négative entre *DroitCred* et *Spread*, puisque les créanciers les mieux protégés exigeraient des primes de risque plus faibles. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) sont à l'origine de nos données.
- Registres Publics (*CrPubRegis*) : les registres de crédit publics sont des bases de données constituées en vertu d'une loi ou d'un règlement. Ils sont gérés par le gouvernement et fournissent des renseignements de crédit des emprunteurs dans un système financier. Ces renseignements sont accessibles aux personnes qui en font la demande. Selon Djankov, McLiesh, and Shleifer (2007), les registres de crédit publics existent dans seulement 71 pays. La variable *CrPubRegis* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si un registre public existe dans le pays d'accueil des investissements des fonds souverains ; 0 sinon. Puisque l'existence des registres publics permet aux créanciers de mieux se protéger, on prédit une relation négative entre cette variable et le coût de la dette obligataire. Djankov, McLiesh et Shleifer (2007) sont à l'origine de nos données.

- L'efficacité des procédures de faillites (*Effbank*) : le classement du niveau de l'efficacité des procédures des faillites est généralement basé sur la durée de la procédure de liquidation, le coût de la faillite et le taux de recouvrement. Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008) fournissent un classement du niveau de l'efficacité des procédures de faillite à travers les pays. Selon ces derniers, le processus de faillite peut être très inefficace, en particulier dans les marchés émergents. Par exemple, la durée moyenne des faillites varie de trois à sept ans au Brésil, en Inde, en Indonésie et en Russie. Selon les experts, en moyenne 50 % de la valeur de la firme est perdue en raison des retards des procédures et d'autres types d'inefficiences. Donc, un taux élevé d'efficacité présente moins de risque pour les créanciers. On s'attend à une relation négative entre *Effbank* et *Spread*, puisque l'efficacité des procédures de faillites fournit une meilleure protection aux créanciers. Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008) sont à l'origine de nos données.
- Le niveau de corruption (*Corruption*) : une autre évaluation de la qualité des institutions politiques du pays qui mesure le niveau de corruption dans le pays. Cette variable prend une valeur de 1 (niveau élevé de corruption) à 10 (niveau de corruption faible). On prévoit une relation négative entre *Corruption* et *Spread*. Les données proviennent de la base de données *IMD World Competitiveness Center*.
- Le système juridique du pays d'accueil (*Civil*) : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le système juridique du pays est la *Civil Law*, 0 si c'est la *Common Law*. Selon La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998), les pays dont le système juridique est la *Common Law* protègent mieux leurs créanciers que les pays dont le système juridique est la *Civil Law*. On prédit une relation positive entre *Civil* et *Spread*. Les données proviennent de Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008).
- L'accessibilité aux crédits (*DispCredit*) : c'est un indice qui mesure le niveau de disponibilité des crédits pour les entreprises pour financer des projets. L'indice prend la valeur de 0 (niveau faible de disponibilité des crédits pour les entreprises) à 10 (les crédits sont facilement disponibles pour les entreprises). Une relation négative entre *DispCredit* et *Spread*, puisque l'accessibilité aux crédits donne plus

du pouvoir de négociation aux firmes qui ont besoin de financement, ce qui leur permet de réduire les coûts d'endettement. Les données proviennent de la base de données *IMD World Competitiveness Center*.

3.6.2.5 Autres variables

Pour effectuer d'autres tests de robustesse et d'autres types d'analyse, d'autres variables explicatives sont intégrées; des variables associées à la propriété des fonds souverains, aux caractéristiques des firmes cibles, aux caractéristiques de l'émission des obligations, aux conditions macroéconomiques, légales et politiques des pays d'accueil et des pays d'origine des fonds souverains, des variables associées aux caractéristiques des fonds souverains, aux caractéristiques des transactions d'acquisitions et aux relations bilatérales entre les pays des fonds souverains et les pays des firmes cibles.

✓ Autres mesures de l'actionnariat des fonds souverains

Pour effectuer des tests de robustesse, nous avons employé d'autres mesures de la propriété des fonds souverains. Premièrement, *PrAquiFS_1*, qui mesure le pourcentage détenu par fonds souverain dans une firme cible lors de la transaction. Deuxièmement, nous avons employé une variable dichotomique (*SWF*) qui mesure l'effet de la présence des fonds souverains dans un échantillon de firmes cibles de leur acquisition (*groupe de firmes traitées*) en comparaison avec un échantillon de firmes de contrôle qui n'ont jamais été ciblées par un fonds souverain (*groupe de firmes de contrôles*). Cette variable prend la valeur 1 si l'obligation est émise par une firme qui fait partie de l'échantillon traité, alors qu'elle prend la valeur 0 si l'obligation est émise par une firme qui n'a jamais été ciblée par un fonds souverain (et fait partie du groupe des firmes de contrôle).

Cette variable nous permet de valider nos résultats en utilisant une méthode d'estimation alternative non paramétrique : l'*appariement des coefficients de propension* (*Propensity Score Matching; PMS*). De plus, ceci nous permet d'utiliser la méthode des doubles différences ou méthode des différences de différences (*Difference in Differences Analysis; DID*). Troisièmement, nous mesurons le niveau de propriété des fonds souverains par le montant total de la transaction en millions de dollars américains (*MontTrans*). Quatrièmement,

pour tester l'effet de la concentration de la propriété des fonds souverains, nous employons la variable **Block5**, qui prend la valeur 1 si le pourcentage total acquis par le fonds souverain est égal à 5 % ou plus, sinon la variable prend la valeur 0. Finalement, pour vérifier la possibilité d'une relation non monotone entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire, nous utilisons la variable **Squa_ PrAquiFS**, qui est l'exposant de la variable **PrAquiFS**.

✓ Autres variables liées aux caractéristiques de l'émission des obligations

La notation de crédit (Rating) : c'est la notation des obligations par Standard & Poor's (S&P). Elle mesure le risque lié aux obligations, allant jusqu'à la faillite des firmes émettrices de ces titres. Une bonne notation se traduit par une prime de risque faible, une mauvaise notation par une prime de risque élevée. Il y a 22 notes, de la plus élevée (AAA), qui représente les obligations les moins risquées, aux plus basses (D), qui représentent les obligations les plus risquées. Pour les besoins de notre étude nous suivons Klock, Mansi et Maxwell (2005) et nous accordons à notre variable ordinale **Rating** des valeurs allant de 22 (AAA) à 1 (D) qui représentent la transformation de la notation de Standard & Poor's (S&P). (Pour plus de détails voir l'annexe B.)

Notons que nous prenons le logarithme népérien de **Rating** comme variable de contrôle (**LnRating**). Nous prévoyons une relation négative entre **LnRating** et **Spread**. Les données proviennent de *SDC New Issues*. Cette variable est utilisée pour des considérations d'endogénéité.

Comme Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), nous testons également une version orthogonale de la variable **LnRating** nommée **ORating** pour supprimer l'effet que d'autres variables pourraient avoir sur sa valeur attribuée.

✓ Autres variables liées aux caractéristiques des transactions d'acquisition

Investissement local (Domestique) : c'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si le pays du fonds souverain acquéreur et le pays de la firme cible sont les mêmes ; 0 sinon.

L'utilisation des véhicules d'investissement (Vehicule) : les investissements des fonds souverains peuvent être effectués directement ou par l'intermédiaire d'un gestionnaire d'actif

(nommé aussi véhicule d'investissement ou filiale). Cependant, ces fonds investissent plus souvent à travers des filiales en propriété exclusive quand ils investissent une proportion importante de leur portefeuille à l'étranger (Bortolotti, rapports 2012)⁶⁵. De plus, les fonds souverains opaques investissent plus à travers des filiales (Murtinu et Scalera, 2016) qui changent de noms plusieurs fois (Chhachoria and Laeven, 2010). Ceci nous laisse supposer que les fonds souverains dont les objectifs sont politiques, tels que le détournement de ressources, préféreraient investir à travers des intermédiaires pour éviter le risque d'être repérés par le pays d'accueil, avec des conséquences réglementaires négatives. D'ailleurs, Summers (2007) maintient que les fonds souverains peuvent atténuer de nombreux risques s'ils investissent par l'intermédiaire des gestionnaires d'actifs.

Donc, la détection des obligataires du mode d'investissement via une filiale augmenterait ces soupçons vis-à-vis des objectifs d'investissement des fonds souverains. Dès lors, les obligataires exigeraient des primes plus élevées pour les firmes acquises par les fonds souverains à travers des intermédiaires. Pour mesurer cet effet, nous avons créé la variable *Vehicule* et examiné son interaction avec la propriété des fonds souverains.

L'investissement dans des secteurs stratégiques (Ind_Strat) : c'est une variable binaire qui prendre la valeur 1 si la cible des fonds souverains appartient à un secteur stratégique, 0 sinon. Nous suivons les critères suggérés par Keller (2008) et Drezner (2008) pour identifier les secteurs stratégiques (secteur financier, infrastructures, énergie, télécommunications, mines et transport).

⁶⁵ Les fonds souverains utilisent des filiales qui sont enregistrées dans les pays cibles ou dans un pays tiers, notamment ceux qui disposent des avantages fiscaux comme les Îles Caïmans (Bortolotti, 2012).

✓ Autres variables liées aux fonds souverains

Orientation passive des fonds souverains (Orient_Passive) : c'est une mesure de la passivité des fonds souverains. Comme dans Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky (2010), cette mesure est obtenue en faisant la somme des scores donnés par Truman (2012) à la question (29) : « Does the SWF have limits on the size of its stakes? » et à la question (30) : « Does the SWF not take controlling stakes? ». Bien entendu, un niveau plus élevé de notre mesure indique une orientation plus passive.

Niveau de transparence des fonds souverains : pour mesurer le niveau de transparence des fonds souverains nous avons employé deux variables : i) *Transparence* : la variable *Transparence* prend la valeur 1 si le score de transparence du fonds est supérieur à 54, et 0 si inférieur. En fait, la moyenne des scores de transparence des fonds souverains accordés par Bagnall et Truman (2013) est 54 ; et ii) *Truman_2012*, qui révèle l'indice de transparence de Truman (2012).

Qualité de la gouvernance des fonds souverains : la qualité de la gouvernance des fonds souverains est mesurée par deux variables : i) *Gouvernance*, qui représente le score attribué à la qualité de la gouvernance des fonds souverains (voir Bagnall et Truman, 2013) ; et ii) *Santiago_Index*, qui représente l'indice de conformité des fonds souverains aux principes de Santiago (voir Bagnall et Truman, 2011).

Le fonds de La Norvège (Norway) : pour la robustesse de nos résultats, nous employons une autre mesure de l'effet de la transparence. Selon l'indice de Truman (2012) (voir Bagnall et Truman, 2013), le fonds de la Norvège est le plus transparent avec un score de 98 sur 100. C'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si la firme émettrice de l'obligation est acquise par le fonds norvégien, 0 sinon.

Les objectifs de placement des fonds souverains sont stratégiques (Strategic) : comme Bernstein, Lerner et Schoar (2013), le terme *stratégique* signifie que les investissements des fonds souverains sont liés à la stratégie de développement industriel à long terme du pays plutôt qu'à la maximisation des rendements financiers du portefeuille. De même, ces derniers auteurs qualifient un fonds de « stratégique » si ses objectifs de placement sont la gestion des actifs physiques du gouvernement, l'acquisition d'actifs stratégiques ou le développement intérieur,

alors qu'ils qualifient un fonds de « non stratégique » si ses objectifs sont l'investissement des revenus pétroliers et la matière première, la gestion des réserves de devises ou le financement des régimes de retraite.

La variable *Strategic* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investissement du fonds souverain est stratégique. Nous suivons Murtinu et Scalera (2016) et nous colligeons à la main les données de cette variable de Fernandez et Eschweiler (2008).

Le niveau d'interférence gouvernementale dans le fonds souverain (Indice_Poli et Gouv_Interf) : la variable *Indice_Poli* réfère à la politisation du fonds souverain. Nous suivons Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) pour construire les données de cet indice. Nous commençons par la sommation des scores donnés aux questions 9 (« Is the role of the government in setting the investment strategy of the SWF clearly established? »), 10 (« Is the role of the managers in executing the investment strategy clearly established? ») et 11 (« Are decisions on specific investments made by the managers ? »). Par la suite, nous calculons l'indice final comme trois moins la somme des notes attribuées par Bagnall and Truman (2013) pour les questions 9, 10 et 11. Dès lors, notre indice politique varie de zéro à trois. Bien évidemment, un niveau plus élevé de l'indice politique signifie un niveau plus élevé de la politisation du fonds.

La variable *Gouv_Interf* représente le niveau d'interférence gouvernementale au sein du fonds. Nous suivons Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) pour calculer cette variable. C'est 1 moins le score donné par Bagnall and Truman (2013) à la question 10 : « Is the role of the managers in executing the investment strategy clearly established? ». L'indice varie alors de zéro à un. Un niveau plus élevé de l'indice signifie un niveau élevé d'indépendance de la direction du fonds par rapport aux interférences gouvernementales.

✓ Autres variables liées aux firmes émettrices

Propriété institutionnelle (Inv_Ins) : pour mieux tester la structure de propriété des firmes cibles et mieux isoler l'impact des fonds souverains, nous avons vérifié la présence d'autres investisseurs institutionnels. En plus, nous avons ajouté une interaction entre la propriété des fonds souverains et la présence d'autres gros investisseurs pour vérifier si l'impact des fonds souverains sur le coût de la dette est conditionné par la présence d'autres détenteurs de blocs.

Comme Cremers, Nair et Wei (2007), nous définissons la variable *Inv_Ins* comme variable binaire qui prend la valeur 1 en cas de présence d'un autre gros actionnaire qui détient 5 % ou plus de la propriété de la firme émettrice de l'obligation l'année qui précède l'émission ; 0 sinon. Cette variable est homogène et ne distingue pas entre les différents propriétaires institutionnels.

Pour mieux décortiquer l'effet des autres investisseurs institutionnels, nous avons identifié d'autres variables portant sur la nature de ces investisseurs. Voici ces variables :

MPF : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est de type fonds commun de placement, fonds de pension ou une fiducie ; 0 sinon.

Fam_Indi : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est un ou plusieurs individus ou une famille ; 0 sinon.

Managers : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est un directeur, un membre du conseil d'administration ou un employé ; 0 sinon.

FIN : c'est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est une institution financière ; 0 sinon.

Il faut noter que dans nos estimations nous intégrons des termes d'interaction (interaction double et triple) entre notre variable explicative principale (*PrAquiFS*) et d'autres variables explicatives.

✓ *Autres variables liées aux pays acquéreurs et aux relations qui existent entre ces derniers et les pays hôtes :*

Le régime du pays des fonds souverains (Autoritaire) : la variable *Autoritaire* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays acquéreur est de régime autoritaire ; 0 si c'est une démocratie. Les données sont collectées de la base de données *Polity IV*.

*Avoir des relations politiques et commerciales entre les pays d'accueils et les pays des fonds souverains acquéreurs (**Relation**)* : nous suivons Murtinu et Scalera (2016) et nous définissons la variable **Relation** comme une variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays hôte et le pays acquéreur partagent des accords de libre-échange (*FTA*) ou des accords d'échange préférentiels (*PTA*).

*Similarité culturelle (**Simi_cult**)* : variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays hôte et le pays acquéreur partagent la même religion/même langue.

3.6.3 Variables instrumentales

Pour généraliser nos résultats et faire face au problème d'endogénéité, nous procédons à des analyses de régression par la méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS). Pour cela, des variables instrumentales sont ajoutées aux modèles. Ces variables exogènes présentent les déterminants des choix d'investissements des fonds ; quelques études ont examiné les déterminants des investissements des fonds souverains (par exemple, Chharchohia et laeven, 2010). Les variables instrumentales incluent :

*La taille des firmes cibles (**Taille**)* : les fonds souverains préfèrent les firmes de grande taille (Chhaochharia et Laeven, 2010 ; Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015b ; Kotter and Lel, 2011). Naturellement, les firmes les plus grandes sont plus visibles, plus transparentes et présentent moins de risques.

*La rentabilité de la firme cible (**ROA**)* : la rentabilité des firmes cibles est un des critères de sélection des investissements des fonds souverains. Tandis que Kotter et Lel (2011) constatent que les fonds souverains investissent dans des entreprises dont la performance des cours et des actions est anormalement faible par rapport à l'année précédente, Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) constatent qu'une forte performance anormale des cours boursiers augmente la probabilité qu'un acquéreur soit un fonds souverain.

*Le ratio de l'endettement de la firme émettrice (**Leverage**)* : Kotter et Lel (2011) trouvent un effet positif du ratio d'endettement sur la probabilité d'être ciblé par les fonds souverains. Également, Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) soutiennent que la propriété

gouvernementale est plus répandue pour les entreprises ayant un ratio d'endettement plus élevé.

Le risque opérationnel de la firme émettrice (Risk) : logiquement, les fonds souverains préfèrent les firmes avec de moindres risques.

Le développement économique du pays des firmes cibles (GDPperCap, DEV) : Ciarlone et Miceli (2014) et Chhaochharia et Laeven (2010) soutiennent que le niveau du développement économique fait partie des déterminants des investissements des fonds souverains. Également, Kotter et Lel (2011) suggèrent que les fonds souverains ciblent plus les firmes qui opèrent dans les marchés les plus développés. *GDPperCap* est le taux annuel de PIB par habitant du pays des firmes cibles. *DEV* est une variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays est développé, 0 sinon.

Investissement étranger versus Domestique (CrossBorder) : selon Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b), la probabilité qu'une firme soit ciblée par un fonds souverain augmente si elle opère dans un territoire étranger.

Le système juridique du pays d'accueil (Civil) : comme Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), nous intégrons le système juridique du pays d'accueil comme variable instrumentale qui peut expliquer les choix d'investissement des fonds souverains. Selon La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998), la concentration de l'actionnariat est plus répandue dans les pays de droit civil où le niveau de protection des investisseurs est faible. Tandis que Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) trouvent que la probabilité d'être acquise par un fonds souverain augmente si la firme est installée dans un pays dont le système juridique est de droit anglo-saxon, Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) trouvent une relation positive entre le fait que le système juridique soit de droit civil et la propriété des fonds souverains.

Les périodes de crise financière (Crise) : il est largement reconnu que les fonds souverains ont intégré la propriété des firmes lors des périodes de crise financière pour sauver leur viabilité. D'ailleurs Kotter et Lel (2011) et Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) démontrent que les fonds souverains investissent davantage dans les périodes de crise. Également,

Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015) trouvent une relation positive entre l'investissement gouvernemental et les périodes de crise financière.

*Investissement stratégique -secteur financier (**Finance**)* : selon Dyck et Morse (2011), les fonds souverains sont plus souvent présents dans des industries stratégiques, notamment le secteur financier.

*Risque d'instabilité politique (**Inst_Poli**)* : selon la théorie des investissements étrangers, les multinationales évitent d'investir dans les pays à risque d'instabilité politique.

*Rapprochement culturel entre pays d'accueil et pays des fonds souverains (**Simi_cult**)* : Chhaochharia et Laeven (2010) trouvent que les fonds souverains qui investissent à l'étranger ont tendance à investir dans les pays qui partagent la même religion. Également, Megginson, Han et You (2013) montrent que les fonds souverains investissent dans les pays avec qui ils partagent des similarités culturelles.

*Relation commerciale entre pays d'accueil et pays des fonds souverains (**Relation_Com**)* : selon Megginson, Han et You (2013), la valeur d'investissement des fonds souverains sera plus élevée si le niveau du commerce bilatéral entre le pays acquéreur et le pays cible est élevé. La variable **Relation_Com** est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a un accord commercial préférentiel ou un accord de libre-échange entre le pays des firmes cibles et le pays des fonds souverains.

*Taille des fonds souverains (**Actif_FS**)* : logiquement, les fonds souverains les plus importants ont plus de capacités d'investissement.

*Niveau des ressources naturelles des pays des fonds souverains (**TotNatu_Res**)* : les sources de financement des fonds souverains proviennent majoritairement des ressources naturelles. Évidemment, les pays qui ont plus de ressources naturelles présentent des sources de financement stables à ces fonds souverains. Dès lors, les fonds souverains ont plus de flexibilité et de marge d'investissement.

Risque d'expropriation au niveau des pays d'accueil (Expro_Risk) : évidemment, les investisseurs investissent davantage dans les pays où le risque d'expropriation des investisseurs est plus faible.

Les incitations d'investissements des pays d'accueils (Inv_Incentive) : logiquement, les mesures incitatives pour les investissements attirent les investisseurs étrangers.

Il faut noter que la valeur des variables instrumentales est calculée avec un décalage d'une année de la date d'acquisition des fonds souverains.

Nos modèles de base peuvent être généralement écrits comme suit :

$$\text{Spread}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{FS}_i + \alpha_2 \text{Taille}_i + \alpha_3 \text{ROA}_i + \alpha_4 \text{Leverage}_i + \alpha_5 \text{Risk}_i + \alpha_6 \text{TailleEmi}_i + \alpha_7 \text{Maturity}_i + \alpha_8 \text{Call}_i + \alpha_9 \text{Sub}_i + \alpha_{10} \text{Conv}_i + \alpha_{11} \text{Inflation}_i + \alpha_{12} \text{TailleMObli}_i + \alpha_{13} \text{GDPperCap}_i + \alpha_{14} \text{DroitCred}_i + \alpha_{15} \text{CrPubRegis}_i + \alpha_{16} \text{Effbank}_i + \alpha_{17} \text{Corruption}_i + \alpha_{18} \text{DispCredit}_i + \text{variables muettes SIC} + \text{variables muettes pays} + \text{variables muettes années} + \varepsilon_i \quad (1)$$

La variable d'intérêt ici est **FS**.

Ce modèle teste l'effet de la présence d'un fond souverain dans la propriété de la firme. Pour le tester nous employons un échantillon de firmes dont on a l'information au sujet des émissions d'obligations avant et après l'entrée d'un fond souverain.

$$\text{Spread}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PrAquiFS}_i + \alpha_2 \text{Taille}_i + \alpha_3 \text{ROA}_i + \alpha_4 \text{Leverage}_i + \alpha_5 \text{Risk}_i + \alpha_6 \text{TailleEmi}_i + \alpha_7 \text{Maturity}_i + \alpha_8 \text{Call}_i + \alpha_9 \text{Sub}_i + \alpha_{10} \text{Conv}_i + \alpha_{11} \text{Inflation}_i + \alpha_{12} \text{TailleMObli}_i + \alpha_{13} \text{GDPperCap}_i + \alpha_{14} \text{DroitCred}_i + \alpha_{15} \text{CrPubRegis}_i + \alpha_{16} \text{Effbank}_i + \alpha_{17} \text{Corruption}_i + \alpha_{18} \text{DispCredit}_i + \text{variables muettes SIC} + \text{variables muettes pays} + \text{variables muettes années} + \varepsilon_i \quad (2)$$

La variable d'intérêt ici est **PrAquiFS_i**.

Ce modèle teste si l'effet de la propriété d'un fond souverain dans la propriété de la firme augmenterait ou non avec la taille de prise de participation. Pour le tester nous employons un échantillon de firmes acquises par les fonds souverains dont on a toute l'information sur le pourcentage d'acquisition.

Pour vérifier les prédictions des hypothèses nous employons la spécification suivante :

$$\text{Spread}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PrAquiFS}_i + \alpha_2 \text{VAR_INT}_i + \alpha_3 \text{PrAquiFS} \times \text{VAR_INT}_i + \alpha_4 \text{Taille}_i + \alpha_5 \text{Roai} + \alpha_6 \text{Leverage}_i + \alpha_7 \text{Risk}_i + \alpha_8 \text{TailleEm}_i + \alpha_9 \text{Maturity}_i + \alpha_{10} \text{Call}_i + \alpha_{11} \text{Subi} + \alpha_{12} \text{Convi} + \alpha_{13} \text{Inflation}_i + \alpha_{14} \text{TailleMObl}_i + \alpha_{15} \text{GDPperCapi} + \alpha_{16} \text{DroitCredi} + \alpha_{17} \text{CrPubRegi} + \alpha_{18} \text{Effbank}_i + \alpha_{19} \text{Corruption}_i + \alpha_{20} \text{DispCredi}_i + \text{variables muettes SIC} + \text{variables muettes pays} + \text{variables muettes années} + \varepsilon_i \quad (3)$$

Où **VAR_INT** représente dans chaque cas une des variables dont nous voulons analyser l'influence, et **PrAquiFS x VAR_INT** représente son terme d'interaction avec le pourcentage d'acquisition des obligations par les fonds souverains.

3.7 Échantillon et bases de données

De multiples sources sont utilisées pour colliger les données. La majorité des transactions des fonds souverains provient de la base de données fournie par l'Institut des fonds souverains *Sovereign Wealth Fund Institute DataBase*. Cette base de données est spécialisée dans les investissements des fonds souverains. La base contient les informations sur 11 205 transactions annoncées entre 1974 et 2014. Nous n'en extrayons que les transactions qui ciblent les firmes cotées en bourse, puisque ces firmes sont plus susceptibles d'émettre des obligations. De plus, les firmes publiques divulguent davantage les informations financières. Aussi, nous gardons uniquement les transactions complétées et celles où l'acquéreur direct ou le parent de l'acquéreur direct est un fonds souverain⁶⁶. Après l'application de ces filtres, il nous reste 10 465 transactions. Pour chaque transaction, la base de données indique la date d'annonce, la date d'accomplissement de la transaction, le pourcentage acquis durant l'opération et le pourcentage acquis après l'opération, le montant total de l'opération, le nom et le pays du fonds souverain et le nom et le pays de la firme cible, ainsi que d'autres informations. *Après*

⁶⁶Les fonds souverains peuvent effectuer leurs transactions directement ou à travers un de leurs véhicules d'investissement. Par exemple, Temasek, fonds souverain de Singapour, effectue certains investissements directement ou par l'intermédiaire de ses filiales, comme Aranda Investments Pte Ltd.

l'élimination des cas où il manque des informations, le nombre de transactions restantes est de 8665.

Nous complétons cette base par la liste des transactions publiées par la base de données *SDC Platinum Mergers & Acquisitions*, *Zephyr Mergers & Acquisitions* et par une collecte à la main des sites web des fonds souverains et des bases *Factiva* et *Lexis Nexis*. Nous suivons toujours la liste des fonds souverains publiée par l'Institut des fonds souverains.

Tout d'abord, nous intégrons les investissements qui ciblent des firmes cotées en bourse par des entités dont le parent ultime est marqué « fonds souverain » (*SWF flag*) dans *SDC Platinum Mergers & Acquisitions*. Nous ne conservons que les transactions de fonds souverain dont le rôle est codé *Acquirer* ou *theAcquirer immediate parent* par SDC. Nous nous appuyons également sur la *SDC Platinum Mergers & Acquisitions* pour colliger les informations au sujet des transactions, telles que la date d'annonce et de réalisation de la transaction, la proportion d'actions acquises dans chaque transaction, la proportion d'actions détenues par l'acquéreur après la transaction, le nom et la nation de l'acquéreur, le nom et la nation de la cible, etc. En ce qui concerne la base de données *Zephyr*, nous extrayons toutes les transactions faites par les fonds souverains et leurs filiales en utilisant leur nom suivant la liste des fonds souverains et leurs filiales de l'Institut des fonds souverains. De même que pour le processus de filtrage de SDC, nous sélectionnons uniquement les transactions complétées dans des firmes publiques.

Deuxièmement, nous colligeons à la main des informations sur les transactions des fonds souverains en effectuant une recherche dans *Factiva* et *Lexis Nexis* de 1974 à 2014. Nous utilisons des mots clés tels qu'« investir », « acquérir », « transaction » et autres combinés avec le nom des fonds souverains ou une de ses filiales connues et détenues en propriété exclusive. Après avoir fusionné ces sources de données, en plus d'éliminer les doublons et les cas d'informations manquantes, le nombre final des transactions retenues est de 8749, provenant de 12 pays acquéreurs et ciblant 5928 firmes dans 75 pays d'accueil⁶⁷. L'annexe E donne une idée de la taille des échantillons dans les études au sujet des fonds souverains. Il faut mentionner que la variation de taille des échantillons est probablement due à l'inclusion ou à

⁶⁷ Seulement 27 % des transactions de notre échantillon sont faites par des filiales des fonds souverains.

l'exclusion de certains fonds souverains dans les critères de recherche. Ceci est une conséquence de la définition adoptée des fonds souverains.

Une des faiblesses de la base de données de l'Institut des fonds souverains est l'absence d'identificateurs des firmes cibles. Puisque l'objectif de notre étude est d'examiner la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette obligataire, un identificateur unique est nécessaire pour fusionner les bases de données. Pour cela, nous avons collecté à la main les *CUSIPs*⁶⁸, *SEDOLs*⁶⁹ et *ISINs*⁷⁰ des firmes cibles des investissements des fonds souverains en employant plusieurs bases de données telles que *SDC*, *Compustat* et *Datastream*. Nous avons pu identifier 2863 *CUSIP* uniques de l'échantillon des firmes cibles des investissements des fonds souverains. Après l'identification des firmes cibles des fonds souverains, nous procédons à la deuxième étape de l'extraction des données nécessaires pour notre étude. Nous fusionnons l'échantillon des firmes cibles des investissements des fonds souverains sur la base des 2863 *CUSIP* uniques avec la base de données *SDC New Issues*. Nous prenons en considération toutes les sociétés émettrices de dettes visées par des fonds souverains au cours des années. Nous obtenons 18 374 obligations émises par 439 firmes cibles originaires de 39 pays, 9440 obligations émises avant la date d'entrée du fonds souverain et 8809 émissions après la date d'acquisition⁷¹. Notons qu'on a gardé seulement les obligations à coupons fixes. Nous nous basons aussi sur la base de données *SDC New Issues* pour colliger les informations au sujet des obligations telles que les rendements actuariels, la maturité, la taille de l'émission, la notation financière, etc. Notons aussi que nous calculons la marge actuarielle ou *spread* comme la différence entre le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible et le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire ou la plus proche. Dans une autre mesure de la marge actuarielle, nous nous basons sur le taux de rendement du bon de trésor du pays en cause. Les données des rendements actuariels des bons de trésor de chaque pays proviennent de *Worldscope*. Par la suite, nous avons colligé les données financières des firmes cibles de la base de données *Worldscope*. Une collecte à la main des données concernant la propriété institutionnelle au sein des firmes cibles

⁶⁸The Committee on Uniform Securities Identification Procedures.

⁶⁹Stock Exchange Daily Official List.

⁷⁰International Securities Identification Number.

⁷¹On observe que le nombre d'obligations émises avant l'entrée d'un fonds souverain est plus important que le nombre d'obligations émises après la date d'acquisition. Ceci peut nous donner une idée du rôle des fonds souverains comme source de financement stable des firmes.

de la base de données *Osiris* est faite par la suite. Les données des variables liées aux conditions économiques proviennent de la Banque mondiale. Les données des variables liées à la qualité de l'environnement légal et institutionnel proviennent de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998), Djankov, McLiesh et Shleifer (2007), Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008) et de la base de données d'*IMD World Competitiveness Center*.

Après la fusion des bases des données, et en éliminant les doublons et les cas où une des variables est manquante, nous nous retrouvons avec un échantillon final de 2128 obligations émises durant la période de 1996 à 2012 par 347 firmes cibles qui font l'objet de 283 transactions d'acquisition par 12 fonds souverains provenant de 11 pays (voir Tableau 3.1). Les firmes cibles sont originaires de 17 pays appartenant à trois régions géographiques (Asie, Europe et l'Amérique).

Parmi les 347 firmes émettrices, nous avons pu identifier 113 firmes dont on détient l'information complète concernant les émissions d'obligations avant la date d'acquisition des fonds souverains ainsi qu'après la date d'acquisition. En effet, ces firmes ont émis 1265 obligations, dont 997 avant la date d'acquisitions et 268 après la date d'entrée des fonds souverains. D'ailleurs, on observe que le nombre des obligations émises avant l'entrée d'un fonds souverain représente le triple des obligations émises après. Ceci témoigne de l'importance des fonds souverains comme source de financement stable pour les firmes. Le besoin en financement par émissions d'obligations se réduit après l'acquisition d'un fonds souverain.

✓ Description de l'échantillon :

Le tableau 3.3 fournit une description de notre échantillon. La section 1 présente la répartition des obligations par année. Dans ce tableau on remarque une importante augmentation d'émission d'obligations durant la période de crise financière (32 % de l'échantillon sont émis dans les années 2007, 2008, 2009 et 2010), ce qui confirme les besoins des firmes en financement durant cette période de crise. De plus, 21 % des obligations de notre échantillon sont émis durant les années 2011 et 2012, alors que seulement 13 % des émissions ont lieu durant les années 1990.

La section 2 du tableau 3.3 fournit la répartition des obligations par pays des firmes cibles des fonds souverains appelés pays d'accueil. Notre échantillon inclut 17 pays d'accueil : l'Australie (0,38 %), le Canada (1,55 %), la Colombie (0,05 %), la France (1,36 %), l'Allemagne (0,28 %), l'Irlande (0,75 %), l'Italie (0,7 %), le Mexique (0,38 %), les Pays-Bas (0,23 %), la Norvège (0,05 %), les Philippines (0,09), Singapour (0,19 %), la Suède (0,14 %), la Suisse (0,19 %), la Thaïlande (0,05 %), le Royaume-Uni (3,10 %) et les États-Unis (90,51 %). Dans cette section, on remarque la domination du marché des États-Unis et du marché du Royaume-Uni. En effet, 90,51 % des obligations sont émises par des firmes qui opèrent aux États-Unis et 3,1 % de l'échantillon dans le marché du Royaume-Uni. Ces résultats ne sont pas très surprenants si on considère le développement des marchés des obligations de ces deux pays par rapport aux autres pays. En fait, pour la généralisation de nos résultats, on doit effectuer un test de robustesse en excluant le marché d'obligations américain. La section 3 du tableau 3.3 illustre la répartition de notre échantillon par industrie de firmes émettrices des obligations. Comme dans la majorité des études au sujet des fonds souverains, on remarque que ces derniers ciblent davantage les firmes appartenant à des industries stratégiques : l'industrie financière (SIC 6 avec un taux de 30,69 % de l'échantillon total), les services publics (SIC 4 avec un taux de 10,60 %) et l'industrie commerciale (SIC 5 avec un taux de 12,69 %). La section 5 fournit la répartition de l'échantillon par pays des fonds souverains. Le plus grand nombre de cas provient des firmes ciblées par le gouvernement coréen (36,14 %), le gouvernement norvégien (21,10 %), le gouvernement du Singapour (15,32 %) et celui de la Chine (14,38 %). Finalement, la section 6 présente la répartition des observations par fonds souverains. Les fonds souverains impliqués dans notre échantillon final sont: *L'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, *l'Abu Dhabi Investment Council (ADIC)*, *l'Alberta Heritage Fund*, *la China Investment Corporation (CIC)*, *le GIC Private Limited*, *le Government Pension Fund of Norway*, *la Korea Investment Corporation (KIC)*, *la Kuwait Investment Authority (KIA)*, *la Qatar Investment Authority (QIA)*, *la SAFE Investment Company Limited*, *le Temasek Holdings Private Limited* et *le Texas Permanent School Fund (TPSF)*. Ces fonds proviennent de neuf pays (Canada, Chine, Corée du Sud, Kuwait, Norvège, Qatar, Singapour, Émirats arabes unis et États-Unis). On remarque aussi que la majorité des cas proviennent des firmes ciblées par la *Korea Investment Corporation (KIC)* avec un taux de 36,14 %, le *Government*

Pension Fund of Norway avec un taux de 21,10 %, le *Temasek Holdings Private Limited* avec un taux de 14,66 % et la *China Investment Corporation (CIC)* avec un taux de 14,19 %.

3.8 Statistiques descriptives

Le tableau 3.4 présente les statistiques descriptives des variables utilisées dans l'analyse. Dans notre échantillon, la moyenne des *écartsest* de 197,49 points de base avec un minimum de 284 points de base et un maximum de 1276. Pour la prise de participation des fonds souverains, la moyenne est de 1,5 % avec un minimum de 0,01 % et un maximum de 18,6 %. La notation de S&P est en moyenne de 15,78 avec un maximum de 22. La moyenne de la maturité des obligations est de 6,91 années.

La notation de Truman (2012) des fonds souverains est en moyenne de 75,69 dans notre échantillon, alors que l'indice de transparence de Linaburg-Maduellaune moyenne de 8,81. Les fonds souverains partenaires de l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)* sont présents dans 97 % de notre échantillon. Les acquisitions des fonds souverains à travers une filiale représentent seulement 26 % de nos observations et les fonds souverains financés par le pétrole en représentent 35 %.

La propriété des fonds souverains sur des marchés étrangers est présente dans 97 % de nos observations, et la valeur moyenne des relations politiques et commerciales dans notre échantillon est de 62,88 %. Également, les pays d'accueil et les pays acquéreurs qui partagent la même culture représentent 65 % de nos observations, alors que les pays d'accueil développés dominant notre échantillon. Les firmes cibles des investissements des fonds souverains appartenant aux secteurs stratégiques représentent 58 % de l'échantillon, et les émissions en période de crise financière contribuent pour 36 % de notre échantillon global.

Le tableau 3.4 présente aussi dans ses sections 3 et 4 le tableau de corrélation entre le *Spread* et les autres variables explicatives. Dans sa section 5, le tableau 3.4 fournit les résultats des tests de comparaison des moyennes des *Spreads* pour l'échantillon des 113 firmes cibles des fonds souverains dont on a l'information complète sur les émissions d'obligations avant et après la propriété des fonds souverains (1265 *émissions* dont 997 avant et 268 après les dates d'acquisition des fonds souverains).

Selon le tableau de corrélation, nous pouvons constater qu'il n'y a aucun problème de multicollinéarité entre les variables. En effet, la plupart des variables ont des valeurs absolues de corrélation assez faibles. De plus, des tests du *Variance inflation factor* (VIF) qui permettent de détecter la multicollinéarité des variables explicatives ont également été réalisés et ont confirmé l'absence de problèmes de multicollinéarité (tous les VIF sont significativement inférieurs au seuil communément utilisé de 10 (O'Brien, 2007)). Aussi, la variable *Spread* est positivement et significativement liée à la propriété des fonds souverains, et significativement corrélée avec toutes les variables explicatives, sauf la variable *Civil*. De plus, les variables explicatives ont majoritairement obtenu les valeurs attendues.

Dans la section 5 du tableau 3.4, nous constatons que les *Spreads* des obligations émises après l'acquisition des fonds souverains sont significativement plus élevés (de 148,41) que ceux des obligations émises avant l'acquisition des fonds souverains. Dès lors, l'analyse univariée suggère que la propriété des fonds souverains est associée à un coût de la dette plus élevé. Ceci indique que les obligataires perçoivent la propriété des fonds souverains comme une menace à la solvabilité de la firme. Ces résultats sont conformes à l'hypothèse de l'expropriation et d'interférence politique et à l'hypothèse de passivité des fonds souverains. Cependant, l'analyse des régressions dans les sections suivantes nous permettra d'examiner plus en détail la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire. Également, l'analyse des régressions nous permettra de clarifier les déterminants de la relation en testant nos hypothèses et nos sous-hypothèses.

3.9 Résultats empiriques

3.9.1 L'impact de la présence des fonds souverains dans la structure de propriété des firmes sur le coût de la dette obligataire

Nous utilisons des régressions par MCO pour l'estimation des paramètres dont les résultats présentés au tableau 3.5. La variable dépendante est mesurée par le *Spread* de crédit. Notre analyse est de nature transversale. La propriété des fonds souverains est mesurée par la présence d'un fonds souverain dans la structure de propriété des firmes, exprimée par une

variable binaire *FS* qui prend la valeur de 1 si l'émission de l'obligation est faite après la prise de participation d'un fonds souverain, et 0 si c'est avant.

Dans les première, deuxième et troisième colonnes du tableau 3.5, nous présentons les résultats des modèles de base pour lesquels nous ne tenons pas compte de la propriété des fonds souverains. Dans le premier modèle, nous considérons seulement les variables liées aux caractéristiques des firmes cibles émettrices des obligations et les variables liées aux caractéristiques des obligations émises. Pour le deuxième modèle, nous ajoutons les variables liées aux conditions macroéconomiques des pays des firmes cibles, alors que dans le troisième modèle nous intégrons les variables qui concernent la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays des firmes cibles. Nous employons une méthodologie d'estimation de l'erreur standard ajustée pour 2 *clusters* au niveau pays et années.

Toutes les variables de contrôle liées aux caractéristiques des firmes émettrices des obligations et celles liées aux caractéristiques des obligations émises sont significatives à 1 % avec les valeurs attendues. En effet, l'analyse des résultats de l'estimation du modèle (1) montre que la prime de risque exigée par les obligataires est positivement liée au niveau d'endettement de la firme et à son risque, à la maturité de l'obligation et au fait qu'elle soit émise en tant que titre subordonné. La prime est négativement associée à la taille et à la performance de la firme, à la taille de l'émission, au fait que l'obligation soit émise avec une option d'achat (*call*) et au fait que l'obligation soit convertible.

De même, les variables qui représentent les conditions macroéconomiques sont significatives à un niveau de 1 % avec les valeurs prévues, sauf pour la variable *Inflation* qui a obtenu la valeur attendue, mais non significative. En effet, les résultats de l'estimation du modèle (2) montrent que la taille du marché de la dette et le taux de croissance économique sont négativement associés au coût de la dette obligataire.

Des variables de contrôle liées à la qualité de l'environnement légal et institutionnel des pays d'accueil des investissements des fonds souverains sont ajoutées au modèle (3) du tableau 3.5. Les résultats de l'estimation du modèle montrent qu'effectivement la perception des obligataires est affectée aussi par la qualité de l'environnement légal et institutionnel du pays. La prime de risque diminue avec les droits accordés aux créanciers, l'efficacité des procédures de faillite et l'accessibilité aux crédits dans le pays. Cette perception augmente avec le degré

de corruption et avec le fait que la tradition juridique du pays soit civile (sauf que la variable est non significative). Cependant, la variable liée aux registres de crédit public n'a pas eu la valeur attendue. Comme Boubakri et Ghouma (2010), nous pouvons dire qu'une meilleure protection des droits des créanciers affecte positivement la perception des obligataires, et alors négativement le coût de la dette obligataire. De même, la perception des obligataires est favorable quant à l'application des lois qui protègent les droits des créanciers.

À partir du modèle (4) du tableau 3.5 nous intégrons la variable contrôlant la propriété des fonds souverains (*FS*). Le modèle (4) contient seulement les variables de contrôle liées à la firme et à l'obligation. Le modèle (5) ajoute les variables liées aux conditions économiques et dans le modèle (6) nous intégrons les variables de la qualité de l'environnement légal. Pour tous ces modèles, nous employons une méthodologie d'estimation de l'erreur standard ajustée pour 2 clusters au niveau pays et année. Dans le modèle (7), nous ajustons pour 3 clusters (firme, pays et année), alors que pour le modèle (8) nous ajustons pour 4 clusters (firme, pays, année et industrie).

Pour le modèle (9), nous ajustons pour 2 clusters (firme et année) et nous intégrons deux variables muettes pour tenir compte des effets fixes propres à l'industrie et au pays. Pour le modèle (10) nous ajustons pour 2 clusters (pays et année) et nous intégrons une variable muette pour tenir compte des effets propres à l'industrie. Dans le modèle (11), nous ajustons pour 2 clusters (industrie et année) et nous intégrons une variable muette (pays). Finalement, dans le modèle (12) nous ajustons pour 1 cluster (firme) et nous intégrons les effets fixes du pays, de l'industrie et de l'année.

Les résultats nous indiquent que la présence d'un fonds souverain dans la structure de propriété de la firme est associée à une augmentation du coût de la dette obligataire. En effet, la présence d'un fonds souverain entraîne une augmentation de *Spread* de 70,12 points de base pour le modèle (4); 45,36 points de base pour le modèle (5); de 29,82 points de base pour le modèle (6); de 29,82 points de base pour le modèle (7); de 29,82 points de base pour le modèle (8); de 21,99 points de base pour le modèle (9); de 21,65 points de base pour le modèle (10); de 28,33 points de base pour le modèle (11); et de 30,58 points de base pour le modèle (12). Tous nos résultats sont significatifs avec un seuil de 1 % ou moins. Les variables restantes ont généralement conservé leur valeur et leur significativité. Le R^2 ajusté varie de 52,7 % à 81,7 %.

L'augmentation des primes de risque exigées par les obligataires semble confirmer l'hypothèse de l'interférence politique et l'hypothèse de la passivité des fonds souverains. Les autres hypothèses s'annulent à ce stade d'analyse. Cependant, ces résultats ne nous permettent pas de conclure sur les déterminants de la relation ni d'établir si les résultats sont attribuables à la passivité des fonds souverains ou à l'interférence politique et au risque d'expropriation. Une analyse plus approfondie est nécessaire. Pour cela, nous intégrons une autre mesure de la propriété des fonds souverains le pourcentage de prise de participation d'un fonds souverain au sein de la firme.

3.9.2 L'impact de la taille de prise participation des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire des firmes cibles

L'analyse des résultats du tableau 3.5 nous montre que la perception des obligataires vis-à-vis la présence des fonds souverains dans la structure de propriété des firmes est défavorable. En effet, la présence des fonds souverains s'associe positivement aux primes de risque exigées par les obligataires. Cependant, ces résultats ne nous permettent pas d'expliquer précisément les déterminants de cette augmentation. Deux hypothèses sont en concurrence : *i)* l'hypothèse de l'interférence politique, selon laquelle les fonds souverains investissent pour des objectifs stratégiques et politiques et non pas économiques ; et *ii)* l'hypothèse de la passivité des fonds souverains.

Pour expliquer l'augmentation des primes de risque, nous intégrons la variable *PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Les résultats de l'estimation sont présentés dans le tableau 3.6.

Selon les résultats de l'estimation de tous les modèles présentés dans le tableau 3.6, nous constatons que la prise de participation des fonds souverains est positivement et significativement corrélée avec le coût de la dette obligataire, ce qui confirme les résultats présentés dans le tableau 3.5. En effet, une augmentation de 1 % du pourcentage d'acquisition des fonds souverains au sein des firmes cibles entraîne une augmentation du coût de la dette d'environ 11,50 points de base pour le modèle (4) ; de 7,491 points de base pour le modèle (5) ; de 8,236 points de base pour les modèles (6) (7) et (8) ; de 5,319 points de base pour le

modèle (9) ; de 7,015 points de base pour le modèle (10) ; de 6,278 points de base pour le modèle (11) ; et de 5,6 points de base pour les modèles (12) et (13).

Cette relation positive entre le pourcentage d'acquisition des fonds souverains et les primes de risque confirme l'hypothèse de l'interférence politique et du risque d'expropriation par les fonds souverains et annule l'hypothèse de la passivité. En effet, l'hypothèse de la passivité des fonds souverains anticipe une relation négative entre le pourcentage acquis par les fonds souverains et le coût de la dette. Ceci a été déjà expliqué par le fait que l'augmentation de la prise de participation des fonds souverains réduit l'effet de la passivité (voir annexe A). Ces résultats sont cohérents avec les conclusions de Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b).

3.9.3 Les déterminants de la relation entre la prise de participation des fonds souverains et le coût de la dette obligataire

Pour le reste de l'analyse, nous nous concentrerons notamment sur les déterminants de la relation entre le coût de la dette et la propriété des fonds souverains dans le contexte de l'hypothèse de l'interférence politique (voir tableau 3.7).

Effet des caractéristiques des transactions d'acquisition des fonds souverains

Comme le montre le modèle (1) présenté dans la section 1 du tableau 3.7, LE coefficient associé à la variable ***PrAquiFS*** est positif et fortement significatif du point de vue statistique et économique. En effet, le tableau montre qu'une augmentation de 1 % de la prise de participation des fonds souverains s'associe à une augmentation des primes de risque des obligations d'environ 8,5 points de base pour les investissements transfrontaliers. Le coefficient associé à l'interaction ***PrAquiFS*** × ***Domestique*** indique une réduction des primes de risque d'environ 13,518. Ces résultats ne sont pas conformes à l'hypothèse ***H_{2,3}***, qui prévoit une augmentation des effets défavorables des fonds souverains pour les investissements dans des pays d'origines. Ceci indique que les créanciers perçoivent favorablement la présence des fonds souverains sur le marché intérieur. En fait, les fonds souverains peuvent exploiter les investissements transfrontaliers pour contribuer au développement économique de leur pays d'origine (Fernandes, 2014 ; Dewenter, Han et Malatesta, 2010). De plus, les investissements

domestiques représentent des coûts de transaction et d'asymétrie d'information (Balding, 2008). Les investissements étrangers seraient donc plus susceptibles de souffrir des inconvénients de la propriété des fonds souverains, y compris l'inefficacité générale, puisque les fonds ne sont pas en mesure de dicter directement les règlements en leur faveur dans les pays étrangers.

Par ailleurs, les fonds souverains comme bras stratégiques de leur gouvernement sont moins susceptibles de laisser leurs investissements échouer. Au contraire, leur contrôle sur la réglementation dans leur pays d'origine leur permettrait de soutenir leurs firmes en cas de difficultés. Dès lors, l'effet défavorable des investissements des fonds souverains s'affaiblit pour les investissements nationaux. Ces résultats nous laissent supposer que les fonds souverains agissent comme garantie implicite de leurs investissements en cas de besoin. L'hypothèse de la *garantie implicite* est alors submergée de nouveau. Pour réexaminer cette hypothèse, d'autres analyses en profondeur sont nécessaires. L'intégration de la variable qui traite de la crise financière peut régler ce dilemme.

Les résultats d'estimation du modèle (3) de la section 1 du tableau 3.7 montrent que l'utilisation des véhicules d'investissement réduit les primes de risque exigées d'environ 14 points de base par rapport aux primes de risque demandées pour les obligations émises par les firmes acquises directement par les fonds souverains. Ces résultats ne sont pas conformes à l'hypothèse (H_{2_4}). Cela peut s'expliquer par l'utilisation de véhicules d'investissement dans leurs transactions : les fonds souverains peuvent éviter leur identification et passer inaperçus par les obligataires. D'ailleurs, ne nous pouvons connaître toutes leurs filiales, notamment en vertu du manque de transparence de ces entités.

Dans le modèle (4) nous ajoutons la variable exprimant les investissements des fonds souverains dans des firmes appartenant à des secteurs stratégiques (*Ind_Strat*) et son interaction avec la propriété des fonds souverains ($PrAquiFS \times Ind_Strat$). Selon le modèle (4) de la section 1 du tableau 3.7, les *spreads* des firmes appartenant à des secteurs stratégiques diminuent de 5 points de base par rapport aux *spreads* des firmes appartenant à des secteurs non stratégiques. Ce qui infirme l'hypothèse (H_{1_5}). Ces résultats nous laissent supposer que, dans certaines conditions, les créanciers peuvent percevoir les investissements des fonds

souverains dans des secteurs stratégiques comme une garantie implicite pour les firmes. Dans d'autres analyses, nous examinerons en profondeur cette hypothèse.

Finalement, le modèle (2) du tableau 3.7 nous montre que, contrairement à Kotter et Lel (2011) et Dewenter, Han et Malatesta (2010), la concentration de la propriété des fonds souverains semble ne pas avoir un effet significatif sur la perception du marché. En fait, les médias et les articles de la presse financière ont largement présenté les fonds souverains comme une menace sur la stabilité des marchés financiers. Dès lors, la simple présence d'un fonds souverain dans la firme est suffisante pour créer ce sentiment d'insécurité et de menace chez les créanciers. Ceci peut expliquer l'effet non significatif de la concentration de la propriété des fonds souverains. D'ailleurs, Anginer, Mansi, Warburton, Yildizhan (2012) trouvent une relation négative entre la réputation des firmes et le coût de la dette. Cependant, nous ne pouvons pas nous prononcer sur la nature de cette relation vue la taille très limitée des firmes qui présentent une concentration de la propriété des fonds souverains de 5 % et plus (8 % de l'échantillon).

Effet caractéristique des firmes cibles des fonds souverains et émettrices d'obligations : présence d'autres investisseurs institutionnels

Selon les résultats présentés dans la section 2 du tableau 3.7, semble nous confirmer que la propriété des fonds souverains est significativement et positivement associée aux primes de risque des obligations. Par ailleurs, nous constatons que cette relation est conditionnée par la présence d'autres grands investisseurs au sein de la firme émettrice, tel que prévu par la sous-hypothèse (H_{2_6}).

En effet, la section 2 du tableau 3.7 montre que la présence d'autres grands investisseurs modère l'effet défavorable de l'interférence politique des fonds souverains. Par exemple, le modèle (2) montre une augmentation du coût de la dette d'environ 9 points de base associée aux firmes émettrices qui ne disposent pas d'autres gros investisseurs, alors que le coefficient de la variable d'interaction *PrAquiFS* $\times$ *MPF* montre une réduction des primes de risques d'environ 3,455 points de base pour les firmes qui ont des fonds communs de placement et des fonds de pension comme grands propriétaires. Ces résultats sont conformes à ceux de Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b). Également, la présence d'un directeur, d'un membre du conseil d'administration ou d'un employé comme grand investisseur atténue l'effet défavorable de l'interférence politique des fonds souverains. Pour le reste des catégories d'investisseurs institutionnels les résultats sont non significatifs (modèles 1, 3 et 5).

Effet des caractéristiques des fonds souverains

Tel que prévu par la sous-hypothèse (H_{2_7}), l'orientation passive des fonds souverains rassure les créanciers vis-à-vis le risque de leur interférence politique au sein des firmes. En effet, les primes de risque exigées diminuent d'environ 3,093 points de base pour les obligations émises par des firmes ciblées par des fonds souverains passifs (voir le modèle (1) de la section 3 du tableau 3.7). Également, nous testons l'effet de la transparence et la qualité de la gouvernance des fonds souverains. Nous employons 5 variables pour examiner les sous-hypothèses (H_{2_8}), (H_{2_9}) et (H_{2_10}). Selon les résultats de l'estimation des modèles (2), (3), (4), (5) et (6) présentés dans la section 3 du tableau 3.7, une meilleure transparence et une meilleure qualité de gouvernance des fonds souverains soulagent les créanciers. En effet, nous trouvons que l'effet négatif sur le coût de la dette est plus faible lorsque les fonds souverains acquéreurs des firmes émettrices d'obligations sont plus transparents, ont une meilleure gouvernance et un

meilleur indice de conformité aux principes de Santiago. Ces résultats semblent confirmer les sous-hypothèses citées en question (sauf le modèle lié aux investissements du fonds norvégien qui est non significatif).

Cependant, la sous-hypothèse (H_{2_11}) est infirmée. En effet, le niveau d'interférence gouvernementale au sein de la firme paraît non significatif (les variables qui indiquent l'interaction entre *PrAquiFS* $\times$ *Indice_Poli* et *PrAquiFS* $\times$ *Gouv_Interf* sont non significatives : modèles 8 et 9 du tableau 3.7). Ceci peut s'expliquer par le fait que les créanciers perçoivent négativement la présence des fonds souverains, quelle que soit l'importance de l'interférence gouvernementale. De même, la variable *PrAquiFS* $\times$ *Strategic* n'a pas reçu la valeur attendue (modèle 7). Quoique la variable *Strategic* soit positive et largement significative, la variable *PrAquiFS* $\times$ *Strategic* montre une réduction significative de l'effet négatif de l'interférence politique des fonds souverains. En effet, le *Spread* montre une réduction d'environ de 11,74 point de base pour les obligations émises par des firmes acquises par des fonds souverains dont les objectifs d'investissement sont stratégiques, alors qu'on s'attendait à une augmentation des primes de risque.

Comme pour les variables *PrAquiFS* $\times$ *Domestique* et *PrAquiFS* $\times$ *Ind_Strat*, les résultats de la variable *PrAquiFS* $\times$ *Strategic* nous incitent à révéifier l'hypothèse de l'implicite garantie.

Effet des caractéristiques des pays des fonds souverains et effet des relations politiques et commerciales entre les pays cibles et les pays des fonds souverains acquéreurs.

Conformément aux prévisions de l'hypothèse (H_{1_12}), l'effet négatif des fonds souverains sur la perception des obligataires est exacerbé pour les firmes émettrices d'obligations acquises par des fonds souverains originaires de pays autoritaires.

La variable traitant les similarités culturelles est négative et significative. Donc, les rapprochements culturels réduisent l'effet négatif des fonds souverains. Cependant, les relations politiques et commerciales entre les pays des firmes ciblés et les pays des fonds souverains réduisent les problèmes d'asymétrie d'information, mais ne changent pas la perception des obligataires quant au degré de risque présenté par les fonds souverains.

3.9.4 L'impact de la crise financière sur la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette obligataire : vérification des hypothèses de garantie implicite et de stabilité financière

La relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette obligataire est assez complexe. Nous identifions plusieurs mécanismes et canaux par lesquels les fonds souverains peuvent bénéficier ou nuire aux détenteurs d'obligations. Les résultats présentés dans les tableaux 3.5, 3.6 et 3.7 semblent confirmer l'effet défavorable des fonds souverains sur la perception des obligataires. Pour tous les modèles testés, une augmentation significative des primes de risque pour les firmes acquises par des fonds souverains est confirmée. Ces résultats confirment l'hypothèse de l'interférence politique selon laquelle les créanciers perçoivent les fonds souverains comme un risque sur la solvabilité de la firme, puisqu'ils sont plus susceptibles d'exproprier la richesse des firmes cibles en suivant des objectifs stratégiques et politiques plutôt qu'économiques.

Cependant, les coefficients non prévisibles des variables qui représentent l'interaction entre investissements domestiques, secteurs stratégiques des firmes cibles et orientation stratégique des investissements des fonds souverains avec la prise de participation des fonds souverains nous laissent supposer que dans certaines conditions les créanciers peuvent apprécier la présence des fonds souverains. Les hypothèses de la garantie implicite, de la stabilité financière et la *Monitoring hypothesis* sont de nouveau en concurrence.

En fait, il est largement reconnu que les fonds souverains ont été très actifs sur les marchés occidentaux au cours de la récente crise financière (Bortolotti, Fotak et Megginson, 2015b). D'un côté, la garantie des fonds souverains, comme entité gouvernementale, est susceptible d'être plus valorisée en période de crise, puisque la probabilité de défaut augmente (Borisova, Fotak, Holland et Megginson, 2015). D'un autre côté, on prévoit un effet stabilisateur des fonds souverains durant les périodes de crise financière en raison de leur grande taille, de leur stratégie d'investissement à long terme et du manque de responsabilité financière à court terme (In, Park, Ji et Lee, 2013 ; Kotter et Lel, 2011).

Pour mieux faire la part entre ces hypothèses et savoir laquelle l'emporte sur les autres, des analyses plus approfondies sont nécessaires. À cette fin nous intégrons une nouvelle variable : définissons la période de crise financière et l'interaction de cette variable avec la propriété des

fonds souverains. Deux mesures des périodes de crise sont utilisées pour distinguer entre les années de crise et les autres (*Crise* et *Bank_Crises*). Nous ajoutons aussi leurs interactions avec la propriété des fonds souverains. L'intégration de ces variables nous permettrait de vérifier les hypothèses concurrentes pour mieux apprécier la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette. Assurément, la garantie implicite des fonds souverains et l'effet positif de la stabilité financière sont susceptibles d'être plus appréciés dans les périodes de crise financière puisque le risque d'insolvabilité est plus élevé.

Le tableau 3.8 présente les résultats de l'interaction entre la propriété des fonds souverains et les périodes de crise financière. Dans le modèle (3), la variable *Bank_crises* est ajoutée à son interaction avec la propriété des fonds souverains. Les résultats indiquent que la propriété des fonds souverains s'associe à une réduction du coût de la dette au cours des années de crise. Chaque augmentation de pourcentage de la participation des fonds souverains se traduit par une réduction d'environ 4 points de base. Cependant, la propriété des fonds souverains s'associe à des primes de risque plus élevées hors des périodes de crise. Pour 1 % d'augmentation de la propriété des fonds souverains, les *spreads* augmentent d'environ de 8,789 points de base. Les résultats sont confirmés quand on emploie une autre mesure de la crise financière (*Crise*) et son interaction avec la propriété des fonds souverains. Selon les résultats du modèle (4), une augmentation de 1 % de la propriété des fonds souverains s'associe à une réduction des *spreads* d'environ de 5,964 points de base.

Pour une deuxième vérification, nous divisons l'échantillon en deux sous-échantillons. Le premier représente seulement les obligations émises en dehors des périodes de crise, alors le second représente les obligations émises dans la période de crise. Selon les résultats des modèles (1) et (2), nous observons la réduction des primes de risque associée à la propriété des fonds souverains seulement pour la période de crise financière. Cependant, nous n'avons pas l'information sur la significativité des résultats à cause d'un manque de variabilité des données.

En somme, les obligataires apprécient la présence des fonds souverains durant les périodes de crise. La *Monitoring hypothesis* est rejeté puisqu'elle prévoit une neutralité d'effet de la crise financière. Cependant, ces résultats ne nous permettent pas de trancher entre l'hypothèse de garantie implicite et celle de la stabilité financière. Pour approfondir l'étude des canaux par lesquels la propriété des fonds souverains pourrait impacter le coût de la dette, nous

poursuivons nos analyses en examinant les distinctions entre les investissements à l'intérieur et à l'extérieur et externes dans les seules périodes de crise. Nous supposons que, si l'hypothèse de garantie implicite domine, l'effet favorable de la crise financière sur la relation entre propriété des fonds souverains et coût de dette devrait être confirmé seulement pour les investissements locaux. Bien évidemment, durant les périodes de difficultés financières, le rôle de soutien contre la faillite par les fonds souverains devrait être plus important et plus pertinent pour les firmes locales que pour les firmes étrangères, alors que, si l'hypothèse de la stabilité financière domine, l'appréciation des investissements des fonds souverains se vérifiera tant pour les investissements locaux que pour les investissements à l'étranger.

Les résultats du modèle (3) du tableau 3.9 montrent que, durant la période de crise financière, les *spreads* diminuent d'environ de 13,5 points de base pour les firmes nationales, alors que pour les firmes étrangères nous trouvons une augmentation des *spreads* d'environ 6,5 points de base.

Nous divisons aussi, l'échantillon des obligations émises durant la période de crise en deux sous-échantillons. Le premier représente les obligations émises par les firmes ciblées à l'étranger, tandis que le deuxième représente les obligations émises par les firmes ciblées sur le marché domestique⁷². Les résultats du modèle (1) et (2) montrent que la réduction des *spreads* est vraie seulement pour les investissements nationaux. En effet, une relation négative et significative existe entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette. Pour chaque augmentation de 1 % de la propriété des fonds souverains, les primes de risque diminuent d'environ 31,5 points de base pour les firmes nationales, alors que la propriété des fonds souverains est positivement et significativement associée aux primes de risque pour les firmes étrangères. Cependant, nous ne pouvons pas nous prononcer sur la significativité du modèle à cause d'un manque de variabilité des données.

Le tableau 3.10 montre les résultats des modèles où on a intégré des variables à triples et à quadruples interactions. Les variables d'interactions montrent une réduction des *spreads* pour les investissements dans les secteurs stratégiques et domestiques (modèle 1), pour les investissements dans les secteurs stratégiques durant les périodes de crise financière

⁷²Bien que nous présentions, par souci d'exhaustivité, les résultats de l'analyse transversale pour les firmes domestiques, nous notons que la taille de l'échantillon est assez petite.

(modèle 2), pour les investissements nationaux durant les périodes de crise (modèle 3) et pour les investissements dans les secteurs stratégiques et domestiques durant les périodes de crise (modèle 4). Tous ces résultats confirment l'effet de garantie implicite des fonds souverains.

En somme, la propriété des fonds souverains augmente la perception du risque chez les obligataires. Pour se protéger, ceux-ci exigent des primes de risque plus élevées. Ceci est principalement dû aux objectifs stratégiques et politiques des fonds souverains comme entités gouvernementales. Leur présence augmente la méfiance des créanciers vis-à-vis la probabilité d'expropriation de leur richesse. Cependant, en période de crise, les fonds souverains jouent un rôle de soutien pour éviter l'échec de leurs investissements locaux et stratégiques.

3.10 Tests de robustesse

En plus de nos principales régressions, nous effectuons un certain nombre de tests de robustesse pour mesurer la sensibilité de nos résultats à des spécifications économétriques alternatives, à des procédures d'estimation différentes, à d'autres sous-échantillons, à d'autres définitions des variables, etc. Également, nous effectuons d'autres types de tests qui s'adressent aux problèmes potentiels d'endogénéité. En gros, comme nous le verrons dans les paragraphes suivants, nos résultats ne changent généralement pas.

3.10.1 Les enjeux de l'endogénéité

Dans les modèles testés auparavant, nous supposons que nos variables explicatives étaient exogènes, soit qu'aucune corrélation n'existe entre les variables explicatives et les termes d'erreurs. Cependant, plusieurs sources d'endogénéité peuvent apparaître et donc biaiser nos résultats. Parmi les sources potentielles d'endogénéité, il y a : *i)* les erreurs de mesures des variables. En effet, plusieurs variables peuvent ne pas être mesurées avec précision, ce qui engendre des biais dans les coefficients estimés et alors des conclusions erronées; *ii)* des omissions de variables. Ceci peut causer une hétérogénéité inobservée, ce qui veut dire que les facteurs omis peuvent affecter la variable dépendante et une ou plusieurs variables explicatives. Dès lors, le terme d'erreur sera corrélé avec au moins une des variables explicatives. Dans ce

cas, les hypothèses d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité peuvent être violées ; et *iii*) la simultanéité entre la variable dépendante et au moins une variable indépendante. Dans ce cas, on doit instrumentaliser la variable indépendante par une autre variable qui est non influencée par la variable dépendante. Dans les tests suivants, nous essayons de contrôler les enjeux probables d'endogénéité.

3.10.1.1 L'enjeu de la notation financière (rating)

Dans les modèles examinés jusqu'ici, nous n'avons pas intégré la variable **Rating** comme variable de contrôle. Cependant, plusieurs chercheurs considèrent la notation financière comme une variable explicative des *spreads* (exemple Qiu et Yu, 2009). Pour contrôler le problème potentiel des variables omises, nous intégrons la notation de *S&P* de plusieurs manières. Comme Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), nous convertissons les notes de crédit en une échelle numérique telle que présentée dans l'annexe B. Nous prévoyons une relation négative entre la notation de crédit et le coût de la dette obligataire. Le tableau 3.11 présente les résultats de l'intégration de cette variable.

Comme Boubakri et Ghouma (2010) nous ajoutons la variable **Ln_Rating** comme variable de contrôle supplémentaire (modèle 1 du tableau 3.11). Cependant, cette méthode peut causer des problèmes sérieux de multicolinéarité (Liu et Thakor, 1984). Selon ces derniers, les mêmes variables qui expliquent le *spread* peuvent aussi expliquer la notation des crédits. Pour contourner ce problème, nous suivons Liu et Thakor (1984) et Boubakri et Ghouma (2010) et Anderson, Mansi et Reeb (2003) en ajoutant à notre modèle de base d'estimation de *Spread* la variable représentant les termes d'erreurs (**Residus**) obtenus en régressant la variable **Ln_Rating** en fonction des mêmes variables de contrôle utilisées pour le modèle du *Spread*⁷³. Nous sommes ainsi certains de mesurer seulement l'effet de la notation financière sans souci de la multicolinéarité (modèle3 du tableau 3.11). Aussi, nous essayons de contourner ce problème en suivant Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), qui intègrent la variable de la notation de crédit orthogonale **ORating** (modèle 2 du tableau 3.11). Ceci nous permet de mesurer l'effet isolé du **rating**. Les résultats de l'estimation des modèles (1) (2) et (3)

⁷³ Pour une meilleure compréhension de cette méthode, voir Anjan et Thakor (1984).

confirment nos résultats principaux en ce qui concerne l'effet négatif de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire.

3.10.1.2 Méthode d'estimation par variables instrumentales

Une autre source d'endogénéité provient de la probabilité que la propriété des fonds souverains soit déterminée simultanément avec les rendements obligataires. Ce qui veut dire que la propriété des fonds souverains augmente le coût de la dette et que les firmes dont le coût de la dette est élevé (ratio d'endettement élevé, pauvre performance, difficulté financière) sont plus attrayantes pour ce type d'investisseur. En effet, les recherches empiriques montrent que les activités d'investissement majeures des fonds souverains ont connu un engouement durant la période de crise financière. De plus, les fonds souverains sont attirés par les firmes qui sont pauvres en termes de performance et qui encourent des problèmes financiers et un taux d'endettement élevé (In, Park, Ji et Lee, 2013 ; Kotter et Lel, 2011 ; Chhaochharia et Laeven, 2010). Pour contourner ce risque de simultanéité potentiel, nous utilisons la méthode d'estimation par moindres carrés en deux étapes (2SLS), nommée aussi *méthode des variables instrumentales*.

Dans l'annexe D. sont présentés les résultats de l'estimation par méthode de moindres carrés du modèle expliquant la propriété des fonds souverains et qui représentent les résultats du premier degré pour la méthode des variables instrumentales.

Le modèle du premier degré de la propriété des fonds souverains inclut des variables liées aux firmes cibles. Ces variables sont aussi incluses dans le modèle d'estimation du deuxième degré (taille, performance, endettement et risque). De plus, nous incluons des variables qui déterminent la propriété des fonds souverains et qui sont exogènes aux rendements des obligations exigées du sujet de notre étude. Ces variables instrumentales incluent : *i*) une variable qui représente les similarités culturelles (*Religion*). Chhaochharia et Laeven (2010) observent que les fonds souverains préfèrent investir dans des pays avec lesquels ils partagent des similarités culturelles. Une relation positive est prévue entre cette variable et la propriété des fonds souverains ; *ii*) une variable mesurant les relations politiques et commerciales entre les deux pays (*Relation*). Knill, Lee et Mauck (2012b) soutiennent que les fonds souverains

préfèrent investir dans des pays avec lesquels ils ont des relations politiques et commerciales faibles ; *iii*) une variable exprimant le risque d'instabilité politique du pays d'accueil (*Inst_Poli*). Naturellement, les investisseurs rationnels qui ont des objectifs économiques choisiraient des pays avec un risque d'instabilité politique faible. Cependant, les fonds souverains qui nourrissent des objectifs politiques agiraient à l'encontre des lois d'investissement à l'étranger et choisiraient des pays dont le risque d'instabilité politique est élevé pour faciliter leurs objectifs d'expropriation ; *iv*) une variable mesurant le développement économique du pays des firmes cibles (*DEV*), puisque Kotter et Le (2011) soutiennent que les fonds souverains visent les pays développés (surtout dans les périodes de crise). Également, nous contrôlons le taux de croissance annuel du produit intérieur brut (PIB) par habitant du pays de la firme émettrice ; *v*) une variable qui mesure le risque d'expropriation des actionnaires dans le pays d'accueil (*Expro_Risk*) et une autre qui mesure le niveau d'incitation pour les investissements (*Inv_Incentive*). Évidemment, un investisseur rationnel choisirait d'investir dans des pays qui offrent des incitations fiscales ou autres pour les investisseurs étrangers et qui présentent un risque d'expropriation plus faible ; *vi*) une mesure de la taille des fonds souverains en termes d'actifs sous gestions (*Actif_FS*). Les fonds souverains plus importants investiront probablement davantage ; *vii*) une variable représentant le total des réserves en ressources naturelles des fonds souverains (*TotNatu_Res*). Les fonds souverains provenant de pays avec une importante réserve de ressources naturelles sont plus stables financièrement et investissent plus généreusement chez eux et à l'étranger ; *viii*) trois variables binaires indiquant si c'est le secteur financier ou non (*Finance*), si l'investissement est en période de crise ou non (*Crise*), et si l'investissement est national ou à l'étranger (*Domestique*). En fait, les fonds souverains préfèrent investir à l'étranger dans des secteurs stratégiques dans les périodes de crise (Chhaochharia et Laeven, 2010 ; In, Park, Ji et Lee, 2013). Finalement, nous ajoutons une variable qualifiant le régime juridique du pays d'accueil (*Civil*) comme un proxy pour le niveau de protection des investisseurs. En fait, si l'objectif des fonds souverains est politique, les fonds choisiraient des pays de droit civil puisque les droits des investisseurs y sont plus faibles. Ceci facilite le détournement des ressources. Les valeurs des variables continues sont colligées une année avant la date de l'acquisition.

Les résultats de la régression linéaire du premier degré soutiennent le pouvoir explicatif des variables instrumentales choisies de la propriété des fonds souverains. La majorité des

variables sont significatives avec les valeurs attendues. Par exemple, les fonds souverains investissent plus dans des pays de droit civil avec lesquels ils ne partagent pas de relations politiques fortes. De même, la prise de participation des fonds souverains augmente avec la taille de leurs actifs sous gestion.

Pour les résultats de l'estimation du modèle de deux niveaux, les modèles (3) et (4) du tableau 3.12 nous suggèrent, de nouveau, que les fonds souverains affectent positivement et significativement les primes de risque exigées. Notons que nous avons effectué les tests d'endogénéité (voir annexe C). Selon les résultats présentés dans l'annexe C, les tests de Durbin et Wu-Hausman sont très significatifs. Nous devons donc traiter la propriété des fonds souverains comme variable endogène. De plus nous remarquons que les valeurs de R^2 , R^2 ajusté et R^2 partial sont assez élevées (0,764 0, 0,756 7 et 0,51 respectivement), ce qui indique que nos instruments sont assez fortement corrélés avec notre variable endogène et nous permettent des estimateurs des variables instrumentales qui présentent moins de biais. De même, le F statistique est significatif, ce qui veut dire que nos variables instrumentales ne sont pas faibles et ont un pouvoir explicatif significatif.

3.10.1.3 La méthode d'appariement des coefficients de proportion (Propensity Matching Score [PMS])

La méthode d'appariement des coefficients de proportion (dorénavant PMS) permet de contrôler le problème de biais de sélection. En effet, le PMS comme estimateur de l'effet moyen du traitement permet de mesurer l'effet causal d'un traitement ou d'une intervention sur les sujets traités à partir des données d'observation. Cette méthode n'est pas nouvelle. Elle est souvent utilisée dans la recherche médicale. Mais son utilisation dans le domaine des sciences humaines reste toujours rare (Lecocq, Ammi et Bellarbre, 2014).

Dans notre cas, le traitement est la présence d'un fonds souverain dans la structure de la propriété des firmes émettrices d'obligations. La variable SWF est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'obligation est émise par une firme ciblée par un fonds souverain (échantillon traité) et 0 si l'obligation est émise par une firme non ciblée par un fonds souverain (échantillon de contrôle).

En fait, comme il est noté plus haut, nos résultats peuvent être affectés par le problème de biais de sélection. En effet, les investissements des fonds souverains ne sont pas aléatoires. Au contraire, les fonds souverains investissent sélectivement, ce qui pourrait amener à une causalité inversée entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette. Par exemple, les fonds souverains peuvent être attirés par des firmes qui ont des difficultés financières ou durant les périodes de crise. Les résultats s'expliquent alors par les problèmes financiers des firmes choisies et non pas par la propriété des fonds souverains. Pour contrôler ce problème, nous suivons Fernandes (2014) et Bortolotti, Fotak et Megginson (2015b) en employant la méthode d'appariement des coefficients de propension pour tenter de valider et de généraliser nos résultats.

Pour employer cette méthode, nous identifions un échantillon de contrôle d'obligations émises par des firmes qui n'ont jamais été ciblées par des fonds souverains. Nous obtenons l'échantillon du contrôle en téléchargeant, à partir de la base de données *SDC News Issues*, toutes les obligations à coupons fixes émises entre les années 1997 et 2012 par des firmes publiques opérant aux États-Unis. Notons que nous nous limitons au marché américain pour effectuer ce test puisque notre échantillon est majoritairement dominé par des firmes américaines.

En fait, en prenant en considération les années d'émission, nous construisons notre échantillon d'obligations de contrôle en appariant les firmes émettrices d'obligations ciblées par les fonds souverains avec des firmes émettrices d'obligations non ciblées par des fonds souverains par secteur d'activité, par taille des firmes, par leur performance, par leur taux d'endettement et par leur taux de risque. Donc, nous faisons correspondre chaque firme émettrice traitée à une firme émettrice de contrôle qui appartient au même secteur d'activité et qui s'y compare en termes de taille, de performance, de taux d'endettement et en termes de taux de risque. Nous avons pu identifier 26 280 obligations émises par 109 firmes traitées et 109 firmes de contrôles. Après l'élimination des données manquantes, il nous reste 7869 obligations, dont 3397 obligations émises par des firmes ciblées par les fonds souverains et 4472 obligations émises par des firmes non ciblées par les fonds souverains.

La section (1) du tableau 3.12 montre les résultats de l'estimation par PMS. Les obligations émises par des firmes ciblées par les fonds souverains présentent une augmentation importante

des primes de risque exigées par rapport aux obligations émises par les firmes de contrôle. La première ligne présente toutes les obligations émises par l'échantillon traité et l'échantillon de contrôle durant la période de l'étude, alors que la ligne 2 présente les résultats basés sur un échantillon d'obligations émises seulement après l'entrée d'un fonds souverain. La ligne 3 est basée sur un échantillon d'obligations émises durant l'année avant l'entrée d'un fonds souverain et une année après l'entrée d'un fonds souverain. À la ligne 4, la fourchette est de deux ans avant et deux ans après l'acquisition des fonds souverains.

Par exemple, pour la ligne (1), les *spreads* des obligations des firmes ciblées des fonds souverains ont en moyenne 381 points de base de plus par rapport aux moyennes des *spreads* des obligations émises par des firmes non acquises par les fonds souverains. La différence est largement significative.

Les résultats se maintiennent quand on utilise la méthode d'effets des traitements endogènes (*Endogenous treatments effects*). Cette méthode nous permet d'estimer l'effet des fonds souverains (l'effet du traitement) tout en prenant en considération le problème d'endogénéité. En fait, la présence d'une variable inobservée qui affecte la propriété des fonds souverains et le coût de la dette en même temps peut biaiser les résultats à cause du problème d'endogénéité⁷⁴. Dans ce cas, l'emploi des estimateurs des effets de traitement conventionnel (tel que le PMS) devient non pertinent.

Nous utilisons les mêmes variables employées dans le modèle de base pour modéliser le coût de la dette obligataire et nous modélisons la propriété des fonds souverains (SWF) en fonction de la taille de la firme cible, de sa performance, de son taux d'endettement et de son taux de risque une année avant la date d'acquisition. De plus, nous ajoutons des variables représentant les similarités culturelles et les relations commerciales entre les pays des firmes cibles et les pays des fonds souverains. Nous ajoutons aussi deux variables binaires exprimant la période de crise financière et le secteur financier. La ligne (5) de la section (1) du tableau 3.12 montre que l'effet moyen des fonds souverains est une augmentation des primes de risque de 936,26 points de base par rapport au groupe d'obligations dont les firmes émettrices ne

⁷⁴ Exemple : la crise financière peut affecter le coût de la dette et les investissements des fonds souverains.

présentent pas un fonds souverain dans leur structure de propriété. Le test d'endogénéité présenté dans la section 2 du tableau 3.12 nous confirme la présence de ce problème.

3.10.1.4 La méthode des différences de différences ou la méthode des doubles différences (Difference in difference analysis)

La méthode des doubles différences combine le score de propension avec une autre méthode, l'analyse en doubles différences (Lecocq, Ammi et Bellarbre, 2014). C'est une méthode d'analyse de panel qui exige que l'échantillon soit composé d'un groupe traité et d'un groupe de contrôle. De plus, les sujets de ces groupes doivent être suivis avant et après le traitement. Cette méthode nous permet donc d'examiner l'effet d'un traitement à partir d'une double différence : une première différence temporelle avant et après le traitement pour chacun des groupes traités et de contrôle, et la deuxième, qui est la différence des différences (voir Lecocq, Ammi et Bellarbre, 2014 pour plus d'information). Par exemple, Qiu et Yu (2009) ont utilisé la méthode des doubles différences pour examiner l'effet du marché du contrôle sur le coût de la dette. Plus précisément, ils ont comparé la variation du coût de la dette avant et après la période de l'adoption de la deuxième génération des lois anti-OPA des firmes touchées par la loi à la variation du coût de la dette pour les firmes non touchées par la loi.

La nature de nos données nous permet d'appliquer cette analyse. En effet, nous disposons d'un échantillon d'obligations émises par des firmes ciblées par un fonds souverain (groupe traité) et un échantillon d'obligations émises par des firmes non ciblées par un fonds souverain (groupe de contrôle). Une partie de ces obligations est émise avant la date d'entrée des fonds souverains et une autre partie après, ceci pour les deux groupes.

Tel qu'indiqué plus haut, la variable *SWF* prend la valeur 1 si les obligations sont émises par des firmes traitées et 0 dans le cas où elles sont émises par des firmes de contrôle. Nous ajoutons la variable *SWF_1*, qui prend la valeur 1 si l'obligation est émise après l'acquisition d'un fonds souverain et 0 si avant. Donc, nous comparons la variation des *spreads* des obligations traitées avant et après l'entrée d'un fonds souverain avec la variation des *spreads* des obligations de contrôle avant et après les dates d'entrée des fonds souverains.

La section 3 du tableau 3.12 nous rapporte les résultats de l'estimation de l'impact des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire par la méthode des doubles différences. Comme indiqué dans la dernière colonne du tableau, les obligations des firmes acquises par les fonds souverains présentent des coûts significativement plus élevés de 281 points de base par rapport aux obligations des firmes de contrôle.

En somme, les résultats obtenus en employant la méthode d'appariement des coefficients de proportion et la méthode d'estimation par doubles différences confirment de nouveau la perception négative des obligataires vis-à-vis les investissements des fonds souverains.

3.10.2 Autres tests de robustesse

3.10.2.1 Autre mesure des spreads

Nous examinons la sensibilité de nos résultats à une autre mesure des primes de risque exigées. Comme il est mentionné plus haut, la variable *Spread* est calculée sur la base des rendements des bons de trésor américains. Cette mesure peut influencer les résultats, puisqu'elle ne tient pas compte des spécificités des bons de trésor d'autres pays. Pour contourner ce problème, nous calculons le *Spread_1* en nous basant sur les rendements des bonds de trésor de chaque pays. Le modèle (1) du tableau 3.13 reste le même.

3.10.2.2 Autres mesures de la propriété des fonds souverains

Dans nos modèles de base, nous mesurons la propriété des fonds souverains par une variable binaire *FS* représentant la présence ou non d'un fonds souverain dans la structure de propriété de la firme, en plus d'une variable qui mesure le taux de participation totale des fonds souverains dans la firme après la transaction (en %). Pour vérifier la généralisation de nos résultats, nous ajoutons deux autres mesures de la propriété des fonds souverains : i) *PrAquiFS_1* : c'est le pourcentage d'acquisition par le fonds souverain dans la firme cible durant la transaction (en %) et ii) *MontTrans*, qui mesure le montant échangé durant la transaction (en millions USD). Les modèles (2) et (3) du tableau 3.13 présentent les coefficients

d'estimation en employant ces deux mesures. Nos résultats de base se maintiennent. Les investissements des fonds souverains affectent négativement la perception des obligataires. Également, les modèles (4) et (5) confirment qu'en combinant la nouvelle mesure des primes de risques (*Spread_1*) avec les nouvelles mesures de la propriété des fonds souverains (*PrAquiFS_1* et *MontTrans*), les résultats restent généralement les mêmes.

3.10.2.3 Exclusion de l'échantillon des États-Unis

Selon les résultats des statistiques descriptives, notre échantillon est dominé par le marché américain (90 %). Ceci s'explique par le fait que le marché obligataire américain est très développé. Pour confirmer que nos résultats ne sont pas dominés par le marché américain, nous testons notre modèle sans l'échantillon des États-Unis. Le nombre d'observations chute à 223 obligations émises par 116 firmes appartenant à 7 secteurs dans 17 pays. Malgré la petitesse de l'échantillon, il est suffisant pour qu'on tienne compte des résultats. Le modèle (6) du tableau 3.13 soutient notre conclusion principale sur l'impact négatif des fonds souverains sur les *spreads*, même si plusieurs autres variables deviennent non significatives en raison du redressement de la taille de notre échantillon. De même, la garantie implicite des fonds souverains durant la période de crise est également confirmée quand on a considéré l'échantillon sans le marché américain (modèle 7).

3.10.2.4 Un fonds souverain domine-t-il les résultats?

Selon le tableau présenté dans la section (6) du tableau 3.13, les obligations émises par des firmes acquises par le fonds souverain de Corée (*Korea Investment Corporation*) et le fonds norvégien (*Government Pension Fund of Norway*) dominent l'échantillon (36,14 % et 21,10 % respectivement). Pour nous assurer qu'il n'y a pas d'effet de domination de ces fonds, nous testons nos modèles sans les firmes acquises par le fonds de Corée dans le modèle (8) du tableau 3.13 et sans les firmes acquises par le fonds norvégien (modèle 10). Nos résultats restent globalement stables.

3.10.2.5 Exclusion du secteur financier

Les fonds souverains ciblent des firmes appartenant à des secteurs stratégiques tels que le secteur financier. D'ailleurs, les obligations émises par les firmes acquises par le fonds souverain et appartenant au secteur financier dominent notre échantillon (30,69 %). Pour contrôler l'effet de dominance des spécificités de ce secteur, nous examinons l'échantillon sans le secteur financier. Nos résultats antérieurs se maintiennent de nouveau (voir le modèle 9 du tableau 3.13).

3.11 Autres analyses

Le tableau 3.14 fournit des preuves additionnelles de la relation entre les investissements des fonds souverains et le coût de la dette obligataire.

3.11.1 Effet hétérogénéité des fonds souverains

Dans nos modèles testés auparavant, nous supposons les fonds souverains comme une entité homogène. Cependant, les fonds souverains sont très hétérogènes (Bortolotti, Fotack et Megginson, 2014 ; Megginson, You et Han, 2013)⁷⁵. En effet, ils présentent plusieurs différences telles les sources de financements, leur origine, leur objectif de création, leur structure organisationnelle, leur degré de dépendance envers les gouvernements, leur qualité de gouvernance, leur niveau de transparence, etc.

3.11.2 Effet sources de financement des fonds souverains

Aizenman et Glick (2009) et Gomes (2008) classifient les fonds souverains selon leur source de financement. Ils distinguent entre les *fonds souverains « matières premières »* qui tirent leurs sources de financement à partir des recettes de l'exportation des ressources

⁷⁵ «SWFs are not homogeneous—and should not be treated as such» (Bortolotti Fotak et Megginson, 2014).

naturelles et les *fonds souverains* « *non-matières premières* » qui sont financés généralement par les transferts d'actifs des réserves de change et l'excédent de balances des paiements. Selon Megginson, You et Han (2013), la majorité des fonds souverains sont financés par les ressources d'exportation des matières premières, en particulier le pétrole. Par conséquent, les fonds souverains sont principalement créés dans les pays riches en pétrole tels que les pays du Golfe et la Norvège. Cependant, cette dépendance aux revenus de l'exportation des matières premières rend risquées la viabilité du fonds et sa continuité à long terme. D'ailleurs, Johnson (2015) maintient que la baisse du prix du pétrole de 115 \$ le baril en 2014 à 57 \$ en 2015 peut être considérée comme un changement important dans les stratégies d'évolution des fonds souverains, puisque plus de 60,5 % de leurs recettes proviennent du pétrole et du gaz. D'ailleurs, ce changement commence à apparaître dans certains des fonds les plus transparents (Johnson, 2015). En effet, et selon le ministère des Finances et la Banque centrale, les transferts vers le fonds pétrolier norvégien devraient chuter de 18 milliards de dollars en 2014 à seulement 4 milliards de dollars environ en 2015.

Cette dépendance aux recettes des matières premières et ce taux de fluctuation des prix de pétrole peuvent rendre la perception du marché plus douteuse vis-à-vis les investissements provenant des fonds des matières premières et leurs accomplissements de leurs objectifs à long terme. Dès lors, les obligataires chargent plus les firmes émettrices ciblées par les fonds des matières premières. Pour tester cette possibilité, nous intégrons la variable *Ressource* et son interaction avec la propriété des fonds souverains.

Contrairement à nos prévisions, d'après les résultats d'estimation du modèle (1) du tableau 3.14, les firmes ciblées par des fonds souverains dont les sources de financement majeures sont les recettes des matières premières présentent des primes de risque moins élevées. Ceci peut être attribuable à notre période d'étude (1996-2012). En effet, celle-ci est dominée en termes d'observation par la période après la crise financière des *subprimes*. En effet, 45 % des obligations qui constituent notre échantillon sont émises durant la période entre 2007 et 2012. Durant cette période, les prix du pétrole sont assez élevés : de plus, la présence des fonds souverains peut constituer une forme de garantie et un support pour les firmes.

3.11.3 Effets objectifs de la création des fonds souverains

Le Fonds monétaire international distingue 5 catégories de fonds souverains, et cela en fonction de leurs objectifs de création : *i)* les fonds de stabilisation ; *ii)* les fonds d'épargne ; *iii)* les sociétés d'investissement des réserves ; *iv)* les fonds de développement ; *v)* les fonds de réserve de retraite.

Les fonds d'épargne ont plus tendance à investir dans des classes d'actifs relativement plus risquées offrant des rendements supérieurs. Également, les fonds d'épargne, comme les firmes familiales, ont tendance à suivre des stratégies d'investissement à long terme pour garder la richesse pour les générations futures. D'ailleurs Anderson, Mansi et Reeb (2003) soutiennent que les obligataires se sentent plus rassurés quand la firme est familiale. Également, In, Park, Ji et Lee (2013) constatent que les investissements des fonds souverains entraînent généralement des effets déstabilisateurs sur les marchés boursiers. Toutefois, les fonds souverains à objectifs d'épargne fournissent un effet stabilisateur, surtout en période de crise. Dès lors, on devrait s'attendre à ce que les obligataires favorisent les firmes dont le fonds acquéreur est d'épargne. En d'autres termes, si l'objectif du fonds est de garder la richesse pour les générations futures, alors il est plus probable qu'ils soutiennent leurs investissements pour éviter l'échec. Pour examiner cette hypothèse, nous intégrons la variable **Objectif** avec son interaction avec la propriété des fonds souverains. Selon les résultats du modèle (2) du tableau 3.14, l'objectif de création des fonds souverains n'affecte pas significativement la perception des obligataires.

3.11.4 Effet d'expérience des fonds souverains

La littérature au sujet des investissements gouvernementaux a largement documenté l'effet négatif du gouvernement sur la performance de leurs firmes cibles. Ceci s'explique par l'inefficacité gouvernementale et le manque d'expérience des gestionnaires de l'État. Comme Bortolotti, Fotack, Megginson et Mirackay (2010) et Murtinu et Scalera (2016), nous testons l'effet de l'apprentissage et de l'expérience des fonds souverains en ajoutant la variable **Expérience**, qui représente l'âge du fonds à l'année de l'émission de l'obligation avec son interaction avec la propriété des fonds souverains. Selon nos prévisions, l'effet d'expérience

devrait modérer l'effet négatif des fonds souverains sur le coût de la dette. Les résultats d'estimation du modèle (3) du tableau 3.14 semblent confirmer l'effet non significatif de l'âge des fonds souverains. Ces résultats appuient les conclusions de Megginson, You et Han (2013).

3.11.5 L'effet dynamique ?

La recherche empirique démontre généralement qu'à court terme le marché réagit positivement aux investissements des fonds souverains. Cependant, la réaction à long terme envers la propriété des fonds souverains est mitigée, mais principalement négative. Ce type de résultat nous a incité, comme Qui et Yu (2009) et Schimbor (2009), à investiguer la possibilité d'un effet dynamique de la propriété des fonds souverains. Pour cela, nous divisons notre échantillon en trois sous-échantillons. Dans le premier sous-échantillon, nous prenons en compte seulement les obligations émises une année après l'acquisition des fonds souverains (modèle 4 du tableau 3.14). Dans le deuxième sous-échantillon, nous traitons spécifiquement les obligations émises deux ans après l'acquisition (modèle 5), et dans le troisième les obligations émises trois ans après l'entrée des fonds souverains (modèle 6). En effet, les résultats de l'estimation de ces modèles montrent que l'effet négatif des fonds souverains diminue avec le temps. Plus précisément, l'augmentation des primes de risques est de 28 points de base de plus dans l'année qui suit l'acquisition des fonds souverains, 18 points de base pour les obligations émises après 2 ans et 15 points de base pour ceux émis 3 ans après l'entrée du fonds souverain. Ceci peut s'expliquer par le fait que les craintes des créanciers diminuent avec le temps.

3.11.6 Relation non linéaire entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire en l'absence de crise (expropriation versus surveillance)?

La littérature empirique sur l'impact des fonds souverains sur la valeur de la firme est partagée. Selon certains auteurs, le marché réagit positivement à la propriété des fonds souverains, notamment à court terme. Selon d'autres, les fonds souverains détériorent la performance des firmes cibles, principalement à long terme.

Par ailleurs, la littérature financière admet qu'une relation non linéaire puisse exister entre la propriété institutionnelle et la performance des firmes cibles (McConnel et Servaes, 1990 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1988). Ces études confirment l'effet de la taille de prise de participation dans la détermination de l'effet qui domine la relation. En effet, l'effet positif de la surveillance active se manifeste avec l'augmentation de la taille de prise de participation. Mais à partir d'un certain seuil domine l'effet d'expropriation de la concentration de l'actionnariat. On parle alors d'un compromis entre l'effet de surveillance et l'effet d'expropriation, dépendamment de la taille de participation. Dans ce contexte, les fonds souverains, malgré leurs particularités gouvernementales, présentent des caractéristiques communes avec les investisseurs institutionnels privés classiques tels que les fonds de pension et les *hedge funds* (Drezner, 2008, et Knill et al, 2012a). Dès lors, et pour les raisons qu'on vient de mentionner, une relation non monotone pourrait aussi exister entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette. D'ailleurs, Dewenter, Han et Malatesta (2010) trouvent des preuves d'une relation non monotone entre la propriété des fonds souverains et la valeur des firmes cibles.

Mais comme nos résultats soutiennent l'effet positif de la garantie implicite des fonds souverains durant les périodes de crise, l'examen de l'hypothèse de non-linéarité de la relation serait valable seulement pour les périodes d'absence de crise. Autrement dit, nous vérifions la possibilité d'y voir un compromis entre l'effet d'interférence politique et l'effet de surveillance seulement en l'absence de crise.

Pour tester cette possibilité, nous ajoutons un terme carré de la propriété des fonds souverains *Squa_PraquiFS* et nous testons notre modèle en prenant en considération les obligations émises seulement en l'absence de crise.

Les résultats du modèle 7 appuient les résultats de Dewenter, Han et Malatesta (2010). En effet, pour chaque augmentation de 1 % de la propriété des fonds souverains, il y a une augmentation des *spreads* d'environ 8 points de base, alors que *Squa_PraquiFS* est négative et significative ($-0,280^{***}$). Ces résultats tendent à soutenir l'hypothèse selon laquelle l'effet de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette, en l'absence de crise financière, est une fonction non linéaire de la taille de la prise de participation, reflétant le compromis entre les gains provenant de l'effet de surveillance et de soutien et les pertes provenant de l'effet d'expropriation et d'interférence politique des fonds souverains.

3.11.7 L'impact de la propriété des fonds souverains sur la notation financière (Rating)

Finalement, nous examinons l'effet de la propriété des fonds souverains sur la variation des notes de crédit, puisque les études antérieures ont utilisé aussi la notation financière comme un *proxy* pour le coût de la dette. Li et Xu (2010) trouvent que l'effet expropriation domine la relation entre la propriété des *hedge funds* et la notation financière. En effet, ces auteurs confirment que les firmes cibles des *hedge funds* activistes présentent de notes de crédit plus basses que celles qui n'ont jamais été ciblées par un *hedge fund*. Bhojraj et Sengupta (2003) soutiennent que les firmes qui présentent une plus grande propriété institutionnelle et un conseil d'administration peuvent bénéficier de cotes de crédit plus élevées, alors que la concentration de l'actionnariat institutionnel a un effet défavorable sur la notation de crédit. Quant à Ashbaugh, Collins et LaFond (2006), ils constatent que les entreprises dont la gouvernance d'entreprise est plus forte ont des cotes de crédit plus élevées. Comme Qi, Roth et Wald (2010), Boubakri et Ghouma (2010) suggèrent qu'en général, une meilleure protection des droits de créanciers améliore la notation financière.

Ces derniers montrent aussi une relation négative entre la propriété familiale et la notation financière. D'ailleurs, l'agence de notation FitchRating (2004) déclare: «Credit agencies are concerned with governance because weak governance can impair a firm's financial position and leave debt stakeholders vulnerable to losses» (cité par Ashbaugh, Collins, et LaFond, 2006).

Pour investiguer la nature de la relation entre la propriété des fonds souverains et la notation financière, nous utilisons une méthode d'estimation du modèle *Probit Ordonnée*, étant donné que la variable dépendante est ordinaire (les notations S&P sont classées en 22 catégories). Nous gardons toutes les variables de contrôle discutées précédemment. La seule différence est dans le sacrifice de la variable *Conv* pour obtenir de la souplesse dans les variables, d'autant plus que le pouvoir explicatif du modèle n'a pas été affecté.

Le tableau 3.15 présente les résultats des modèles *Probit ordonnés* pour l'effet de la propriété des fonds souverains sur la notation des obligations. Le modèle (1) mesure la propriété des fonds souverains par une variable dichotomique qui représente la présence des fonds souverains dans la propriété de la firme émettrice des obligations. Dans le deuxième modèle, on intègre la taille de prise de participation des fonds souverains. Avec les modèles (4) et (5), nous vérifions l'effet de la crise financière sur la relation entre la propriété des fonds souverains et la notation financière.

Conformément à nos résultats antérieurs, les notations de crédit baissent avec la propriété des fonds souverains. De plus, nous remarquons que durant la période de crise les agences de notation favorisent la propriété des fonds souverains, ce qui semble confirmer l'effet de garantie implicite (modèle 4).

En résumé, nous pouvons conclure que les obligataires comme les experts des agences de notation perçoivent négativement la propriété des fonds souverains. Cependant, ils perçoivent les investissements des fonds souverains comme un soutien contre la faillite durant les périodes de difficultés financières.

En somme, la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette est majoritairement cautionnée par les conditions macro-économiques et la taille de prise de participation. En effet, le marché obligataire réagit négativement aux investissements des fonds souverains. Ceci est largement dû à l'effet d'interférence politique et à l'effet d'expropriation

potentielle. Cependant, cette relation est modérée durant les périodes de crise financière. Ceci indique que durant ces périodes domine l'effet de garantie implicite de la propriété gouvernementale. De même, toujours durant ces périodes, la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette est déterminée par la taille de prise participation. En effet, la taille de la participation des fonds souverains détermine si l'effet d'interférence politique ou celui de surveillance et de soutien l'emporte. Notre étude fournit une explication aux résultats mitigés qui dominent la littérature au sujet de l'impact des fonds souverains sur la performance financière.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Le phénomène des fonds souverains est un sujet très controversé. Ces fonds ne cessent d'attirer l'attention des spécialistes de tous les domaines, en raison de leur croissance rapide, de leur nature gouvernementale et de leur présence croissante dans la propriété des firmes à travers le monde. Pourtant, les fonds souverains restent toujours mal connus et mal compris. L'objectif ultime de ce travail était d'apporter une meilleure compréhension du phénomène des fonds souverains et de participer au débat persistant au sujet de l'impact de leurs investissements sur la gouvernance des firmes ciblées et sur la stabilité des marchés financiers.

Dans une première partie, nous avons proposé une présentation générale des fonds souverains en nous basant principalement sur la littérature non académique ainsi que sur une base de données qui traite des fonds souverains et de leurs investissements. Suite à cette recherche, nous pouvons avancer que : i) il n'y a toujours pas de définition claire et commune des fonds souverains ; ii) les fonds souverains constituent une structure unique qui se distingue des autres véhicules d'investissements gouvernementaux ou privés représentant le concept du capitalisme de l'État ; iii) les fonds souverains sont des structures hétérogènes tant au niveau des sources de financement qu'au niveau des objectifs de création ; iv) leurs investissements ciblent majoritairement les firmes publiques qui opèrent à l'étranger et, finalement, v) les fonds souverains sont des structures opaques connues pour leur passivité.

Dans la deuxième partie, nous avons présenté une revue de la littérature académique au sujet des fonds souverains. Nous en concluons que : i) les études empiriques sont toujours très limitées en raison de l'opacité des fonds souverains et des problèmes de disponibilité des données ; ii) les études existantes se concentrent sur l'effet des investissements des fonds souverains sur la performance des firmes ciblées ainsi que sur leurs choix d'investissement. De plus, ces études sont souvent de nature événementielle et considèrent les fonds souverains comme entités homogènes ; iii) les résultats des études empiriques concluent à un impact positif à court terme de la propriété des fonds souverains sur la performance des firmes, alors que l'effet à long terme est controversé. Pour certains, les fonds souverains restent une menace et

un risque sur la performance et la viabilité de la firme à long terme, puisqu'ils y exacerbent les coûts d'agence, et leurs objectifs d'investissement sont politiques et non économiques. Pour d'autres, la propriété des fonds souverains assure de la stabilité financière à long terme et offre de nouvelles opportunités aux firmes cibles. Pour d'autres encore, l'impact des fonds souverains est non significatif. Dès lors, le débat au sujet des fonds souverains demeure ouvert. On n'est toujours pas parvenu à une conclusion claire et satisfaisante quant à leurs effets sur la gouvernance des firmes cibles et sur la stabilité des marchés financiers. La troisième partie de ce travail vient alors participer à ce débat.

Cette troisième partie avait pour objectif d'examiner l'effet de la propriété des fonds souverains comme un *proxy* de la structure de propriété sur le coût de la dette obligataire. Le coût de la dette est mesuré par les primes de risque exigées par les obligataires. Si les obligataires perçoivent les fonds souverains comme une structure menaçante qui met en danger la solvabilité des firmes ciblées, alors ils devraient exiger des primes de risques plus élevées qui se traduisent par un coût d'endettement plus élevé. Si au contraire les obligataires perçoivent ces fonds comme une structure qui vient soutenir les firmes ciblées, solidifier et améliorer la gouvernance, alors on devrait observer une réduction des primes de risque. Cette étude était motivée par la montée d'intérêt pour les fonds souverains et par le manque d'études empiriques à ce sujet.

La nature de la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire est assez complexe. Cinq hypothèses ont été mises en concurrence : l'activisme actionnarial, la stabilité financière des firmes, la garantie implicite, l'interférence politique et la passivité des fonds souverains. Nos résultats montrent que les obligataires perçoivent les fonds souverains comme une structure menaçante pour la solvabilité des firmes. En effet, nous avons identifié une relation positive entre la propriété des fonds souverains et les primes de risque exigées. Nos analyses approfondies suggèrent que ces résultats sont déterminés par le risque d'expropriation et d'interférence politique amené par les fonds souverains. Ainsi la relation entre la propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire est affectée par les caractéristiques de la transaction (taille de participation, domestique versus étranger, direct ou via un intermédiaire, secteurs cibles), les caractéristiques des firmes cibles (par exemple, la présence ou non d'autres investisseurs institutionnels), les caractéristiques des fonds

souverains (par exemple, la transparence, le niveau de passivité, le niveau d'interférence politique, la qualité de la gouvernance), la conjoncture économique et les caractéristiques des pays d'accueil et des pays sources, le niveau de rapprochement culturel et commercial entre les pays cibles et pays acquéreurs. Nos résultats montrent aussi que les agences de notation réduisent les notations des firmes qui disposent d'un fonds souverain dans leur structure de propriété. Cependant, durant les périodes de crise financière, les obligataires perçoivent les fonds souverains comme une structure qui représente une garantie implicite pour la viabilité de la firme. En effet, une réduction des primes de risque exigées s'observe durant les périodes de crise. Nos résultats sont robustes pour différentes mesures de la propriété des fonds souverains et du coût de la dette et pour différents échantillons et types d'analyses.

Du point de vue académique, ce travail vient enrichir la littérature au sujet des fonds souverains. Il nous donne une idée plus claire sur ce qu'est un fonds souverain et les types de controverse qu'il suscite. Ce travail nous amène aussi à pointer du doigt la nécessité et l'urgence de se mettre d'accord sur une définition universelle. D'un autre côté, notre étude empirique vient donc contribuer à la littérature financière qui traite de l'effet de la gouvernance d'entreprise sur le coût de la dette dans un cadre d'analyse international. Nos résultats pourraient aider les firmes qui cherchent à réduire leurs coûts et les obligataires qui cherchent à mieux évaluer le risque de défaut des entreprises. Nos résultats pourraient aussi fournir un support et une référence pour les régulateurs du marché financier qui cherchent à organiser les investissements des fonds souverains. Selon nous, les investissements des fonds souverains devraient être suivis avec vigilance, surtout ceux qui ciblent les secteurs stratégiques. Cependant, proposer des lois et des règlements rigides pour bloquer ou limiter leurs investissements pourrait entraîner des coûts assez lourds pour les pays cibles, d'autant plus qu'à ce jour la taille des fonds souverains reste modeste par rapport aux géants internationaux comme les fonds de pension. De plus, il règne un consensus quant à la passivité des fonds souverains.

Selon nous, il serait souhaitable d'inciter les fonds souverains à adopter davantage les principes de Santiago. En effet, plus de transparence à suivre les normes de gouvernance permet aux pays d'accueil d'intervenir au moment opportun s'ils soupçonnent des objectifs politiques derrière les transactions qui peuvent toucher à leur souveraineté. Un exemple de comportement incitatif est l'offre d'avantages fiscaux pour les fonds les plus transparents et les fonds plus conformes aux principes de Santiago.

Toutefois, et comme toutes autres recherches notre étude présente quelques limites. Premièrement, et en raison des problèmes de disponibilités des données, notre échantillon reste restreint. Avoir plus de variabilité dans les données, notamment au niveau des pays d'accueils peut enrichir davantage le travail. Deuxièmement, nous nous focalisons sur les obligataires comme des acteurs du marché de la dette. Examiner la perception des experts et analystes des banques nous permettrait aussi d'effectuer les analyses sous un autre angle. Finalement, nous avons analysé le phénomène des fonds souverains d'un point de vue financier. Cependant, nous avons négligé le côté stratégique par exemple ou le côté politique. Pour cela nous faisons appel à de nouvelles recherches au sujet des fonds souverains. Nous suggérons d'étudier la responsabilité sociale des fonds souverains et leurs éthiques d'affaires. De plus, nous proposons d'étudier en profondeur les incitatifs des investissements des fonds souverains à l'étranger. Nous suggérons de vérifier la taille des primes d'acquisitions payées par les fonds souverains et si les connexions politiques jouent un rôle dans leur choix d'investissement.

Tableau 3.1 : Description des fonds souverains

Fonds Souverains	Pays	Régime du pays	Région	Développement du pays	Religion	Langage
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Émirats arabes unis	Autoritaire	Moyen-Orient	Pays en développement	Musulmane	Arabe
Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	Émirats arabes unis	Autoritaire	Moyen-Orient	Pays en développement	Musulmane	Arabe
Alberta Heritage Fund	Canada	Démocratie	Amérique du Nord	Pays développé	Chrétienne	Anglais
China Investment Corporation (CIC)	Chine	Autoritaire	Asie	Pays en développement	Bouddhiste	Chinois
GIC Private Limited	Singapour	Hybride	Asie	Pays développé	Bouddhiste	Mandarin
Government Pension Fund of Norway (GPF)	Norvège	Démocratie	Europe	Pays développé	Protestante	Norvégien
Korea Investment Corporation (KIC)	Corée du Sud	Démocratie	Asie	Pays en développement	Protestante	Coréen
Kuwait Investment Authority (KIA)	Koweït	Autoritaire	Moyen-Orient	Pays développé	Musulmane	Arabe
Qatar Investment Authority (QIA)	Qatar	Autoritaire	Moyen-Orient	Pays développé	Musulmane	Arabe
SAFE Investment Company Limited	Chine	Autoritaire	Asie	Pays en développement	Bouddhiste	Chinois
Temasek Holdings Private Limited	Singapour	Hybride	Asie	Pays développé	Bouddhiste	Mandarin
Texas Permanent School Fund (TPSF)	États-Unis	Démocratie	Nord Amérique	Pays développé	Protestante	Anglais

Tableau 3.1 : Description des fonds souverains (suite)

	Orientation	Objectif de création	Date de création	Origine	Structure	Indice de Truman	Acct total (millions\$)
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Active	Épargne	1976	Matière première	Fonds	58	773,00
Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	Active	*	2007	Matière première	Corporation	58	90,00
Alberta Heritage Fund	Active	Épargne	2008	Matière première	Fonds	86	17,50
China Investment Corporation (CIC)	Active	Société d'investissement de réserves	2007	Non-matière première	Corporation	64	652,70
GIC Private Limited	Active	Société d'investissement de réserves	1981	Non-matière première	Corporation	66	320,00
Government Pension Fund of Norway (GPF)	Passive	Fonds de stabilisation/Épargne/ Financement de retraites	1990	Matière première	Fonds	98	893,00
Korea Investment Corporation (KIC)	Active	Société d'investissement de réserves	2005	Non-matière première	Corporation	69	72,00
Kuwait Investment Authority (KIA)	Passive	Fonds de stabilisation/Épargne	1953	Matière première	Fonds	73	410,00
Qatar Investment Authority (QIA)	Active	Épargne	2005	Matière première	Fonds	17	170,00
SAFE Investment Company Limited	Active	*	1997	Non-matière première	Corporation	*	567,90
Temasek Holdings Private Limited	Active	Épargne	1974	Non-matière première	Corporation	76	177,00
Texas Permanent School Fund (TPSF)	*		1854	Matière première	Fonds	*	30,30

Tableau 3.2 : Définition des variables et sources des données

Variable	Description	Sources de données
<i>La propriété des fonds souverains</i>		
FS	Variable binaire égale à 1 si l'obligation est émise après l'intégration d'un fonds souverain dans la structure de propriété de la firme cible; 0 si avant.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis, Factiva et SDC Global New Issues database.
SWF	Variable binaire égale à 1 si l'obligation est émise par une firme cible d'un fonds souverain (groupe de firmes traitées); 0 si non (groupe de firmes de contrôle).	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis, Factiva et SDC Global New Issues database.
SWF_1	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'obligation est émise après l'acquisition d'un fonds souverain et 0 si avant.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.
PrAcquis	Prise de participation totale par le fonds souverain dans la firme cible après la transaction (en %).	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.
PrAcquis_1	Pourcentage de participation acquis par le fonds souverain dans la firme cible durant la transaction (en %).	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.
MontTrans	Montant échangé durant la transaction (en millions USD)	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.
Block5	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si le % d'acquisition d'un fonds souverain est égal à 5% ou plus; 0 sinon.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.
Squa_PrAcquis	Exposant de <i>PrAcquis</i> ($(PrAcquis)^2$)	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva.

Variable	Description	Sources de données
<i>Variables liées à l'obligation émise</i>		
<i>Spread</i>	Taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible, moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire ou voisine (exprimé en points de base).	SDC Global New Issues Database – Worldscope Database.
<i>Spread_1</i>	Taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible, moins le taux de rendement d'un bon trésor du pays de l'obligation d'échéance similaire ou voisine (exprimé en point de base).	
<i>Rating</i>	Variable ordinale qui prend la valeur 1 (= D) à 22 (= AAA) représentant la notation des obligations par Standard and Poor's S&P.	SDC Global New Issues database.
<i>Ln_Rating</i>	Logarithme népérien du <i>rating</i> .	SDC Global New Issues database.
<i>TailleEmi</i>	(Taille de l'émission en 1 000 \$)/1000000	SDC Global New Issues database.
<i>Maturity</i>	Maturité de l'obligation en années.	SDC Global New Issues database.
<i>Call</i>	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'obligation est non remboursable; 0 sinon.	SDC Global New Issues database.
<i>Sub</i>	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'obligation est subordonnée; 0 sinon.	SDC Global New Issues database.
<i>Conv</i>	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'obligation est convertible; 0 sinon.	SDC Global New Issues database.

Variable	Description	Sources de données
<i>Variables liées à la firme émettrice</i>		
Taille	Taille de la firme pour l'année qui précède l'année de l'émission (en millions de dollars). Elle est calculée comme suit: Taille = $\log(\text{dette} + \text{fonds propres})$	Worldscope
Roa	Rentabilité des actifs de la firme pour l'année qui précède l'émission. Ceci représente une mesure de la performance de la firme.	Worldscope
Leverage	C'est le ratio de l'endettement de la firme pour l'année qui précède l'émission. Il est calculé comme suit: Leverage = $(\text{total dettes} / \text{total actifs}) / 100$.	Worldscope
Risk	Risque opérationnel de la firme pour l'année qui précède l'émission (en millions de \$). Il est mesuré par le log de l'écart-type des revenus annuels nets de la firme pour les cinq années qui précèdent l'émission.	Worldscope
Inv_Ins	Variable binaire qui prend la valeur 1 s'il y a un ou plusieurs investisseurs institutionnels qui détiennent au moins 5% de la propriété de la firme cible; 0 sinon.	Osiris
MPF	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est de type fonds mutuels, fonds de pension ou une fiducie; 0 sinon.	Osiris
Fam_Indi	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est un ou plusieurs individus ou une famille; 0 sinon.	Osiris
Managers	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est un directeur, un membre du conseil d'administration ou un employé; 0 sinon.	Osiris
FIN	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investisseur institutionnel est une institution financière; 0 sinon.	Osiris

Variable	Description	Sources de données
<i>Variables liées aux Conditions économiques</i>		
Crise	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'année de l'émission est 2008, 2009 ou 2010.	SDC
Bank_Crises	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'année de l'émission est définie comme année de crise par Laeven et Valencia (2013)	Laeven et Valencia (2013)
Inflation	Taux annuel de l'inflation du pays de la firme émettrice pour l'année qui précède l'émission (en%).	Banque Mondiale
GDPperCap	Taux annuel de croissance du produit intérieur brut (PIB) par habitant du pays de la firme émettrice pour l'année qui précède l'émission (en %).	Banque Mondiale
TailleMObli	Taille du marché des obligations du pays de la firme cible pour l'année qui précède l'émission. Ceci est mesuré par le ratio de la capitalisation du marché des obligations privées par PIB (en %).	Base de données développée par Demingue-Kunt, Cihak, Feyen et Beck (2016) pour la Banque mondiale (http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development)
<i>Variables liées à la qualité de l'environnement légal et institutionnel</i>		
DroitCred	Indice agrégé qui prend une valeur de (0) à (4) mesurant le niveau de protection des créanciers du pays de la firme cible.	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998)
CrPubRegis	Variable binaire qui prend la valeur 1 si un registre de crédit public existe dans le pays de la firme cible; 0 sinon.	Djankov, McLiesh et Shleifer (2007)
Effbank	Mesure de l'efficacité des droits des faillites. Plus les valeurs sont élevées, plus l'application des droits des faillites est efficace.	Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008)

Variable	Description	Sources de données
Corruption	Indice de corruption du pays de la firme cible pour l'année qui précède l'émission de l'obligation. Il prend la valeur de 1 (niveau de corruption élevée) à 10 (niveau de corruption faible).	IMD World Competitiveness Center DataBase
Civil	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le système juridique du pays de la firme cible est civil; 0 si c'est la <i>Common Law</i> .	Djankov, Hart, McLiesh et Shleifer (2008)
DispCredit	Indice qui mesure le niveau de disponibilité des crédits pour les affaires du pays de la firme cible pour l'année qui précède l'émission de l'obligation. L'indice prend une valeur de 0 (niveau faible de disponibilité des crédits pour les entreprises) à 10 (les crédits sont facilement disponibles pour les entreprises)	IMD World Competitiveness Center DataBase
<i>Autres variables</i>		
Domestique	Variable binaire égale à 1 si l'investissement du fonds souverain est domestique; 0 si l'investissement est à l'étranger.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), Les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis, Factiva et SDC Global New Issues database.
Orient_Passive	Somme des scores donnés par Truman (2012) à la question (29) : "Does the SWF have limits on the size of its stakes?" et la question (30) «Does the SWF not take controlling stakes?»	Bagnall et Truman (2013)
Vehicule	Variable binaire égale à 1 si le fonds souverain investit à travers un véhicule d'investissement ;0 si non.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva
Ind_Strat	Variable binaire qui prend la valeur 1 si la cible de l'investissement des fonds souverains appartient à un secteur stratégique ; 0 sinon.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva
Transparence Truman_2012	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le score de transparence accordé par Truman (2012) est supérieur à 54, 0 si inférieur.	Bagnall et Truman (2013)
	Indice de transparence de Truman (2012).	Bagnall et Truman (2013)
Gouvernance	Score de Truman (2012) pour la gouvernance des fonds souverains.	Bagnall et Truman (2013)

Variable	Description	Sources de données
Santiago_Index	Indice de compliance des fonds souverains aux principes de Santiago.	Bagnall et Truman (2013)
Norway	Variable binaire qui prend la valeur 1 si c'est la firme émettrice est une cible du fonds de la Norvège; 0 si non.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva
Strategic	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'investissement du fonds souverain est stratégique; 0 sinon.	Bernstein, Lerner, Schoar (2013) et Fernandez et Eschweiler (2008)
Indice_Poli	Indice qui varie de 0 à 3 indiquant le niveau de politisation du fonds souverain. Un indice plus élevé indique un niveau plus élevé de la politisation du fonds.	Bagnall et Truman (2013)
Gouv_Interf	Indice variant de zéro à un. Un niveau plus élevé de l'indice signifie un niveau d'indépendance de la direction du fonds par rapport aux interférences gouvernementales.	Bagnall et Truman (2013)
Autoritaire	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays acquéreur est de régime autoritaire; 0 si c'est une démocratie.	Polity IV (2015)
Relation	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si le pays hôte et le pays acquéreur partagent des accords de libre-échange (<i>FTA</i>) ou des accords d'échanges préférentiels (<i>PTA</i>).	Le site de <i>World Trade Organization</i>
Simi_cult	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le pays hôte et le pays acquéreur partagent la même religion et la même langue.	https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/
Ressource	Variable binaire qui prend la valeur 1 si la source majeure du fonds est de la matière première, 0 sinon.	SWFI
Objectif	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'objectif de création des fonds souverains est l'épargne pour les générations futures, 0 sinon.	SWFI
Experience	Mesuré de la différence entre l'année de l'émission et l'année de création des fonds souverains.	SWFI

Variable	Description	Sources de données
<i>Autres variables Instrumentales</i>		
Inst_Poli	Mesure du risque de l'instabilité politique au niveau du pays cible.	IMD World Competitiveness Center DataBase
DEV	Variable binaire qui égale 1 si le pays cible est considéré comme développé; 0 sinon.	http://unohrlls.org/about-ldcs/
Religion	Variable binaire qui égale 1 si le pays cible et le pays du fonds souverain ont même religion.	World Factbook
Relation_Com	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a un accord commercial préférentiel ou un accord de libre-échange entre les pays des firmes cibles et les pays des fonds souverains	https://www.wto.org/english/tratop_e/region_e/region_e.htm
Actif_FS	Taille d'actif des fonds souverains (en milliards de dollars américains).	Sovereign Wealth Fund Institute
Expro_Risk	Un indice qui mesure le risque d'expropriation au niveau pays.	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998)
Inv_Incentive	Indice qui prend une valeur de 0 à 10 selon le niveau des incitations d'investissements données aux investisseurs étrangers.	IMD World Competitiveness Center DataBase
TotNat_Nat_Res	Total des réserves en ressources naturelles du pays acquéreur (inclut l'or, \$US) une année avant l'acquisition.	World Bank DataBase
Finance	Variable binaire qui prend la valeur 1 si la cible de l'investissement des fonds souverains appartient au secteur financier, 0 sinon.	SWFs Transaction Database, SDC Platinum M&A database, Bureau van Dijk (Zephyr), les sites internet des Fonds souverains, Lexis-Nexis et Factiva

Tableau 3.3 : Description de l'échantillon

Section1 : Répartition des observations par année

Année d'émission	Fréquence	Pourcentage	Cumulatif
1996	75	3.52	3.52
1997	71	3.34	6.86
1998	65	3.05	9.92
1999	69	3.24	13.16
2000	60	2.82	15.98
2001	104	4.89	20.86
2002	116	5.45	26.32
2003	114	5.36	31.67
2004	100	4.70	36.37
2005	89	4.18	40.55
2006	137	6.44	46.99
2007	202	9.49	56.48
2008	143	6.72	63.20
2009	173	8.13	71.33
2010	164	7.71	79.04
2011	206	9.68	88.72
2012	240	11.28	100.00
Total	2128	100.00	

Section 2 : Répartition des observations par pays d'accueil

Pays d'accueil	Fréquence	Pourcentage	Cumulatif
Australie	8	0.38	0.38
Canada	33	1.55	1.93
Colombie	1	0.05	1.97
France	29	1.36	3.34
Allemagne	6	0.28	3.62
Irlande	16	0.75	4.37
Italie	15	0.70	5.08
Mexique	8	0.38	5.45
Pays-Bas	5	0.23	5.69
Norvège	1	0.05	5.73
Philippines	2	0.09	5.83
Singapour	4	0.19	6.02
Suède	3	0.14	6.16
Suisse	4	0.19	6.34
Thaïlande	1	0.05	6.39
Royaume-Uni	66	3.10	9.49
États-Unis	1926	90.51	100.00
Total	2128	100.00	

Section 3 : Répartition des observations par industrie des firmes émettrices

SIC	Fréquence	Pourcentage	Cumulatif
1 : Agriculture, foresterie et pêche	135	6.34	6.34
2 : Industrie (p.ex., alimentation)	437	20.54	26.88
3 : Autres industries (p.ex., électronique)	332	15.60	42.48
4 : Transport et services publics	226	10.62	53.10
5 : Commerce de détail	270	12.69	65.79
6 : Finance, assurance et immobilier	653	30.69	96.48
7 : Services (p.ex., hôtellerie)	69	3.24	99.72
8 : Autres services (p.ex., santé)	6	0.28	100.00

Total	2128	100.00
-------	------	--------

Section 4 : Répartition des observations par pays des fonds souverains

Pays des fonds souverains	Fréquence	Pourcentage	Cumulatif
Canada	92	4.32	4.32
Chine	306	14.38	18.70
Corée du Sud	769	36.14	54.84
Koweït	15	0.70	55.55
Norvège	449	21.10	76.64
Qatar	5	0.23	76.88
Singapour	326	15.32	92.20
Émirats arabes unis	109	5.12	97.32
États-Unis	57	2.68	100.00

Total	2128	100.00
-------	------	--------

Section 5 : Répartition des observations par fonds souverain

SWF_ACO_P	Fréquence	Pourcentage	Cumulatif
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	107	5.03	5.03
Abu Dhabi Investment Council (ADIC)	2	0.09	5.12
Alberta Heritage Fund	92	4.32	9.45
China Investment Corporation (CIC)	302	14.19	23.64
GIC Private Limited	14	0.66	24.30
Government Pension Fund of Norway (GPF)	449	21.10	45.39
Korea Investment Corporation (KIC)	769	36.14	81.53
Kuwait Investment Authority (KIA)	15	0.70	82.24
Qatar Investment Authority (QIA)	5	0.23	82.47
SAFE Investment Company Limited	4	0.19	82.66
Temasek Holdings Private Limited	312	14.66	97.32
Texas Permanent School Fund (TPSF)	57	2.68	100.00
Total	2128	100.00	

Tableau 3.4 : Statistiques descriptives et tableau de corrélation

Section 1 : Les variables continues

Variable	count	mean	sd	min	max
Spread	2128	197.49	199.27	-284.00	1276.00
PrdquIFS	2128	1.50	2.92	0.01	18.60
Taille	2128	7.25	0.85	3.12	8.97
ROA	2128	6.08	7.76	-76.85	103.40
Leverage	2128	0.30	0.18	0.00	1.64
Risk	2128	-0.38	0.73	-2.84	1.70
TailleEmi	2128	0.80	2.98	0.00	55.00
Maturity	2128	6.91	6.28	0.01	60.13
Inflation	2128	1.37	1.95	-0.85	35.00
TailleMObli	2128	50.06	43.18	0.20	119.95
GDPperCap	2128	1.12	1.80	-7.59	9.18
DroitCred	2128	1.10	0.57	0.00	4.00
CrPublRegis	2128	0.02	0.15	0.00	1.00
Effbank	2128	85.10	6.11	17.50	95.10
Corruption	2128	6.15	1.10	1.20	8.76
DispCredit	2128	7.41	1.21	3.75	8.63
Rating	2083	15.78	3.06	5.00	22.00
Truman_2012	2067	75.69	13.23	17.00	98.00
Actif_FS	2128	380.00	351.37	17.50	893.00
Inst_Poli	2118	8.20	0.66	2.93	9.62
Gouvernance	2067	71.91	21.03	14.00	100.00
Santiago_Index	2067	82.67	9.12	18.00	98.00
Experience	2128	10.81	23.97	-24.00	159.00
Orient_Passive	2078	0.67	0.73	0	2

Section 2 : Les variables binaires

Variables	Oul (1)	Non (0)	Total
FS	268	997	1265
Call	1455	673	2128
Sub	115	2013	2128
Convertible	74	2054	2128
Civil	74	2054	2128
Crise	783	1345	2128
Bank_Crises	194	1934	2128
Ind_Strat	1230	898	2128
Strategic	374	1754	2128
Relation	1338	790	2128
Transparence	1651	416	2128
Domestique	360	1768	2128
Sim_cult	149	1979	2128
Block5	189	1939	2128
Vehicule	558	1570	2128
Ressource	727	1401	2128
Inv_Ins	2009	89	2098
MPF	1036	994	2030
Fam_Indi	2033	95	2128
Managers	2018	110	2128
FIN	1825	303	2128

Section 3 : Tableau de corrélation

	Spread	PrAquis	LabRein	Taille	ROA	Leverage	tailleEm	Maturité	Call	Sub	Conv	Inflation	TailleM	CDPer	DroitCr	CrPublReg	Effbank	Corruption	Civil	DispCredit	
Spread	1.0000																				
PrAquis	0.1289	1.0000																			
Ln_Rating	-0.3431	0.1810	1.0000																		
Taille	-0.2291	0.3891	0.5297	1.0000																	
ROA	-0.1630	-0.1310	0.1729	-0.0542	1.0000																
Leverage	0.2130	0.3540	-0.2323	0.0002	0.0053	1.0000															
Risk	0.2426	-0.0108	0.1755	0.0633	0.0065	-0.0626	1.0000														
TailleEm	-0.1157	0.0562	0.1162	0.1677	0.0067	-0.0111	0.0416	1.0000													
Maturité	0.4111	-0.0312	-0.1942	-0.1784	0.0715	0.0132	0.1234	-0.0286	1.0000												
Call	-0.0605	-0.1863	-0.1972	-0.1311	0.1020	-0.0319	-0.0201	0.0303	0.0885	1.0000											
Sub	0.1831	0.1322	-0.1113	-0.0094	-0.0879	-0.0103	0.0203	-0.0272	0.0722	-0.0694	1.0000										
Conv	-0.1509	-0.0335	-0.2465	-0.1266	-0.0565	-0.0359	-0.0781	-0.0153	-0.0674	0.0560	0.0155	1.0000									
Inflation	0.4922	0.0996	-0.2426	-0.0735	-0.0695	0.1487	0.0211	-0.0100	0.1892	-0.0875	0.0856	0.0066	1.0000								
TailleMObi	-0.5727	-0.0809	0.3109	0.1285	0.0777	-0.1204	-0.0823	0.0704	-0.3471	-0.0813	-0.0669	0.1228	-0.2744	1.0000							
GDPerCap	-0.5208	-0.1223	0.1769	-0.0416	0.0640	-0.1396	-0.1792	0.0196	-0.2664	-0.0698	-0.0934	0.0538	-0.3886	0.3342	1.0000						
DroitCred	-0.0686	0.0956	0.0654	0.0288	-0.0193	-0.0615	0.0594	-0.0037	-0.0279	-0.0052	-0.0009	-0.0280	-0.0585	-0.1181	0.0544	1.0000					
CrPublRegis	-0.0372	0.0329	0.0128	0.0913	-0.0484	0.0406	0.0065	0.0060	-0.0007	-0.0299	-0.0235	-0.0253	-0.0058	-0.0234	-0.0251	-0.0380	1.0000				
Effbank	-0.1096	0.0303	0.0862	-0.0397	0.0062	-0.0374	0.0639	-0.0034	-0.0147	0.0144	-0.0270	-0.0058	-0.0663	0.0103	0.1419	0.3005	0.0108	1.0000			
Corruption	-0.3719	-0.0230	0.0403	-0.1529	-0.0431	-0.0193	-0.1513	-0.0282	-0.1716	-0.0664	-0.0433	0.0496	-0.2802	0.2280	0.4260	0.1244	-0.1499	0.3038	1.0000		
Civil	-0.0199	0.0266	-0.0242	0.0186	0.0584	-0.0130	-0.0340	-0.0086	-0.0151	-0.0339	0.0002	-0.0229	0.0792	-0.0491	0.0030	0.1493	0.0185	0.1352	0.0662	1.0000	
DispCredit	-0.3486	-0.0277	0.1411	0.0408	0.0394	-0.0618	-0.1828	0.0387	-0.1544	-0.0088	-0.0109	0.0683	-0.0535	0.2367	0.2665	-0.0712	-0.2167	0.0901	0.2746	-0.1273	1.0000

Section 4 : Corrélation de Pearson avec la variable Spread

Corrélation de Pearson avec Spread	
PrAquis	0.213***
Ln_Rating	-0.343***
Taille	-0.247***
ROA	-0.151***
oleverag-4	0.250***
Risk	0.319***
TailleEmi	-0.113***
Maturity	0.451***
Call	-0.110***
Sub	0.185***
Conv	-0.151***
Inflation	0.468***
TailleMObli	-0.563***
GDPperCap	-0.534***
DroitCred	-0.0682***
CrPubRegis	-0.0386*
Effbank	-0.102***
Corruption	-0.399***
Civil	-0.0197
DispCredit	-0.405***
N	2128

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Section 5 : Test de comparaison des moyennes des spreads

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
Avant (FS=0)	997	137.8083	3.122286	98.58713	131.6813	143.9353
Après (FS=1)	268	286.225	16.57001	271.2627	253.6005	318.8495
combined	1,265	169.2516	4.609916	163.9601	160.2076	178.2955
diff		-148.4167	10.48491		-168.9865	-127.8469

diff = mean(Avant) - mean(Après)

Ho: diff = 0

Ha: diff < 0

$Pr(T < t) = 0.0000$

degrees of freedom = 1263

Ha: diff > 0

$Pr(T > t) = 1.0000$

t = -14.1553

$Pr(|T| > |t|) = 0.0000$

Tableau 3.5 : Présence des fonds souverains (FS) et coût de la dette obligataire

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 1 cluster, 2 clusters, 3 clusters et 4 clusters avec des variables muettes ajoutées dépendamment du modèle. La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est la présence d'un fonds souverain dans la structure de propriété de la firme exprimée par une variable binaire *FS* qui prend la valeur de 1 si l'émission de l'obligation est faite après la prise de participation d'un fonds souverain, 0 si avant. La description des variables de contrôle est présentée dans le tableau 3.2. L'échantillon consiste en 1265 obligations émises par 113 firmes cibles des fonds souverains dans 8 pays, 997 obligations émises avant l'entrée d'un fonds souverain et 268 émises après. ***, ** et * se réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

- Modèle (1), (2) et (3) : sans FS et 2 clusters (pays et année)
- Modèle (4), (5), (6) : avec FS et 2 clusters (pays et année)
- Modèle (7) : avec FS et 3 clusters (firme, pays, année)
- Modèle (8) : avec FS et 4 clusters (firme, pays, année et SIC)
- Modèle (9) : avec FS, 2 clusters (firme et année) et 2 variables muettes (pays et SIC)
- Modèle (10) : avec FS, 2 clusters (pays et année) et une variable muette (SIC)
- Modèle (11) : avec FS, 2 clusters (SIC et année) et une variable muette (pays)
- Modèle (12) : avec FS, 1 cluster (firme) et trois variables muettes (pays, année et SIC)

Spread	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
FS	70.12***	45.36***	29.82***	29.82***	29.82***	21.99*	21.65**	28.33***	30.58***			
Taille	-27.30*** (0.000)	-32.85*** (0.000)	-36.60*** (0.000)	-31.32*** (0.000)	-35.04*** (0.000)	-38.24*** (0.000)	-38.24*** (0.000)	-38.24*** (0.004)	-47.59*** (0.000)	-49.65*** (0.000)	-38.71*** (0.000)	-46.88*** (0.000)
ROA	-11.44*** (0.001)	-10.63*** (0.000)	-14.20*** (0.000)	-10.51*** (0.001)	-10.33*** (0.000)	-13.97*** (0.000)	-13.97*** (0.000)	-13.97*** (0.000)	-8.007* (0.022)	-7.697*** (0.000)	-13.49*** (0.005)	-6.773* (0.068)
Leverage	43.32*** (0.000)	32.97*** (0.000)	32.76*** (0.000)	39.00*** (0.000)	30.69*** (0.000)	31.33*** (0.000)	31.33*** (0.000)	31.33*** (0.000)	30.37*** (0.000)	30.90*** (0.000)	30.50*** (0.001)	24.34*** (0.000)
Risk	39.42*** (0.000)	27.60*** (0.000)	25.68*** (0.002)	34.47*** (0.000)	25.78*** (0.000)	25.05*** (0.002)	25.05*** (0.002)	25.05*** (0.018)	23.85*** (0.000)	29.73*** (0.000)	19.67*** (0.014)	25.90*** (0.000)
TailleEmi	-12.75*** (0.000)	-8.371*** (0.000)	-8.253*** (0.000)	-11.57*** (0.000)	-8.023*** (0.000)	-8.237*** (0.000)	-8.237*** (0.000)	-8.237*** (0.000)	-6.875** (0.013)	-6.847*** (0.000)	-8.107*** (0.000)	-6.826*** (0.001)
Maturity	64.07*** (0.000)	38.70*** (0.000)	35.06*** (0.002)	59.16*** (0.000)	36.87*** (0.000)	34.32*** (0.000)	34.32*** (0.000)	34.32*** (0.000)	30.20*** (0.000)	32.65*** (0.000)	31.16 (0.000)	17.75*** (0.001)
call	-21.63*** (0.000)	-19.46*** (0.000)	-18.66*** (0.000)	-21.69*** (0.000)	-19.04*** (0.000)	-18.78*** (0.000)	-18.78*** (0.000)	-18.78*** (0.000)	-14.99** (0.050)	-13.80*** (0.000)	-18.83*** (0.001)	-10.46*** (0.036)
Sub	67.75*** (0.000)	56.68*** (0.002)	49.70*** (0.000)	60.52*** (0.000)	53.05*** (0.000)	48.61*** (0.002)	48.61*** (0.000)	48.61*** (0.000)	36.80*** (0.031)	39.70*** (0.017)	43.27*** (0.013)	23.73*** (0.018)
Conv	-18.58*** (0.000)	-16.41*** (0.000)	-16.33*** (0.000)	-16.62*** (0.000)	-15.73*** (0.000)	-16.02*** (0.000)	-16.02*** (0.000)	-16.02*** (0.000)	-17.78*** (0.000)	-17.27*** (0.000)	-16.85*** (0.001)	-16.89*** (0.000)
Inflation	12.87 (0.176)	11.74 (0.561)	11.74 (0.561)	19.89 (0.121)	14.32 (0.487)	14.32 (0.483)	14.32 (0.483)	14.32 (0.485)	32.76 (0.111)	13.31 (0.474)	36.46 (0.001)	32.33 (0.178)
TailleMObli	-1.049*** (0.000)	-0.908*** (0.000)	-0.908*** (0.000)	-0.929*** (0.000)	-0.888*** (0.000)	-0.888*** (0.000)	-0.888*** (0.000)	-0.888*** (0.000)	-0.724*** (0.001)	-0.861*** (0.000)	-0.725*** (0.002)	-0.766*** (0.000)
GDPPerCap	-26.48*** (0.000)	-19.43*** (0.000)	-19.43*** (0.000)	-24.17*** (0.000)	-18.23*** (0.000)	-18.23*** (0.000)	-18.23*** (0.000)	-18.23*** (0.000)	-15.54*** (0.007)	-18.42*** (0.000)	-14.78*** (0.005)	-22.62*** (0.000)
DroitCred	-7.663*** (0.003)	0.240 (0.976)	0.240 (0.976)	-7.801*** (0.000)	-7.801*** (0.000)	-7.801*** (0.000)	-7.801*** (0.000)	-7.801*** (0.037)	21.71 (0.042)	-4.712 (0.059)	27.16 (0.000)	35.80 (0.000)
CrPublRegis	-15.25*** (0.005)	-26.92*** (0.000)	-26.92*** (0.000)	-14.44*** (0.007)	-14.44*** (0.036)	-14.44*** (0.036)	-14.44*** (0.055)	-14.44*** (0.055)	73.80 (0.001)	-1.525 (0.826)	4.269 (0.930)	41.59 (0.012)
EffBank	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	-27.36*** (0.000)	32.56 (0.000)	-14.96*** (0.002)	-1.218 (0.880)	30.38 (0.000)
Corruption	9.300 (0.570)	9.300 (0.570)	9.300 (0.570)	8.590 (0.600)	8.590 (0.600)	8.590 (0.600)	8.590 (0.600)	8.590 (0.600)	-35.34*** (0.000)	-29.05*** (0.000)	-34.94*** (0.000)	-53.98*** (0.000)
Civil	-12.35*** (0.009)	-12.35*** (0.009)	-12.35*** (0.009)	-5.787*** (0.028)	-5.787*** (0.048)	-5.787*** (0.048)	-5.787*** (0.048)	-5.787*** (0.524)	-14.41 (0.494)	-7.027 (0.446)	-14.49 (0.485)	-64.10*** (0.000)
DispoCredit												
Pays_Dummies									Oui		Oui	
SIC_Dummies									Oui		Oui	
Années_Dummies									Oui		Oui	
_cons	179.2*** (0.001)	292.6*** (0.000)	441.6*** (0.000)	164.9*** (0.000)	272.0*** (0.000)	434.0*** (0.000)	434.0*** (0.000)	434.0*** (0.000)	483.5*** (0.000)	441.4*** (0.000)	481.4*** (0.000)	609.8*** (0.000)
R ² Ajusté	0.501 (0.000)	0.674 (0.000)	0.716 (0.000)	0.527 (0.000)	0.683 (0.000)	0.719 (0.000)	0.719 (0.000)	0.719 (0.000)	0.732 (0.000)	0.735 (0.000)	0.742 (0.000)	0.817 (0.000)
N	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265	1265
Pays	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Années	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Firmes	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113
SIC	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7

p-values entre parenthèses
 $p < 0.10$, $**p < 0.05$, $***p < 0.01$ (.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.6 : Prise de participation des fonds souverains (*PrAquisFS*) et coût de la dette obligataire

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 1 cluster, 2 clusters, 3 clusters et 4 clusters avec des variables muettes ajoutées dépendamment du modèle. La variable dépendante est le *Spread*, qui représente de coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAquisFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. La description des variables de contrôle est présentée dans le tableau 3.2. L'échantillon consiste en 2128 obligations émises par 347 firmes cibles des fonds souverains dans 17 pays. ***, ** et * se réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

- Modèle (1), (2) et (3) : sans *PrAquisFS* et 2 *clusters* (pays et année)
- Modèle (4), (5), (6) : avec *PrAquisFS* et 2 *clusters* (pays et année)
- Modèle (7) : avec *PrAquisFS* et 3 *clusters* (firme, pays, année)
- Modèle (8) : avec *PrAquisFS* et 4 *clusters* (firme, pays, année et SIC)
- Modèle (9) : avec *PrAquisFS*, 2 *clusters* (firme et année) et 2 variables muettes (pays et SIC)
- Modèle (10) : avec *PrAquisFS*, 2 *clusters* (pays et année) et une variable muette (SIC)
- Modèle (11) : avec *PrAquisFS*, 2 *clusters* (SIC et année) et une variable muette (pays)
- Modèle (12) : avec *PrAquisFS*, 1 *clusters* (firme) et trois variables muettes (pays, année et SIC)
- Modèle (13) : avec *PrAquisFS*, 2 *clusters* (pays et année) et trois variables muettes (pays, année et SIC)

Spread	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Prairies	11.50***	7.491***	8.236***	8.236***	8.236***	5.319**	7.015***	6.278***	5.600***	5.600***			
Taille	-41.03*** (0.000)	-37.90*** (0.000)	-38.51*** (0.000)	-52.53*** (0.000)	-45.45 ()	-47.05*** (0.000)	-47.05*** (0.000)	-47.05*** (0.000)	-45.56*** (0.014)	-49.57*** (0.000)	-43.23*** (0.000)	-42.51*** (0.000)	-42.51*** (0.000)
ROA	-26.24*** (0.000)	-17.74*** (0.000)	-19.50*** (0.000)	-22.95*** (0.000)	-15.77*** (0.000)	-17.46*** (0.000)	-17.46*** (0.000)	-17.46*** (0.000)	-14.20*** (0.000)	-14.79*** (0.000)	-16.76*** (0.000)	-11.37*** (0.003)	-11.37*** (0.000)
Leverage	44.97*** (0.000)	24.82*** (0.000)	24.08*** (0.000)	32.39*** (0.000)	17.00*** (0.000)	15.43*** (0.000)	15.43*** (0.000)	15.43*** (0.004)	17.64*** (0.000)	15.18*** (0.000)	17.80*** (0.000)	12.32*** (0.000)	12.32*** (0.000)
Risk	49.64*** (0.000)	38.12*** (0.000)	30.78*** (0.000)	48.24*** (0.000)	37.45*** (0.000)	30.35*** (0.000)	30.35*** (0.000)	30.35*** (0.000)	32.76*** (0.000)	31.20*** (0.000)	31.81*** (0.000)	28.24*** (0.000)	28.24*** (0.000)
TailleEmi	-4.530*** (0.000)	-3.168*** (0.000)	-3.095*** (0.000)	-4.603*** (0.000)	-3.248*** (0.000)	-3.195*** (0.000)	-3.195*** (0.000)	-3.195*** (0.000)	-3.381*** (0.012)	-3.207*** (0.000)	-3.424*** (0.004)	-3.390*** (0.004)	-3.390*** (0.000)
Maturity	11.56*** (0.000)	5.399*** (0.000)	4.500*** (0.000)	11.17*** (0.000)	5.274*** (0.000)	4.341*** (0.000)	4.341*** (0.000)	4.341*** (0.000)	3.535*** (0.000)	4.082*** (0.000)	3.722*** (0.000)	2.098*** (0.001)	2.098*** (0.000)
call	-38.93*** (0.000)	-45.03*** (0.000)	-46.19*** (0.000)	-28.62*** (0.000)	-38.09*** (0.000)	-38.70*** (0.000)	-38.70*** (0.000)	-38.70*** (0.000)	-37.37*** (0.032)	-35.01*** (0.000)	-40.48*** (0.001)	-31.70*** (0.003)	-31.70*** (0.000)
Sub	109.8*** (0.000)	74.97*** (0.000)	76.23*** (0.000)	92.08*** (0.000)	64.08*** (0.000)	64.18*** (0.000)	64.18*** (0.000)	64.18*** (0.000)	59.14*** (0.000)	62.24*** (0.000)	60.41*** (0.001)	59.55*** (0.000)	59.55*** (0.000)
Conv	-156.0*** (0.000)	-119.9*** (0.000)	-120.6*** (0.000)	-165.3*** (0.000)	-126.9*** (0.000)	-128.6*** (0.000)	-128.6*** (0.000)	-128.6*** (0.000)	-124.8*** (0.000)	-127.9*** (0.000)	-125.1*** (0.000)	-126.6*** (0.000)	-126.6*** ()
Inflation		38.82 (0.168)	37.07 (0.251)		38.36 (0.149)	36.16 (0.240)	36.16 (0.264)	36.16 (0.269)	59.57*** (0.000)	34.68 (0.245)	62.36*** (0.000)	53.00*** (0.006)	53.00 (0.113)
TailleMObit	-1.348*** (0.000)	-1.267*** (0.000)	-1.267*** (0.000)		-1.315*** (0.000)	-1.241*** (0.000)	-1.241*** (0.000)	-1.241*** (0.000)	-1.160*** (0.000)	-1.217*** (0.000)	-1.188*** (0.000)	-1.025*** (0.000)	-1.025*** (0.000)
GDPPerCap	-25.95*** (0.000)	-16.86*** (0.000)	-23.58*** (0.000)		-25.45*** (0.000)	-16.08*** (0.000)	-16.08*** (0.001)	-16.08*** (0.000)	-9.643 (0.152)	-16.26*** (0.000)	-8.701 (0.156)	-13.92*** (0.011)	-13.92 (0.131)
DroitCred									3.391 (0.000)	-25.48*** (0.007)	0.461 (0.979)	4.624 (0.735)	4.624 (0.107)
CrPubRegis									-20.01*** (0.000)	-18.87*** (0.047)	-23.85*** (0.000)	-30.63*** (0.000)	-30.63*** (0.000)
Effbank									7.462 (0.126)	3.852 (0.666)	-50.66*** (0.000)	27.97 (0.000)	27.97 (0.000)
Corruption									-35.99*** (0.000)	-26.63*** (0.000)	-35.53*** (0.000)	-65.20*** (0.000)	-65.20*** (0.000)
Civil									-96.29*** (0.000)	-10.70 (0.414)	5.453 (0.606)	-124.8*** (0.000)	-124.8*** (0.000)
DispcCredit									-30.49* (0.091)	-26.36*** (0.000)	-30.50* (0.076)	-61.84*** (0.000)	-61.84*** (0.000)
Pays_Dummies									Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
SIC_Dummies									Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Années_Dummies									Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
_cons	149.0*** (0.000)	290.5*** (0.000)	660.2*** (0.000)	128.6*** (0.000)	274.0*** (0.000)	645.4*** (0.000)	645.4*** (0.000)	645.4*** (0.000)	819.1*** (0.000)	655.4*** (0.000)	839.4*** (0.000)	119.9*** (0.000)	120.7*** (0.000)
R ² Adjusté	0.420 (0.000)	0.651 (0.000)	0.699 (0.000)	0.439 (0.000)	0.659 (0.000)	0.709 (0.000)	0.709 (0.000)	0.709 (0.000)	0.750 (0.000)	0.715 (0.000)	0.746 (0.000)	0.796 (0.000)	0.796 (0.000)
Sig.	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128	2128
Pays	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Années	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
SIC	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Firmes	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347

p-values entre parenthèses

*p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

() Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.7 : Déterminants de la relation entre propriété des fonds souverains et le coût de la dette obligataire

Section 1 : Effet des caractéristiques de transactions d'acquisitions des fonds souverains

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en point de base). La variable explicative principale est *PrAcqIFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons les variables *Domestique*, *Block5*, *Vehicule*, *Ind_Strait* et leurs interactions avec *PrAcqIFS*. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfère aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Pr4quifs</i>	8.518*** (0.000)	8.243*** (0.001)	8.801*** (0.000)	12.39*** (0.000)
<i>Domestique</i>	46.57*** (0.000)			
<i>Pr4quifs * Domestique</i>	-13.51*** (0.000)			
<i>Block5</i>		29.17 (0.638)		
<i>Pr4quifs*Block5</i>		-2.746 (0.712)	20.19 (0.162)	
<i>Vehicule</i>			-14.18* (0.087)	
<i>Pr4quifs* Vehicule</i>				16.38*** (0.004)
<i>Ind_Strat</i>				-5.007* (0.084)
<i>Pr4quifs * Ind_Strat</i>				-48.48*** (0.000)
<i>Taille</i>	-46.78*** (0.000)	-47.20*** (0.000)	-46.60*** (0.000)	-15.84*** (0.000)
<i>ROA</i>	-17.15*** (0.000)	-17.42*** (0.000)	-17.34*** (0.000)	16.90*** (0.000)
<i>Leverage</i>	15.18*** (0.000)	15.18*** (0.000)	14.18*** (0.000)	30.23*** (0.000)
<i>Risk</i>	30.47*** (0.000)	30.19*** (0.000)	31.26*** (0.000)	-3.151*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-3.202*** (0.000)	-3.180*** (0.000)	-3.200*** (0.000)	4.305*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.297*** (0.000)	4.341*** (0.000)	4.442*** (0.000)	-39.40*** (0.000)
<i>call</i>	-39.37*** (0.000)	-38.67*** (0.000)	-37.01*** (0.000)	62.62*** (0.000)
<i>Sub</i>	64.08*** (0.000)	64.45*** (0.000)	69.06*** (0.000)	-130.6*** (0.000)
<i>Conv</i>	-131.0*** (0.000)	-128.9*** (0.000)	-127.9*** (0.000)	35.68 (0.247)
<i>Inflation</i>	35.83 (0.242)	36.19 (0.241)	34.84 (0.265)	

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TailleMObi</i>	-1.238*** (0.000)	-1.239*** (0.000)	-1.238*** (0.000)	-1.228*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-16.04*** (0.000)	-16.11*** (0.000)	-16.45*** (0.001)	-15.77*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-26.81*** (0.006)	-26.07*** (0.009)	-26.33*** (0.006)	-26.90*** (0.003)
<i>CyPubRegis</i>	-19.89** (0.033)	-19.82** (0.033)	-18.46** (0.037)	-20.04** (0.027)
<i>Effbank</i>	3.475 (0.699)	3.673 (0.686)	2.424 (0.778)	3.371 (0.707)
<i>Corruption</i>	-25.81*** (0.000)	-25.71*** (0.000)	-25.55*** (0.000)	-25.72*** (0.000)
<i>Civil</i>	-12.63 (0.352)	-12.74 (0.347)	-11.88 (0.380)	-12.97 (0.343)
	-25.95*** (0.000)	-26.05*** (0.000)	-25.49*** (0.000)	-25.67*** (0.000)
<i>_cons</i>	644.7*** (0.000)	644.3*** (0.000)	636.1*** (0.000)	633.2*** (0.000)
<i>R² Ajusté</i>	0.707 (0.000)	0.706 (0.000)	0.707 (0.000)	0.707 (0.000)
<i>Sig</i>				
<i>N</i>	2128	2128	2128	2128
<i>Pays</i>	17	17	17	17
<i>Années</i>	17	17	17	17
<i>SIC</i>	8	8	8	8
<i>Firmes</i>	347	347	347	347

p-values entre parenthèses

p* < 0.10, *p* < 0.05, ****p* < 0.01

(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Section 2 : Effet des caractéristiques liées aux firmes émettrices : présence d'autres grands investisseurs

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons les variables *Inv_Ins*, *MPF*, *Fam_Indi*, *Manageret FIN*, qui représentent la présence d'autres gros investisseurs avec leurs interactions avec *PrAquiFS*. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>PrAquiFS</i>	8.706*** (0.004)	8.975*** (0.000)	8.721*** (0.000)	8.229*** (0.000)	6.459*** (0.006)
<i>Inv_Ins</i>	15.70* (0.061)				
<i>PrAquiFS*Inv_Ins</i>	1.028 (0.571)				
<i>MPF</i>		-10.11 (.)			
<i>PrAquiFS*MPF</i>		-3.455*** (0.000)			
<i>Fam_Indi</i>			-2.452 (0.577)		
<i>PrAquiFS*Fam_Indi</i>			11.72 (0.692)		
<i>Managers</i>				26.52* (0.059)	
<i>PrAquiFS*Managers</i>				-112.6*** (0.000)	
<i>FIN</i>					4.124 (0.554)
<i>PrAquiFS*FIN</i>					2.060 (0.433)
<i>TailleMObli</i>	-1.227*** (0.000)	-1.230*** (0.000)	-1.241*** (0.000)	-1.241*** (0.000)	-1.238*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-16.23*** (0.000)	-16.02*** (0.001)	-16.10*** (0.000)	-16.10*** (0.000)	-16.08*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-22.68** (0.025)	-26.03*** (0.009)	-26.84*** (0.007)	-26.94*** (0.006)	-26.26** (0.012)
<i>CPubRegis</i>	-22.35** (0.039)	-19.68** (0.038)	-19.84** (0.034)	-19.79** (0.034)	-19.64** (0.037)
<i>Ejfbank</i>	2.888 (0.746)	5.452 (0.648)	3.577 (0.692)	3.581 (0.691)	3.560 (0.695)
<i>Corruption</i>	-26.77*** (0.000)	-25.97*** (0.000)	-25.62*** (0.000)	-25.60*** (0.000)	-25.64*** (0.000)
<i>Civil</i>	-12.73 (0.346)	-10.58 (0.481)	-12.92 (0.340)	-12.75 (0.349)	-12.59 (0.354)
<i>DispCredit</i>	-25.95*** (0.000)	-26.81*** (0.000)	-26.11*** (0.000)	-26.09*** (0.000)	-26.10*** (0.000)
<i>_cons</i>	629.6*** (0.000)	657.8*** (0.000)	645.1*** (0.000)	645.5*** (0.000)	640.9*** (0.000)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
R ² Ajusté	0.709	0.709	0.706	0.706	0.706
Sig	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
N	2098	2030	2128	2128	2128
Pays	17	17	17	17	17
SIC	8	8	8	8	8

p-values entre parenthèses
*p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01
(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Section 3 : Effet caractéristiques des fonds souverains

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (Pays et années). La variable dépendante est le *Spread* qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon trésor américain d'échéance similaire ou la plus proche (exprimé en point de base). La variable explicative principale est *Pr4quifS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons d'autres variables qui représentent des caractéristiques des fonds souverains tels que l'orientation stratégique des fonds souverains, leurs qualités de gouvernance, le fonds souverain de la Norvège et le niveau d'implication du gouvernement dans le fonds. De plus, l'interaction de ces variables avec la variable «*Pr4quifS*». La description des variables est présentée dans le tableau 3. 2. ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Pr4quifS</i>	10.92*** (0.000)	10.23*** (0.000)	45.91*** (0.000)	21.43*** (0.000)	50.43*** (0.017)	8.253*** (0.000)	10.53*** (0.000)
<i>Orient_Passive</i>	-2.109 (0.385)						
<i>Pr4quifS * Orient_Passive</i>	-3.093** (0.018)						
<i>Transparence</i>		4.580 (0.356)					
<i>Pr4quifS * Transparence</i>		-8.127*** (0.000)					
<i>Truman_2012</i>			1.042*** (0.000)				
<i>Pr4quifS * Truman_2012</i>			-0.556*** (0.001)				
<i>Gouvernance</i>				0.518*** (0.000)			
<i>Pr4quifS * Gouvernance</i>				-0.224*** (0.000)			
<i>Santiago_Index</i>					0.955*** (0.001)		
<i>Pr4quifS * Santiago_Index</i>					-0.546* (0.053)		
<i>Norway</i>						-8.596** (0.046)	
<i>Pr4quifS * Norway</i>						-0.435 (0.721)	
<i>Strategic</i>							40.21*** (0.000)
<i>Pr4quifS * Strategic</i>							-11.74*** (0.000)
<i>Taille</i>	-45.89*** (0.000)	-48.62*** (0.000)	-47.26*** (0.000)	-47.35*** (0.000)	-46.68*** (0.000)	-47.25*** (0.000)	-50.45*** (0.000)
<i>ROA</i>	-17.23*** (0.000)	-17.13*** (0.000)	-16.40*** (0.000)	-16.73*** (0.000)	-16.89*** (0.000)	-17.72*** (0.000)	-17.44*** (0.000)
<i>Leverage</i>	15.16*** (0.000)	11.84*** (0.000)	11.69*** (0.000)	12.45*** (0.000)	12.17*** (0.000)	15.43*** (0.000)	14.22*** (0.000)
<i>Risk</i>	29.85*** (0.000)	29.65*** (0.000)	31.03*** (0.000)	30.79*** (0.000)	30.47*** (0.000)	29.95*** (0.000)	27.40*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-3.305*** (0.000)	-3.203*** (0.000)	-3.329*** (0.000)	-3.452*** (0.000)	-3.139*** (0.000)	-3.231*** (0.000)	-3.136*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.367*** (0.000)	4.314*** (0.000)	4.376*** (0.000)	4.344*** (0.000)	4.355*** (0.000)	4.318*** (0.000)	4.221*** (0.000)
<i>call</i>	-39.52*** (0.000)	-38.78*** (0.000)	-36.98*** (0.000)	-38.28*** (0.000)	-38.56*** (0.000)	-38.99*** (0.000)	-37.61*** (0.000)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Sub</i>	(0.000) 65.15*** (0.000)	(0.000) 71.24*** (0.000)	(0.000) 65.73*** (0.000)	(0.000) 65.67*** (0.000)	(0.000) 65.59*** (0.000)	(0.000) 65.20*** (0.000)	(0.000) 70.91*** (0.000)
<i>Conv</i>	(0.000) -127.0*** (0.000)	(0.000) -123.6*** (0.000)	(0.000) -126.8*** (0.000)	(0.000) -126.2*** (0.000)	(0.000) -126.3*** (0.000)	(0.000) -128.0*** (0.000)	(0.000) -130.3*** (0.000)
<i>Inflation</i>	(0.000) 35.53 (0.243)	(0.000) 35.12 (0.247)	(0.000) 35.01 (0.240)	(0.000) 34.95 (0.244)	(0.000) 35.84 (0.237)	(0.000) 36.43 (0.237)	(0.000) 35.00 (0.246)
<i>TailleMObil</i>	(0.000) -1.235*** (0.000)	(0.000) -1.212*** (0.000)	(0.000) -1.202*** (0.000)	(0.000) -1.208*** (0.000)	(0.000) -1.198*** (0.000)	(0.000) -1.238*** (0.000)	(0.000) -1.243*** (0.000)
<i>GDPPerCap</i>	(0.000) -16.20*** (0.000)	(0.000) -16.76*** (0.000)	(0.000) -16.65*** (0.000)	(0.000) -16.77*** (0.000)	(0.000) -16.41*** (0.000)	(0.000) -16.06*** (0.000)	(0.000) -16.28*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	(0.000) -26.20*** (0.007)	(0.000) -22.72** (0.026)	(0.000) -21.61** (0.036)	(0.000) -19.93* (0.050)	(0.000) -24.40** (0.018)	(0.000) -26.73*** (0.007)	(0.000) -21.27** (0.039)
<i>CrPubRegis</i>	(0.000) -19.29*** (0.033)	(0.000) -17.88* (0.056)	(0.000) -17.76* (0.063)	(0.000) -18.65* (0.055)	(0.000) -18.12* (0.054)	(0.000) -19.67*** (0.032)	(0.000) -18.74** (0.050)
<i>Effbank</i>	(0.000) 3.338 (0.706)	(0.000) 3.746 (0.681)	(0.000) 5.599 (0.554)	(0.000) 4.103 (0.655)	(0.000) 6.126 (0.524)	(0.000) 3.541 (0.695)	(0.000) 2.616 (0.767)
<i>Corruption</i>	(0.000) -25.89*** (0.000)	(0.000) -26.59*** (0.000)	(0.000) -27.36*** (0.000)	(0.000) -26.62*** (0.000)	(0.000) -27.23*** (0.000)	(0.000) -25.56*** (0.000)	(0.000) -25.91*** (0.000)
<i>Civil</i>	(0.000) -12.50 (0.353)	(0.000) -12.92 (0.366)	(0.000) -15.22 (0.294)	(0.000) -13.95 (0.322)	(0.000) -15.42 (0.302)	(0.000) -12.62 (0.353)	(0.000) -11.41 (0.380)
<i>DispCredit</i>	(0.000) -25.15*** (0.000)	(0.000) -25.90*** (0.000)	(0.000) -25.47*** (0.000)	(0.000) -25.72*** (0.000)	(0.000) -25.60*** (0.000)	(0.000) -25.99*** (0.000)	(0.000) -25.48*** (0.000)
<i>_cons</i>	(0.000) 639.9*** (0.000)	(0.000) 640.7*** (0.000)	(0.000) 565.5*** (0.000)	(0.000) 601.5*** (0.000)	(0.000) 568.4*** (0.000)	(0.000) 646.4*** (0.000)	(0.000) 628.1*** (0.000)
<i>adj. R²</i>	0.707 (0.000)	0.706 (0.000)	0.707 (0.000)	0.706 (0.000)	0.706 (0.000)	0.706 (0.000)	0.711 (0.000)
<i>Sig.</i>	2078	2067	2067	2067	2067	2128	2128
<i>N</i>	17	17	17	17	17	17	17
<i>Pays</i>	17	17	17	17	17	17	17
<i>Années</i>	8	8	8	8	8	8	8
<i>SIC</i>	325	336	336	336	336	347	347
<i>Firmes</i>							

p-values entre parenthèses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Section 3 : Effet caractéristiques des fonds souverains (suite)

	(3)	(2)
<i>Pratiques</i>	8.430***	8.430***
<i>Indice_Poli</i>	(0.000)	(0.000)
	14.25	
<i>Pratiques * Indice_Poli</i>	(0.304)	
	-0.310	
<i>Gouv_Interf</i>	(0.961)	
<i>Pratiques * Gouv_Interf</i>		16.37*
		(0.061)
		0.834
		(0.660)
<i>Taille</i>	-47.27***	-46.77***
	(0.000)	(0.000)
	-16.99***	-16.90***
	(0.000)	(0.000)
<i>ROA</i>	14.73***	14.89***
	(0.000)	(0.000)
<i>Leverage</i>	30.54***	30.44***
	(0.000)	(0.000)
<i>Risk</i>	-3.194***	-3.393***
	(0.000)	(0.000)
<i>TailleEmi</i>	(0.000)	(0.000)
	4.328***	4.479***
	(0.000)	(0.000)
<i>Maturity</i>	-39.65***	-39.59***
	(0.000)	(0.000)
<i>call</i>	63.15***	64.22***
	(0.000)	(0.000)
<i>Sub</i>	-125.4***	-127.7***
	(0.000)	(0.000)
<i>Conv</i>	35.09	35.13
	(0.260)	(0.248)
<i>Inflation</i>	-1.218***	-1.235***
	(0.000)	(0.000)
<i>TailleMObli</i>	-16.53***	-16.08***
	(0.000)	(0.000)
<i>GDPperCap</i>	-26.45***	-26.77***
	(0.005)	(0.007)
<i>DroitCred</i>	-21.11**	-19.43**
	(0.026)	(0.038)
<i>CrPublRegis</i>	3.846	3.628
	(0.668)	(0.686)
<i>Effbank</i>	-26.88***	-26.30***
	(0.000)	(0.000)
<i>Corruption</i>	-12.88	-12.66
	(0.365)	(0.346)
<i>Civil</i>	-25.51***	-25.79***
	(0.000)	(0.000)
<i>DispCredit</i>	646.4***	644.7***
	(0.000)	(0.000)
<i>_cons</i>		

	(8)	(9)
adj. R ²	(0.000)	(0.000)
Sig.	0.705	0.706
N	(0.000)	(0.000)
	2071	2078
Paps	17	17

p-values entre parenthèses
p < 0.10, *p < 0.05, **p < 0.01
(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Section 4 : Effet caractéristiques des pays des fonds souverains et effet des relations politiques et commerciales entre les pays hôtes et les pays acquéreurs.

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAcqIFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons d'autres variables qui représentent des caractéristiques des pays des fonds souverains et l'existence de relations politiques ou culturelles entre les deux pays, en plus de l'interaction de ces variables avec la variable *PrAcqIFS*. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)
<i>PrAcqIFS</i>	5.043*** (0.000)	6.840*** (0.000)	8.508*** (0.000)
<i>Autoritaire</i>			
<i>PrAcqIFS * Autoritaire</i>	() 3.909*** (0.000)		
<i>Relation</i>		3.637 (0.684)	
<i>PrAcqIFS * Relation</i>		2.012 (0.730)	
<i>Simi_cult</i>			38.41*** (0.000)
<i>PrAcqIFS * Simi_cult</i>			-39.33*** (0.000)
<i>Taille</i>	-46.73*** (0.000)	-43.20*** (0.000)	-46.99*** (0.000)
<i>ROA</i>	-17.71*** (0.000)	-17.02*** (0.039)	-17.08*** (0.000)
<i>Leverage</i>	14.98*** (0.000)	15.24*** (0.000)	15.12*** (0.000)
<i>Risk</i>	28.85*** (0.000)	41.14*** (0.000)	30.58*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-3.469*** (0.000)	-4.017*** (0.000)	-3.207*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.267*** (0.000)	3.347*** (0.000)	4.336*** (0.000)
<i>call</i>	-38.37*** (0.000)	-53.63*** (0.000)	-38.47*** (0.000)
<i>Sub</i>	67.73*** (0.000)	76.49*** (0.000)	64.56*** (0.000)
<i>Conv</i>	-127.6*** (0.000)	-135.0*** (0.000)	-130.3*** (0.000)
<i>Inflation</i>	35.69 (0.238)	41.81 (0.185)	35.82 (0.242)
<i>TailleMObli</i>	-1.257*** (0.000)	-1.223*** (0.000)	-1.231*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-15.85*** (0.000)	-17.15*** (0.000)	-16.05*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-26.40*** (0.008)	-14.71 (0.202)	-26.48*** (0.007)
<i>CrPubRegis</i>	-19.04*** (0.043)	-4.672 (0.259)	-19.57*** (0.038)
<i>Ejfbank</i>	3.603 (0.688)	-2.548 (0.872)	3.435 (0.702)

	(1)	(2)	(3)
<i>Corruption</i>	-25.59*** (0.000)	-35.35*** (0.000)	-26.10*** (0.000)
<i>Civil</i>	-12.71 (0.343)	-48.10* (0.071)	-12.51 (0.356)
<i>DispCredit</i>	-25.35*** (0.000)	-29.66*** (0.000)	-25.93*** (0.000)
<i>_cons</i>	633.4*** (0.000)	733.7 ()	644.1*** (0.000)
<i>adj. R²</i>	0.710 (0.000)	0.780 (0.000)	0.707 (0.000)
<i>Sig.</i>	2128	967	2128
<i>N</i>	17	17	17
<i>Pays</i>	17	17	17
<i>Années</i>	17	17	17
<i>SIC</i>	8	7	8
<i>Firmes</i>	347	200	347

p-values entre parenthèses
 p* < 0.10, *p* < 0.05, ****p* < 0.01
 () Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.8 : Effet de la crise financière sur la relation entre les fonds souverains et le coût de la dette

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscedasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAquisFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons d'autres variables qui représentent les périodes de crise financière, en plus de l'interaction de ces variables avec la variable *PrAquisFS*. Le modèle (1) représente l'échantillon des investissements en période hors crise, alors que le modèle (2) représente seulement les investissements durant les périodes de crise. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1) Non Crise	(2) Crise	(3) Tout l'échantillon	(4) Tout l'échantillon
<i>PrAquisFS</i>	9.45*** (0.000)	-2.316 (.)	8.789*** (0.000)	10.11*** (0.000)
<i>Crise</i>				-13.62 (0.589)
<i>PrAquisFS * Crise</i>				-5.964*** (0.000)
<i>Bank_Crises</i>			23.08* (0.067)	
<i>PrAquisFS * Bank_Crises</i>			-4.463*** (0.000)	
<i>Taille</i>	-47.65*** (0.000)	-7.201 (.)	-47.19*** (0.000)	-46.64*** (0.000)
<i>ROA</i>	-16.92*** (0.000)	-11.34*** (0.000)	-17.50*** (0.000)	-17.74*** (0.000)
<i>Leverage</i>	16.74*** (0.000)	3.140 (.)	16.06*** (0.000)	14.27*** (0.000)
<i>Risk</i>	22.70*** (0.000)	23.08 (.)	29.86*** (0.000)	30.31*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-1.823*** (0.000)	-2.542 (.)	-3.198*** (0.000)	-3.215*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.668*** (0.000)	3.842 (.)	4.294*** (0.000)	4.375*** (0.000)
<i>call</i>	-27.22*** (0.000)	-31.35*** (0.000)	-38.73*** (0.000)	-38.45*** (0.000)
<i>Sub</i>	72.70*** (0.000)	4.317*** (0.000)	64.54*** (0.000)	64.10*** (0.000)
<i>Conv</i>	-124.3*** (0.000)	-24.09*** (0.000)	-129.2*** (0.000)	-127.8*** (0.000)
<i>Inflation</i>	32.99 (0.252)	237.3 (.)	35.76 (0.247)	31.80 (0.304)
<i>TailleMObli</i>	-1.217*** (0.000)	-0.660 (.)	-1.243*** (0.000)	-1.269*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-14.46*** (0.001)	-17.76*** (0.000)	-16.16*** (0.000)	-18.40*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-24.52*** (0.013)	23.46*** (0.000)	-27.47*** (0.006)	-28.10*** (0.005)
<i>CrPubRegis</i>	-115.1** (0.046)	0 (.)	-122.8** (0.034)	-131.9** (0.042)
<i>Effbank</i>	3.184 (0.705)	0 (.)	3.482 (0.697)	4.524 (0.613)
<i>Corruption</i>	-28.69*** (0.000)	-213.8 (.)	-25.09*** (0.000)	-25.61*** (0.000)

	(1) Non Crise (0.000)	(2) Crise (.)	(3) Tout l'échantillon (0.000)	(4) Tout l'échantillon (0.000)
Civil	-11.02 (0.380)	0 (.)	-12.70 (0.347)	-12.44 (0.343)
DispCredit	-20.91*** (0.000)	-75.45*** (0.000)	-26.65*** (0.000)	-30.27*** (0.000)
_cons	608.6*** (0.000)	1983.2 (.)	648.7*** (0.000)	689.7*** (0.000)
adj. R ²	0.677 (0.000)	0.956 (0.000)	0.707 (0.000)	0.709 (0.000)
Sig.	1934	194	2128	2128
N	17	4	17	17
Pays				

p-values entre parenthèses
 $p < 0.10$, $p < 0.05$, $p < 0.01$
 (.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.9 : L'effet des investissements domestiques versus étranger durant les périodes de crises

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAcquisFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons la variable *Domestique* et son interaction avec la variable *PrAcquisFS*. Le modèle (1) représente l'échantillon des investissements à l'étranger alors que le modèle (2) représente seulement les investissements domestiques. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1) Domestic=0	(2) Domestic=1	(3)
<i>PrAcquisFS</i>	6.658*** (0.000)	-31.62*** (0.000)	6.718*** (0.000)
<i>Domestique</i>			19.99 (0.148)
<i>PrAcquisFS * Domestique</i>			-13.50*** (0.000)
<i>Taille</i>			-76.33 (.)
<i>ROA</i>			-21.63*** (0.000)
<i>Leverage</i>			7.362*** (0.000)
<i>Risk</i>			28.91*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>			10.23* (0.096)
<i>Maturity</i>			1.571** (0.022)
<i>call</i>			-55.06*** (0.000)
<i>Sub</i>			36.84*** (0.000)
<i>Conv</i>			-111.8*** (0.000)
<i>Inflation</i>			112.1*** (0.000)
<i>TailleMOblt</i>			-0.652*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>			1.098 (0.623)
<i>DroitCred</i>			-12.48 (0.354)
<i>CyPubRegis</i>			7.852 (0.666)
<i>Ejfbank</i>			-36.75*** (0.000)
<i>Corruption</i>			-12.99*** (0.000)
<i>Civil</i>			19.03*** (0.001)
<i>DispCredit</i>			-10.64*** (0.003)
<i>_cons</i>			471.3 (.)

	(1) Domestic=0	(2) Domestic=1	(3)
adj. R ²	0.820	0.958	0.822
Sig.	(0.000)	(.)	(0.000)
N	699	84	783

p-values entre parenthèses
p<0.10, *p<0.05, **p<0.01
(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.10 : Vérification de l'hypothèse de la garantie implicite

Ce tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un de bon trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. Nous ajoutons les variables *Domestique*, *Ind_Strat* et *Bank_Crises* avec des variables qui représentent des interactions doubles et triples avec *PrAquiFS*. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PrAquiFS</i>	8.038*** (0.000)	9.956*** (0.000)	8.151*** (0.000)	7.725*** (0.000)
<i>Ind_Strat</i>	13.84** (0.029)	13.06** (0.030)		13.38** (0.027)
<i>Domestique</i>	43.58*** (0.000)		33.42*** (0.000)	34.41*** (0.000)
<i>PrAquiFS</i> * <i>Domestique</i> * <i>Ind_Strat</i>	-12.32*** (0.000)			
<i>Bank_Crises</i>		-12.35 (0.620)	12.53 (0.318)	11.75 (0.336)
<i>PrAquiFS</i> * <i>Ind_Strat</i> * <i>Bank_Crises</i>		-7.478*** (0.000)		
<i>PrAquiFS</i> * <i>Domestique</i> * <i>Bank_Crises</i>			-12.65*** (0.000)	
<i>PrAquiFS</i> * <i>Domestique</i> * <i>Ind_Strat</i> * <i>Bank_Crises</i>				-12.79*** (0.000)
<i>Taille</i>	-48.58*** (0.000)	-48.26*** (0.000)	-46.70*** (0.000)	-48.46*** (0.000)
<i>ROA</i>	-15.57*** (0.000)	-16.39*** (0.000)	-17.31*** (0.000)	-15.76*** (0.000)
<i>Leverage</i>	16.21*** (0.000)	15.24*** (0.000)	15.38*** (0.000)	16.35*** (0.000)
<i>Risk</i>	30.08*** (0.000)	30.37*** (0.000)	29.75*** (0.000)	29.42*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-3.168*** (0.000)	-3.180*** (0.000)	-3.257*** (0.000)	-3.220*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.270*** (0.000)	4.366*** (0.000)	4.343*** (0.000)	4.312*** (0.000)
<i>call</i>	-39.42*** (0.000)	-39.75*** (0.000)	-39.21*** (0.000)	-39.27*** (0.000)
<i>Sub</i>	61.95*** (0.000)	62.84*** (0.000)	63.98*** (0.000)	61.88*** (0.000)
<i>Conv</i>	-132.6*** (0.000)	-129.0*** (0.000)	-130.7*** (0.000)	-132.5*** (0.000)
<i>Inflation</i>	35.40 (0.248)	31.55 (0.306)	35.49 (0.250)	35.09 (0.255)
<i>TailleMOhi</i>	-1.223*** (0.000)	-1.266*** (0.000)	-1.243*** (0.000)	-1.228*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-15.83*** (0.000)	-17.87*** (0.000)	-16.11*** (0.000)	-15.89*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-25.68*** (0.006)	-27.78*** (0.002)	-26.99*** (0.007)	-25.85*** (0.007)
<i>CrPubRegis</i>	-19.49** (0.006)	-21.08** (0.002)	-19.89* (0.007)	-19.44** (0.007)

<i>Effbank</i>	(0.033)	(0.035)	(0.032)	(0.031)
	3.429	3.982	3.367	3.326
	(0.701)	(0.649)	(0.704)	(0.705)
<i>Corruption</i>	-25.85***	-25.64***	-25.23***	-25.32***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
<i>Civil</i>	-12.40	-12.65	-12.56	-12.34
	(0.364)	(0.335)	(0.351)	(0.363)
<i>DispCredit</i>	-25.61***	-29.72***	-26.53***	-26.15***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
<i>_cons</i>	633.3***	674.5***	645.0***	633.9***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
adj. R ²	0.708	0.711	0.707	0.707
Sig.	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	2128	2128	2128	2128
<i>Pays</i>	17	17	17	17
<i>Années</i>	17	17	17	17
<i>SIC</i>	8	8	8	8
<i>Firmes</i>	347	347	347	347

p-values in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.11 : Tests de robustesses : Enjeux d'endogénéité

Les modèles (1), (2) et (3) présentent les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années), alors que les modèles (4) et (5) présentent les résultats de la régression par la méthode des moindres carrés (2SLS). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente de coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAcquis*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>PrAcquis</i>	3.839*** (0.004)	3.839*** (0.004)	4.950*** (0.005)	14.52*** (0.000)	10.74*** (0.000)
<i>Taille</i>	-17.56*** (0.000)	-17.56*** (0.000)	---(b)	-54.09*** (0.000)	-46.12*** (0.000)
<i>ROA</i>	-13.17 (0.000)	-13.17 (0.000)	-5.602*** (0.004)	-16.03*** (0.000)	-10.80*** (0.000)
<i>Leverage</i>	6.405* (0.076)	6.405* (0.076)	-0.215 (0.959)	10.57*** (0.001)	7.078*** (0.015)
<i>Risk</i>	15.29*** (0.000)	15.29*** (0.000)	17.81*** (0.000)	31.61*** (0.000)	28.04*** (0.000)
<i>Ln_Ranking</i>	-356.7*** (0.001)				
<i>ORating</i>		-34.78*** (0.001)			
<i>Residus</i>			-21.78*** (0.000)		
<i>TailleEmi</i>	-4.465*** (0.000)	-4.465*** (0.000)	-4.022*** (0.000)	-3.272*** (0.018)	-3.439*** (0.003)
<i>Maturity</i>	1.282* (0.059)	1.282* (0.059)	0.794 (0.269)	4.153*** (0.000)	2.031*** (0.000)
<i>call</i>	-31.09 (0.000)	-31.09 (0.000)	-38.78 (0.033)	-31.39** (0.004)	-30.10*** (0.004)
<i>Sub</i>	50.63*** (0.000)	50.63*** (0.000)	42.24*** (0.000)	54.02*** (0.000)	56.15*** (0.000)
<i>Conv</i>	-169.1*** (0.000)	-169.1*** (0.000)	-186.2*** (0.000)	-133.7*** (0.000)	-130.8*** (0.000)
<i>Inflation</i>	36.61 (0.187)	36.61 (0.187)	34.56 (0.231)	35.54*** (0.002)	52.24*** (0.005)
<i>TailleMObit</i>	-1.264*** (0.000)	-1.264*** (0.000)	-1.106*** (0.000)	-1.209*** (0.000)	-1.010*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-17.52*** (0.000)	-17.52*** (0.000)	-16.67*** (0.000)	-14.90*** (0.000)	-12.48*** (0.027)
<i>DroitCred</i>	-20.41** (0.012)	-20.41** (0.012)	-18.68** (0.047)	-22.01*** (0.001)	-18.33*** (0.013)
<i>CrPubRegis</i>	-13.85* (0.053)	-13.85* (0.053)	-14.18* (0.054)	-9.752** (0.039)	-92.54*** (0.000)
<i>EgBank</i>	-1.574 (0.838)	-1.574 (0.838)	0.138 (0.986)	-1.387 (0.794)	-30.00*** (0.000)
<i>Corruption</i>	-19.04*** (0.000)	-19.04*** (0.000)	-19.03*** (0.000)	-28.66*** (0.000)	-67.21*** (0.000)
<i>Civil</i>	-5.808 (0.612)	-5.808 (0.612)	-7.919 (0.482)	-14.45* (0.052)	-25.38*** (0.002)
<i>DispCredit</i>	-14.19*** (0.000)	-14.19*** (0.000)	-11.20* (0.082)	-25.35*** (0.000)	-62.10*** (0.000)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Pays_Dummies</i>	(0.010)	(0.010)	(0.053)	(0.001)	(0.000)
<i>Années_Dummies</i>					Oui
<i>SIC_Dummies</i>					Oui
<i>_cons</i>	953.5*** (0.000)	529.7*** (0.000)	846.2*** (0.000)	639.4*** (0.000)	Oui 1155.3*** (0.000)
adj. R^2	0.649 (0.000)	0.649 (0.000)	0.633 (0.000)	0.706 (0.000)	0.795 (0.000)
Sig.	2080	2080	2080	2103	2103
<i>N</i>					

p-values in parentheses

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

(.) Variable éliminée à cause d'un manque de variabilité.

Tableau 3.12 : Effet des fonds souverains par méthode d'appariement

Section 1 : Propensity Matching Score
(PMS, et effets)

	<i>Spraud</i>	Difference	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]	Echantillon Traité	Echantillon de Contrôle	Total
1	SWF (1 vs 0)	381.98***	26.20864	14.57	0.000	330.6134 433.3494	3397	4472	7869
2	SWF (1 vs 0)	488.41***	17.04968	28.65	0.000	455.0014 521.835	1259	1084	2343
3	SWF (1 vs 0)	318.89**	127.7975	2.50	0.013	68.41314 569.37	1040	2130	3170
4	SWF (1 vs 0)	442.72***	38.59776	11.47	0.000	367.074 518.3744	1748	3103	4851
5	SWF (1 vs 0)	936.26**	403.3384	2.32	0.020	145.7341 1726.792	612	4444	5056

Section 2 : Test d'endogénéité

Test of endogeneity

Ho: treatment and outcome unobservables are uncorrelated

chi2(2) = 59.27

Prob > chi2 = 0.0000

Section 3 : Difference in difference estimation

	Control (SWF=0)	Treated (SWF=1)	Total
Baseline (SWF_1=0)	12501	3793	16294
Follow-up (SWF_1=1)	7559	2427	9986
Total	20060	6220	26280

DIFFERENCE IN DIFFERENCE ESTIMATION

	Base line (SWF_1=0)			Follow UP (SWF_1=1)			
Outcome Variable	Control (SWF=0)	Treated (SWF=1)	Diff(BL)	Control (SWF=0)	Treated (SWF=1)	Diff(FU)	DIF-FIN-DIFF
<i>Spread</i>	105.204	629.605	524.402	72.297	878.570	806.273	281.872
Std.Error			6.080			7.653	9.774
t			86.25			105.36	28.84
P> t			0.000***			0.000***	0.000***

Tableau 3.13 : Autres test de robustesses

Le tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Sprea_{adj}*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAq_{IFS}*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>PrAq_{IFS}</i>	8.770*** (0.000)					11.56*** (0.019)	15.00** (0.039)	5.625*** (0.000)	8.278*** (0.000)	7.263*** (0.000)
<i>PrAq_{IFS}_I</i>		7.059*** (0.000)								
<i>MonTrans</i>			0.0117*** (0.006)	8.488** (0.023)	0.0135** (0.024)					
<i>Crise</i>										
<i>PrAq_{IFS} * Crise</i>							103.68*** (0.006)			
<i>Taille</i>	-48.64*** (0.000)	-43.46*** (0.000)	-47.92*** (0.000)	-42.27*** (0.000)	-49.59*** (0.000)	-39.32*** (0.007)	-47.11*** (0.001)	-45.72*** (0.000)	-38.67*** (0.000)	-45.97*** (0.000)
<i>ROA</i>	-20.46*** (0.000)	-16.07*** (0.040)	-19.37*** (0.000)	-21.24*** (0.000)	-20.34*** (0.000)	-28.50*** (0.244)	-31.51*** (0.109)	-22.21*** (0.000)	-17.81*** (0.000)	-16.19*** (0.000)
<i>Leverage</i>	15.16*** (0.000)	13.30*** (0.000)	17.33*** (0.000)	8.537** (0.031)	17.54*** (0.000)	0.506 (0.977)	2.07 (0.907)	19.82*** (0.001)	12.77*** (0.001)	14.03*** (0.000)
<i>Risk</i>	33.98*** (0.000)	40.59*** (0.000)	31.07*** (0.000)	47.25*** (0.000)	32.45*** (0.000)	30.78 (0.128)	24.10 (0.258)	34.22*** (0.000)	10.63*** (0.001)	30.44*** (0.000)
<i>Taille_{Emi}</i>	-4.596*** (0.000)	-4.004*** (0.000)	-5.082*** (0.000)	-5.317*** (0.000)	-5.192*** (0.000)	-46.18 (0.133)	-48.52 (0.110)	-3.860*** (0.000)	0.114 (0.788)	-3.24*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.035*** (0.000)	3.323*** (0.000)	4.212*** (0.000)	3.489*** (0.000)	4.081*** (0.000)	2.662 (0.209)	2.14 (0.321)	5.475*** (0.000)	3.833*** (0.000)	4.08*** (0.000)
<i>call</i>	-45.98*** (0.000)	-55.06*** (0.000)	-47.94*** (0.000)	-63.55*** (0.000)	-49.53 (0.000)	-14.25 (0.435)	-17.84 (0.319)	-42.89*** (0.000)	-14.00* (0.010)	-47.34*** (0.000)
<i>Sub</i>	74.09*** (0.000)	79.25*** (0.000)	67.66*** (0.000)	77.77*** (0.000)	77.14*** (0.000)	-110.4 (0.301)	-121.43 (0.273)	49.16*** (0.000)	142.3*** (0.000)	69.56*** (0.000)
<i>Conv</i>	-167.0*** (0.000)	-133.9*** (0.000)	-161.7*** (0.000)	-142.0*** (0.000)	-160.4*** (0.000)	0 (0.129)	0 (0.522)	-138.6*** (0.000)	-145.4*** (0.000)	-100.93*** (0.000)
<i>Infraction</i>	26.13 (0.394)	41.12 (0.199)	28.99 (0.364)	18.64 (0.520)	25.34 (0.418)	2.129 (0.849)	6.88 (0.522)	28.10 (0.379)	22.40 (0.380)	54.55*** (0.004)
<i>Taille_{MObili}</i>	-1.335*** (0.000)	-1.221*** (0.000)	-1.374*** (0.000)	-1.325*** (0.000)	-1.359*** (0.000)	-0.910 (0.182)	-1.24*** (0.005)	-1.383*** (0.000)	-1.256*** (0.000)	-1.19*** (0.000)
<i>GDPerCap</i>	-21.34*** (0.000)	-17.71*** (0.000)	-21.41*** (0.000)	-26.23*** (0.000)	-22.96*** (0.000)	-22.05*** (0.000)	-15.99*** (0.000)	-17.63*** (0.000)	-16.40*** (0.000)	-15.28*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-31.18** (0.037)	-14.11 (0.193)	-19.15 (0.117)	-31.62* (0.051)	-26.23 (0.009)	-30.60*** (0.000)	-21.44* (0.000)	-33.37*** (0.000)	-19.57** (0.035)	-26.58*** (0.004)
<i>CrPubRegis</i>	-16.40*** (0.015)	-5.420 (0.216)	-15.72 (0.140)	-20.47 (0.129)	-14.37 (0.104)	-7.119 (0.483)	-3.17 (0.692)	-22.72*** (0.009)	-19.44** (0.029)	-18.64*** (0.018)
<i>EffBank</i>	6.828 (0.710)	-1.263 (0.937)	-11.49 (0.236)	0.520 (0.979)	8.441 (0.645)	-17.56*** (0.001)	-20.03*** (0.001)	7.386 (0.422)	1.663 (0.813)	-0.16 (0.988)
<i>Corruption</i>	-20.31*** (0.009)	-34.85*** (0.000)	-19.17** (0.019)	-20.44* (0.063)	-20.58*** (0.006)	5.297 (0.760)	4.88 (0.784)	-23.71*** (0.000)	-27.39*** (0.000)	-26.58*** (0.000)
<i>Chill</i>	6.375 (0.375)	-46.24 (0.000)	-0.670 (0.670)	7.749 (0.063)	6.277 (0.006)	4.463 (0.760)	6.00 (0.784)	-11.70 (0.000)	-7.137 (0.000)	-6.22 (0.000)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>DispCredit</i>	(0.671)	(0.100)	(0.954)	(0.773)	(0.673)	(0.367)	(0.202)	(0.308)	(0.452)	(0.637)
	-20.74***	-29.93***	-24.56***	-24.16***	-21.43***	-0.382	1.86	-28.96***	-13.04**	-28.13***
	(0.006)	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.005)	(0.979)	(0.910)	(0.000)	(0.011)	(0.000)
<i>_cons</i>	595.3***	735.5	614.2***	639.5***	607.4***	301.4**	237.92	681.0***	530.0***	673.97***
	(0.000)	(.)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.028)	0.099*	(0.000)	(0.000)	(0.000)
adj. R ²	0.660	0.780	0.684	0.734	0.659	0.542	0.618	0.725	0.648	0.741
Sig.	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	2182	967	2163	990	2163	223	223	1359	1475	1580
Pays	20	10	11	11	20	17	17	17	16	17
Années	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
SIC	8	7	7	7	8	7	7	8	7	8
Firmes	353	200	201	201	351	116	116	293	304	201

Tableau 3.14 : Autres Analyses

Le tableau présente les résultats d'une analyse de régression par MCO avec écarts-types robustes à l'hétéroscédasticité, ajustés pour 2 clusters (pays et années). La variable dépendante est le *Spread*, qui représente le coût de la dette obligataire mesuré par le taux de rentabilité actuariel de l'obligation émise par la firme cible d'un fonds souverain moins le taux de rendement d'un bon de trésor américain d'échéance similaire (exprimé en points de base). La variable explicative principale est *PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2. ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>PrAquiFS</i>	9.062*** (0.000)	5.946*** (0.000)	8.412*** (0.000)	27.72*** (0.000)	17.85* (0.060)	15.59** (0.036)	7.945** (0.011)
<i>Ressource</i>	20.64* (0.088)						
<i>Effesw/ Origin1</i>	-8.923** (0.041)						
<i>Objectif</i>		19.53*** (0.000)					
<i>Inte_Objectif1</i>		11.52 (0.5230)					
<i>Experience</i>			0.308*** (0.000)				
<i>PrAquiFS * Experience</i>			-0.00479 (0.701)				
<i>Squa PrAquiFS</i>							
<i>Taille</i>	-45.14*** (0.000)	-45.43*** (0.000)	-46.94*** (0.000)	-24.02 (0.197)	-18.51** (0.010)	-26.86*** (0.003)	-0.280*** (0.000)
<i>ROA</i>	-16.93*** (0.000)	-16.75*** (0.000)	-16.92*** (0.000)	-3.750 (0.300)	-10.04*** (0.006)	-8.179 (0.000)	-26.31*** (0.000)
<i>Leverage</i>	14.56*** (0.000)	15.30*** (0.000)	15.21*** (0.000)	-6.613 (0.037)	17.27* (0.090)	15.70* (0.090)	15.17** (0.017)
<i>Risk</i>	31.76*** (0.000)	26.93*** (0.000)	30.35*** (0.000)	24.12** (0.017)	33.62*** (0.000)	31.72*** (0.000)	16.91*** (0.000)
<i>TailleEmi</i>	-2.918*** (0.000)	-3.859*** (0.000)	-3.351*** (0.000)	-68.69*** (0.000)	-79.16*** (0.000)	-66.82*** (0.000)	-3.316*** (0.000)
<i>Maturity</i>	4.414*** (0.000)	4.090*** (0.000)	4.286*** (0.000)	8.532*** (0.000)	5.517*** (0.000)	5.053*** (0.000)	3.517*** (0.000)
<i>call</i>	-37.59*** (0.000)	-37.31*** (0.000)	-39.22*** (0.000)	-55.24*** (0.000)	-43.75*** (0.000)	-43.63*** (0.000)	-23.21* (0.027)
<i>Sub</i>	65.63*** (0.000)	60.84*** (0.000)	63.39*** (0.000)	105.4*** (0.002)	4.425 (0.931)	28.97 (0.322)	62.46*** (0.000)
<i>Conv</i>	-131.1*** (0.000)	-128.3*** (0.000)	-131.1*** (0.000)	-314.6*** (0.000)	-307.8*** (0.000)	-430.6 (0.000)	82.60*** (0.000)
<i>Inflation</i>	34.96 (0.262)	34.26 (0.245)	35.72 (0.242)	35.17 (0.000)	81.02 (0.000)	88.61*** (0.000)	35.93** (0.000)
<i>TailleMobili</i>	-1.220*** (0.000)	-1.275*** (0.000)	-1.231*** (0.000)	-0.570*** (0.000)	-0.628*** (0.000)	-0.513*** (0.000)	-138.4*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	-16.28*** (0.001)	-16.69*** (0.000)	-16.07*** (0.000)	-22.27*** (0.000)	-10.86 (0.535)	-8.643 (0.444)	-29.50*** (0.000)
<i>DroitCred</i>	-28.82*** (0.006)	-26.10*** (0.009)	-26.99*** (0.007)	123.7** (0.019)	-3.148 (0.905)	-22.93 (0.000)	-56.59*** (0.000)
<i>C-PubRegis</i>	-19.86** (0.028)	-18.49** (0.050)	-19.87** (0.035)	59.62*** (0.009)	6.146 (0.492)	-4.727* (0.074)	-53.65*** (0.000)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Effbank</i>	3.027 (0.729) ^{***}	3.400 (0.696) ^{***}	3.493 (0.697) ^{***}	-206.4 ^{***} (0.004) ^{***}	-47.30 [*] (0.094) ^{***}	-20.12 ^{***} (0.000) ^{***}	3.713 (0.669) ^{***}
<i>Corruption</i>	-25.98 ^{***} (0.000)	-25.13 ^{***} (0.000)	-25.60 ^{***} (0.000)	-29.76 ^{***} (0.000)	-32.94 ^{***} (0.002)	-27.68 ^{***} (0.001)	-38.11 ^{***} (0.000)
<i>Civil</i>	-12.89 (0.344)	-12.74 (0.327)	-12.70 (0.347)	-151.9 ^{***} (0.004) ^{***}	-30.09 (0.257)	4.105 (0.603)	-17.15 (0.184)
<i>Dispcredit</i>	-25.28 ^{***} (0.000)	-23.92 ^{***} (0.000)	-25.81 ^{***} (0.000)	-26.73 ^{***} (0.000)	-21.65 ^{***} (0.000)	-27.71 ^{***} (0.000)	-87.82 ^{***} (0.000)
<i>_cons</i>	637.3 ^{***} (0.000)	621.4 ^{***} (0.000)	640.1 ^{***} (0.000)	475.6 ^{***} (0.000)	643.0 ^{***} (0.000)	666.8 ^{***} (0.000)	642.5 ^{***} (0.000)
adj. R^2	0.707 (0.000)	0.716 (0.000)	0.707 (0.000)	0.934	0.876	0.886	0.706 (0.000)
Sig.	2128	2076	2128	124	210	277	1345
<i>N</i>	17	17	17	5	6	7	17
<i>Pays</i>	17	17	17	6	6	6	17
<i>Années</i>	17	17	17	68	102	116	334
<i>Firmes</i>	347	323	347				

Tableau 3.15 : Effet de la propriété des fonds souverains sur le Rating

Le tableau présente les résultats des modèles Probit ordonnés (ajustés pour le regroupement des firmes) qui mesurent l'effet de la propriété des fonds souverains sur la notation financière. La variable dépendante est le *Rating* qui représente la notation de crédit de S&P. Les variables explicatives principales sont *FS*, qui mesure la présence d'un fonds souverain dans la propriété des firmes, et *PrAquiFS*, qui représente le pourcentage d'acquisition totale d'un fonds souverain dans la firme cible après la transaction. La description des variables est présentée dans le tableau 3.2, et les détails de transformation de la variable *Rating* sont présentés dans l'annexe B ***, ** et * réfèrent aux seuils de signification (respectivement, 1 %, 5 % et 10 %).

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>FS</i>	-0.544*** (0.000)			
<i>PrAquiFS</i>		-0.106*** (0.001)	-0.132*** (0.002)	-0.111*** (0.001)
<i>Crise</i>			-1.092*** (0.000)	
<i>PrAquiFS*Crise</i>			0.0512 (0.312)	
<i>Bank_Crises</i>				-0.719 (0.132)
<i>PrAquiFS*Bank_Crises</i>				0.653** (0.035)
<i>Taille</i>	1.501*** (0.000)	1.277*** (0.000)	1.276*** (0.000)	1.274*** (0.000)
<i>ROA</i>	0.409*** (0.000)	0.481*** (0.000)	0.483*** (0.000)	0.480*** (0.000)
<i>Leverage</i>	-0.479*** (0.000)	-0.298*** (0.000)	-0.298*** (0.000)	-0.299*** (0.000)
<i>Risk</i>	-0.162*** (0.000)	-0.0494 (0.207)	-0.0490 (0.110)	-0.0505* (0.100)
<i>TailleEmi</i>	0.0793*** (0.001)	0.141*** (0.000)	0.141*** (0.001)	0.142*** (0.001)
<i>Maturity</i>	-0.0878*** (0.009)	-0.0970*** (0.001)	-0.0969*** (0.002)	-0.0977*** (0.002)
<i>call</i>	0.00932 (0.794)	0.0808** (0.015)	0.0814** (0.015)	0.0840** (0.012)
<i>Sub</i>	-0.00466 (0.926)	-0.173*** (0.001)	-0.171*** (0.000)	-0.177*** (0.000)
<i>Inflation</i>	-0.212*** (0.000)	-0.275*** (0.000)	-0.283*** (0.000)	-0.273*** (0.000)
<i>TailleMObi</i>	0.113** (0.014)	0.296*** (0.000)	0.297*** (0.000)	0.305*** (0.000)
<i>GDPperCap</i>	0.0242 (0.712)	0.0998** (0.038)	0.105** (0.033)	0.106** (0.031)
<i>DroitCred</i>	0.00602 (0.913)	0.105*** (0.001)	0.106*** (0.000)	0.103*** (0.001)
<i>CrPublRegis</i>	0.447 (0.279)	0.0554 (0.383)	0.0581 (0.322)	0.0585 (0.318)
<i>Effbank</i>	0.0373 (0.765)	0.167** (0.017)	0.166** (0.010)	0.169*** (0.009)
<i>Corruption</i>	-0.0117 (0.893)	0.138* (0.085)	0.130* (0.063)	0.136* (0.050)
<i>Civil</i>	0.0125 (0.945)	0.192* (0.052)	0.191* (0.050)	0.193** (0.047)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DispCredit</i>	-0.0782 (0.201)	-0.115* (0.069)	-0.117** (0.028)	-0.104* (0.050)
<i>Boys Dummies</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>Années Dummies</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
<i>SIC Dummies</i>	Oui	Oui	Oui	Oui
Pseudo R2 (%)	24.28 (0.000)	24.10 (0.000)	24.11 (0.000)	24.18 (0.000)
Sig.				
N	1212	1588	1588	1588

ANNEXE A

PRÉVISIONS SELON LES HYPOTHÈSES COMPÉTITIVES

Annexe A : Prévisions selon les hypothèses compétitives

Ce tableau présente nos hypothèses concurrentes ainsi que les prévisions de leurs implications. Pour les deux variables représentant la propriété des fonds souverains (*FS* et *PrAquiFS*), nous indiquons si l'hypothèse prévoit une relation négative ou positive entre ces variables avec le coût de la dette obligataire. Pour le reste des variables, nous signalons si l'hypothèse prévoit une augmentation ou une réduction de l'ampleur de l'effet de la propriété des fonds souverains sur le coût de la dette obligataire (ceci représente les résultats d'estimation des interactions entre ces variables et la propriété des fonds souverains).

Pour la variable *Crise* et ses interactions, nous indiquons si l'hypothèse prévoit une augmentation ou une réduction de l'effet défavorable de l'interférence politique des fonds souverains durant la période de crise.

(+) : relation positive

(-) : relation négative

(0) : relation neutre

(+)(+) : augmentation de l'ampleur de l'effet défavorable des fonds souverains

(-)(-) : réduction de l'ampleur de l'effet défavorable des fonds souverains

(+)(-) : augmentation ou une réduction de de l'ampleur de l'effet défavorable des fonds souverains

Prévu : valeur prévue de la relation

Réel : valeur réelle trouvée

NS : non significatif

Variables	Hypothèses									
	Surveillance		Garantie		Stabilité		Expropriation et		Passivité	
	Prévu	Réel	Prévu	Réel	Prévu	Réel	Prévu	Réel	Prévu	Réel
Présence (FS)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)
Taille de prise de participation (<i>PrAquiFS</i>)							(+)	(+)	(+)	(+)
Concentration de l'actionariat (<i>PrAquiFS*Block5</i>)							(+)	(+)		
Investissement local (<i>PrAquiFS*Domesique</i>)							(+)	(+)		
Investissements via véhicules (<i>PrAquiFS*Vehicule</i>)							(+)	(+)		
Investissements dans des secteurs stratégiques (<i>PrAquiFS*Ind_Strat</i>)							(+)	(+)		
Présence d'autres institutions (<i>PrAquiFS*Inv_Ins</i>)							(-)	(-)		
<i>PrAquiFS*MPF</i>							(-)	(-)		
<i>PrAquiFS*Managers</i>							(-)	(-)		
<i>PrAquiFS*FIN</i>							(-)	(-)		
<i>PrAquiFS*Fam_Indi</i>							(-)	(-)		
Niveau de passivité des fonds souverains (<i>PrAquiFS*Orient_Passive</i>)							(-)	(-)		
Transparence des fonds souverains (<i>PrAquiFS*Transparence</i> et <i>PrAquiFS*Truman_2012</i>)							(-)	(-)		
Gouvernance des fonds souverains (<i>PrAquiFS*Gouvernance</i> et <i>PrAquiFS*Santiago_Index</i>)							(-)	(-)		
Fonds de la Norvège (<i>PrAquiFS*Norway</i>)							(-)	(-)		
Interférence politique (<i>PrAquiFS*Indice_Poli</i>)							(+)	(+)		
Niveau d'interférence gouvernementale (<i>PrAquiFS*Govv_Interf</i>)							(+)	(+)		
Les objectifs sont stratégiques (<i>PrAquiFS*Strategic</i>)							(+)	(+)		
Démocratie des pays des fonds souverains (<i>PrAquiFS*Autoritaire</i>)							(+)	(+)		
Relations commerciales entre pays hôte et pays acquéreur (<i>PrAquiFS*Relation</i>)							(+)	(+)		
Similitude culturelle (<i>PrAquiFS*Simi_cult</i>)							(-)	(-)		
Crise financière (<i>PrAquiFS*Crise</i> et <i>PrAquiFS*Bank_Crises</i>)	0	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	0	(-)	0	(-)
Investissements locaux durant la crise (<i>PrAquiFS*Domesique*Bank_Crises</i>)			(-)	(-)		(-)				
Investissements dans des secteurs stratégiques durant la crise (<i>PrAquiFS*Ind_Strat*Bank_Crises</i>)			(-)	(-)		(-)				
Investissements locaux dans des secteurs stratégiques durant la crise (<i>PrAquiFS*Domesique*Ind_Strat*Bank_Crises</i>)			(-)	(-)		(-)				
Investissements locaux dans des secteurs stratégiques			(-)	(-)		(-)				

ANNEXE B

TRANSFORMATION DE LA NOTATION DE S&P

Annexe B : Transformation de la notation de S&P

Notation de S&P	Conversion
D	1
C	2
CC	3
CCC-	4
CCC	5
CCC+	6
B-	7
B-	8
B+	9
BB-	10
BB-	11
BB+	12
BBB-	13
BBB-	14
BBB+	15
A-	16
A-	17
A+	18
AA-	19
AA-	20
AA+	21
AAA	22

ANNEXE C

TESTS D'ENDOGENÉITÉ

Annexe C : Tests d'endogénéité

estat endog

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) chi2(1)	=	26.1187	(p=0.0000)
Wu-Hausman F(1,2046)	=	25.7304	(p=0.0000)

estat firststage

First-stage regression summary statistics

Variable	R-sq.	Adjusted R-sq.	Partial R-sq.	F(9,2039)	Prob > F
PrAquiFS	0.7640	0.7567	0.5114	237.124	0.0000

ANNEXE D

RÉSULTAT DE LA RÉGRESSION DU PREMIER DEGRÉ

Annexe : Résultat de la régression du premier degré

Taille	1.098***
Roa	(0.000)
	-0.0751
Leverage	(0.108)
	2.900***
	(0.000)
Risk	-0.0546***
	(0.000)
GDPperCap	0.215
	(0.262)
Civil	1.751***
	(0.004)
Simi_cult	-0.0457
	(0.780)
Relation_Com	-2.076***
	(0.000)
Crise	-0.0195
	(0.824)
Inst_Poli	1.881***
	(0.000)
DEV	-1.332
	(0.781)
Actif_FS	0.00141***
	(0.008)
Expro_Risk	-0.577
	(0.750)
Inv_Incentive	-0.426
	(0.599)
Finance	1.237***
	(0.000)
TotlNatu_Res	-0.115***
	(0.000)
_cons	-11.82
	(0.346)
adj. R ²	0.625
F	25.65
N	2103

ANNEXE E

TAILLE DES ÉCHANTILLONS DES ÉTUDES AU SUJET DES FONDS SOUVERAINS

Annexe E : Taille des échantillons des études au sujet des fonds souverains

Auteurs	Date de l'étude	Taille de l'échantillon	Durée de l'étude
Bertoni et Lugo	2014	391 annonces d'investissement des fonds souverains dans 198 firmes.	Entre 2003 et 2010
Meggison, You et Han	2013	1 590 investissements des fonds souverains dans des firmes publiques.	Entre 1985 et 2011
Johan, Knill et Mauck	2013	424 transactions d'acquisition par les fonds souverains des sociétés publiques et privées.	Entre 1991 et 2010
Bortolotti, Fotak, Megginson et Miracky	2009	802 investissements des fonds souverains dans 355 firmes publiques.	Entre 1985 et 2009
Chhaochharia et Laeven	2010	10282 placements en actions par des fonds souverains.	Jusqu'à la fin de 2007
Kotter et LeI	2011	417 événements d'investissement dans 326 entreprises.	Entre 1988 et 2009
Dewenter, Han et Malatesta	2010	227 événements d'investissement.	Entre 1997 et 2008
Carlone et Miceli	2014	1903 acquisitions.	Entre 1995 et 2010
Fernandes	2014	42110 transactions dans 8000 firmes.	Entre 2002 et 2007
Murtiau et Scalera	2016	716 investissements.	Entre 1997 et 2013
Bortolotti, Fotak et Megginson	2015b	1018 investissements des fonds souverains dans des firmes publiques	Entre 1980 et 2012

RÉFÉRENCES

- Adams, J. C., & Mansi, S. A. (2009). CEO Turnover and Bondholder Wealth. *Journal of Banking & Finance*, 33(3), 522-533.
- Agardi, D., & Alcouffe, A. (2008). *Fonds souverains et gouvernement d'entreprise : un état des lieux*: LIRHE.
- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). Why do Managers Diversify their Firms? Agency Reconsidered. *The Journal of Finance*, 58(1), 71-118.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. (1990). Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(02), 143-161.
- Aizenman, J., & Glick, R. (2009). Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance. *International Finance*, 12(3), 351-386.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.
- Alhashel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A Literature Review. *Journal of Economics and Business*, 78(C), 1-13.
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does Good Governance Matter to Debtholders? Evidence From the Credit Ratings of Japanese Firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2006). Managerial Ownership and Behavior : The Impact on Corporate Creditors. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.602.6356&rep=rep1&type=pdf>
- Andrade, S. C., Bernile, G., & Hood Iii, F. M. (2014). SOX, Corporate Transparency, and the Cost of Debt. *Journal of Banking & Finance*, 38, 145-165.
- Anginer, D., Mansi, S., Warburton, A.J., Yıldızhan, C. (2016). Firm Reputation and the Cost of Debt Capital Deniz. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024181.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Avendaño, R., & Santiso, J. (2011). Are Sovereign Wealth Funds Politically Biased? A Comparison with other Institutional Investors. In Boubakri, N. & Cosset, J.C. (Eds), *Institutional Investors in Global Capital Markets* (pp. 313 - 353): Emerald Group Publishing Limited.
- Backer, L. C. (2009). Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment. *Georgetown Journal of International Law*, 41(2).
- Bae, K.-H., & Goyal, V. K. (2009). Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. *The Journal of Finance*, 64(2), 823-860.
- Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2011). IFSWF Report on Compliance With the Santiago Principles: Admirable But Flawed Transparency. *Peterson Institute for International Economics*, PB 11-14.
- Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013). Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard. *Peterson Institute for International Economics*, 13-19.

- Baiden, J. E. (2011). Sovereign Wealth Funds-Impact, Concerns and Laws. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1873263
- Balding, C. (2008). A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141531
- Balding, C. (2009). Framing Sovereign Wealth Funds: What We Know and Need to Know. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335556
- Balding, C. (2011). Portfolio Allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1805297
- Balding, C. (2012). Innovations in Sovereign Wealth Funds for National Development. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2121005
- Balin, B. J. (2009). Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477725&rec=1&srcabs=1397713&alg=1&pos=7
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private Benefits From Control of Public Corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 371-395.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1991). Negotiated Block Trades and Corporate Control. *Journal of Finance*, 46(3), 861-878.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1992). The Law and Large-Block Trades. *The Journal of Law and Economics*, 35(2), 265-294.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Beck, R., & Fidora, M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. *Intereconomics*, 43(6), 349-358.

- Ben-nasr, H., Boubakri, N., & Cosset, J.-C. (2012). The Political Determinants of the Cost of Equity: Evidence from Newly Privatized Firms. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 605–646.
- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* (MacMillan ed.): MacMillan.
- Bertoni, F., & Lugo, S. (2014). The Effect of Sovereign Wealth Funds on the Credit Risk of their Portfolio Companies. *Journal of Corporate Finance*, 27, 21-35.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(2).
- Bessembinder, H., & Maxwell, W. (2008). Markets: Transparency and the Corporate Bond Market. *The Journal of Economic Perspectives*, 22(2), 217-234.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455–475.
- Billett, M. T., Hribar, P., & Liu, Y. (2015). Shareholder-Manager Alignment and the Cost of Debt. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=958991
- Bismuth, R. (2010). Les Fonds souverains face au droit international. Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires. *Annuaire français de droit international* 56(1), 567-606.
- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012). Political Connection and Cost of Debt: Some Malaysian Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- Blundell-Wignall, A., Hu, Y.-W., & Yermo, J. (2008). Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1217270
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015). Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.

- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2917-2934.
- Borisova, G., & Megginson, W. L. (2011). Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization. *The Review of Financial Studies*, 24(8), 2693-2737.
- Bortolotti, B. (2012). *Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012*. Sovereign Investment Lab.
- Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. (2015a). The Rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, Organization, and Governance *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development* (pp. 295-318): Palgrave Macmillan US.
- Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. (2015b). The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments. *The Review of Financial Studies*, 28(11), 2993-3035.
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. L., & Miracky, W. (2009). Sovereign Wealth Fund Patterns and Performance. Retrieved from <http://www.feem.it/userfiles/attach/Publication/NDL2009/NDL2009-022.pdf>
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. L., & Miracky, W. (2010). Quiet Leviathans: Sovereign Wealth Fund Investment, Passivity, and The Value of The Firm. Retrieved from http://www.baffi.unibocconi.it/wps/allegatiCTP/SWF-paper-RFS-Final-oct25_2010.pdf
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Samir, N. (2011). Sovereign Wealth Fund Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds. . In N. Boubakri & J.-C. Cosset (Eds.), *Institutional Investors in Global Capital Markets* (pp.355 - 389): Emerald Group Publishing Limited.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Samet, A. (2015). The Effects of Analyst Forecast Properties and Country-Level Institutions on the Cost of Debt. *The Journal of Financial Research*, XXXVIII(4), 461–493.

- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/Ownership Structure, Creditor Rights Protection, and the Cost of Debt Financing: International Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481-2499.
- Bradley, M., & Chen, D. (2015). Does Board Independence Reduce the Cost of Debt? *Financial Management*, 44(1), 15-47.
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2).
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Brown, C. O., & Dinç, S. (2011). Too Many to Fail? Evidence of Regulatory Forbearance When the Banking Sector Is Weak. *The Review of Financial Studies*, 24(4), 1378-1405.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423
- Bu, Q. (2012). China's Sovereign Wealth Funds: Problem or Panacea? *Journal of World Investment & Trade*, 11(5), 849-877.
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Byrd, F., Hambly, D., & Watson, M. (2007). Short-Term Shareholder Activists Degrade Creditworthiness of Rated Companies. Retrieved from <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2006600000441326.pdf>
- Cai, J., Garner, J. L., & Walkling, R. A. (2009). Electing Directors. *The Journal of Finance*, 64(5), 2389-2421.

- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Revue du financier*, 127, 6-17.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which Institutions Matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.
- Chhaochharia, V., & Laeven, L. (2010). The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262383
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.-B. (2002). Institutional Monitoring And Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29-48.
- Ciarlone, A., & Miceli, V. (2014). Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors? Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2550736
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., P.H., & Larry, H. P. L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Clifford, C. P. (2008). Value Creation or Destruction? Hedge Funds As Shareholder Activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.
- Cohen, B. J. (2009). Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff. *International Affairs (Royal Institute of International Affairs 1944-)*, 85(4), 713-731.
- Cornett, M. M., Marcus, A., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The Impact Of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794.
- Cremers, K.J.M., Nair, B.V., WEI, C. (2007). Governance Mechanisms and Bond Prices. *The Review of Financial Studies*, 20 (5), 1, Pages 1359–1388.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.

- David, P., Kochhar, R., & Levitas, E. (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *Academy of Management*, 41(2), 200-208.
- Davis, E. P. (2002). Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance Of The Corporate Sector. *Economic Systems*, 26(3), 203-229.
- De Meester, B. (2008). International Legal Aspects of Sovereign Wealth Funds: Reconciling International Economic Law and the Law of State Immunities with a New Role of the State. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1308542
- DeAngelo, H., & Rice, E. M. (1983). Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 329-359.
- Dedu, V., & Nițescu, D. C. (2014). Sovereign Wealth Funds, Catalyzers for Global Financial Markets. *Theoretical and Applied Economics XXI*(2), 7-18.
- Del Guercio, D., Seery, L., & Woidtke, T. (2008). Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists “Just Vote No”? *Journal of Financial Economics*, 90(1), 84-103.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Dewenter, K. L., Han, X., & Malatesta, P. H. (2010). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.
- Dharwadkar, R., Goranova, M., Brandes, P., & Khan, R. (2008). Institutional Ownership and Monitoring Effectiveness: It's Not Just How Much but What Else You Own. *Organization Science*, 19(3), 419-440.
- Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2008). Debt Enforcement around the World. *Journal of Political Economy*, 116(6), 1105-1149.
- Djankov, S., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 299-329.

- Duggal, R., & Millar, J. A. (1999). Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 103-117.
- Duperron, A. (2016). Un Pays De 5 Millions D'habitants Détient 2 % De Toutes Les Actions Européennes. Retrieved from <https://fr.express.live/2016/09/23/puissance-fonds-investissement-souverain-norvege-pension-fund-global/>
- Duru, A., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2005). Earnings-Based Bonus Plans and the Agency Costs Of Debt. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 431-447.
- Dyck, A., & Morse, A. (2011). Sovereign Wealth Fund Portfolios. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1792850
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Eckel, C. C., & Vermaelen, T. (1986). Internal Regulation: The Effects of Government Ownership on the Value of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 29(2), 381-403.
- Edmans, A. (2009). Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *The Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.
- Elyasiani, E., Jia, J., & Mao, C. X. (2010). Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt. *Journal of Financial Markets*, 13(4), 475-500.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board Compensation Practices and Agency Costs of Debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-531.
- Faccio, M., & Lasfer, M. (1999). Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=179008
- Fama, E. F., & Miller, M. H. (1972). *The Theory of Finance*: Dryden Press.

- Fernandes, N. (2011). Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341692
- Fernandes, N. (2014). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76–84.
- Fernandez, D. G., & Eschweiler, B. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer* Retrieved from ftp://139.82.198.57/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around The World. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Fisher, L. (1959). Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *Journal of Political Economy*, 67(3), 217-237.
- FMI. (2008). *Fonds souverains : le FMI intensifie ses travaux*. Retrieved from www.imf.org.
- Fotak, V., Bortolotti, B., & Megginson, W. (2008). The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.566.4947&rep=rep1&type=pdf>
- Fung, W. K. H., & Rudd, A. (1986). Pricing New Corporate Bond Issues: An Analysis of Issue Cost and Seasoning Effects. *The Journal of Finance*, 41(3), 633-643.
- Gantchev, N. (2013). The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631.
- Gaspar, J.-M., Massa, M., & Matos, P. (2005). Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 135-165.
- Ghahramani, S. (2013). Sovereign Wealth Funds and Shareholder Activism: Applying the Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications. *Corporate Governance*, 13(1), 58 - 69.

- Ghouma, H. (2017). How Does Managerial Opportunism Affect the Cost of Debt Financing? *Research in International Business and Finance*, 39, Part A, 13-29.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=439500
- Gilson, R. J., & Milhaupt, C. J. (2007). Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance : A Minimalist Response to the New Merchantilism. Retrieved from HeinOnline website: http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/stflr60&div=45&g_sent=1&collection=journals
- Gomes, T. (2008). *The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability*. Retrieved from <https://www.econstor.eu/handle/10419/66965>
- Greene, E. F., & Yeager, B. A. (2008). Sovereign Wealth Funds—A Measured Assessment. *Capital Markets Law Journal*, 3(3), 247-274.
- Greenwood, R., & Schor, M. (2009). Investor Activism and Takeovers. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 362-375. doi:<http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.005>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Guercio, D. D., & Hawkins, J. (1999). The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.
- Guha, K. (2007). Warning Over Sovereign Wealth Funds. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/7963f2f2-2021-11dc-9eb1-000b5df10621>
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional Investors, Shareholder Activism, and Earnings Management. *Journal of Business Research*, 64(12), 1352-1360.
- Haghighi, A. H. (2015). Sovereign Wealth Funds Efficiency in Iran (Economic Law Solution). Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2592877

- Hammer, C., Kunzel, P., & Petrova, I. K. (2008). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316722
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351–2374.
- Helleiner, E. (2009). The Geopolitics of Sovereign Wealth Funds : An Introduction. *Geopolitics*, 14(2).
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Hope, O.-K., Kang, T., Thomas, W. B., & Yoo, Y. K. (2009). Impact of Excess Auditor Remuneration on the Cost of Equity Capital around the World. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(2).
- Horrigan, J. O. (1966). The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, 4, 44-62.
- Huang, H. H., Huang, H.-Y., & Oxman, J. J. (2015). Stock Liquidity and Corporate Bond Yield Spreads: Theory and Evidence. *The Journal of Financial Research*, 38(1), 59–91.
- In, F., Park, R. J., Ji, P. I., & Lee, B. S. (2013). Do Sovereign Wealth Funds Stabilize Stock Markets? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*.
- IWG. (2008). *Sovereign Wealth Fund: Generally Accepted Principles and Practices « Santiago Principles»*. Retrieved from http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf.
- Jaffee, D. M. (1975). Cyclical Variations in the Risk Structure of Interest Rates. *Journal of Monetary Economics*, 1(3), 309-325.

- Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. (1987). Shark Repellents and Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 19(1), 127-168.
- Jen, S., & Andreopoulos, S. (2008). *SWFs: Growth Tempered—US\$10 Trillion by 2015*. Morgan Stanley Research.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., Kim, J.-C., & Liu, Y. (2013). Exploring the Agency Cost of Debt: Evidence from the ISS Governance Standards. *Journal of Financial Services Research*, 44(2), 205-227.
- Johan, S. A., Knill, A., & Mauck, N. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment In Private Equity Vs Public Equity. *Journal of International Business Studies*, 44(2).
- John, R. M. H., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 47(2), 733-752.
- Johnson, R. A., & Greening, D. W. The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance. *Academy of Management*, 42(5), 564-576.
- Johnson, S. (2015). Sovereign Wealth Funds Start to Leak Oil. *Financial Times*.

- Jun, Q., & Strahan, P. E. (2007). How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans. *The Journal of Finance*, 62(6), 2803-2834.
- Kahn, C., & Winton, A. (1998). Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. *The Journal of Finance*, 53(1), 99-129.
- Kambayashi, S. (2007). The World's Most Expensive Club. *The Economist*.
- Kaplan, R. S., & Urwitz, G. (1979). Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. *The Journal of Business*, 52(2), 231-261.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (1994). Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 36(2), 225-258.
- Karjalainen, J. (2011). Audit Quality and Cost of Debt Capital for Private Firms: Evidence from Finland. *International Journal Of Auditing*, 15(1), 88-108.
- Karolyi, G. A., & Liao, R. C. (2010). What is Different About Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions? Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1597125
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 365-395.
- Keller, A. D. (2008). Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition? *Georgetown Journal of Law & Public Policy*, 7(1).
- Kern, S. (2007). *Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise*. Retrieved from http://leblog-boursier.typepad.com/leblogboursier/files/fonds_dinvestissement_detat.pdf.
- Khorana, A., Servaes, H., & Tufano, P. (2005). Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around The World. *Journal of Financial Economics*, 78(1), 145-185.
- Kimmitt, R. M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. *Foreign Affairs*, 87(1), 119-130.

- Kirshner, J. (2009). Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark. *Geopolitics*, 14(2), 305-316
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does Corporate Governance Matter to Bondholders? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693-719.
- Knill, A., Lee, B.-S., & Mauck, N. (2012b). Bilateral Political Relations and Sovereign Wealth Fund Investment. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 108-123.
- Knill, A. M., Lee, B. S., & Mauck, N. (2012a). Sovereign Wealth Fund Investment and the Return-to-risk Performance of Target firms. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 315-340.
- Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or Foes ? Targets Election Decisions of Sovereign Wealth Funds and their Consequences. *Journal of Financial Economics*, 101, 360-381.
- Kratsas, G., & Truby, J. (2015). Regulating Sovereign Wealth Funds to Avoid Investment Protectionism. *Journal of Financial Regulation*, 95, 1-40.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225-270.
- Lecocq, A., Ammi, M., & Bellarbre, É. (2014). Le score de propension : un guide méthodologique pour les recherches expérimentales et quasi expérimentales en éducation. *Mesure et Évaluation En Éducation*, 37(2), 1-132.
- Lee, D. W., & Park, K. S. (2009). Does Institutional Activism Increase Shareholder Wealth? Evidence From Spillovers On Non-Target Companies. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 488-504.
- Lee, Y.-J. (2008). The Effects of Employee Stock Options on Credit Ratings. *The Accounting Review*, 83(5), 1273-1314.
- Liao, Y.-P., Li, K.-F., & Hung, S. (2016). Does the Conflict of Interest Matter for Credit Ratings? The Impact of the Client's Economic Importance and the Cra Tenure. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-21.

- Li, Y. & Xu, J. (2010). Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting. Retrived from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1573217.
- Liu, P., & Thakor, A. V. (1984). Interest Yields, Credit Ratings, and Economic Characteristics of State Bonds: An Empirical Analysis: Note. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(3), 344-351.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2004). Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 755-793.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. (2011). Analyst Forecast Characteristics and the Cost of Debt. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 116-142.
- Markheim, D. (2008). *Sovereign Wealth Funds: New Voluntary Principles a Step in the Right Direction*. Retrieved from <http://www.heritage.org/trade/report/sovereign-wealth-funds-new-voluntary-principles-step-theright-direction>
- Mattoo, A., & Subramanian, A. (2008). Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086476
- Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple Large Shareholders and Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Meggison, W. (2013). *Privatization Trends and Major Deals in 2012 and 2013*. Retrieved from <http://www.privatizationbarometer.net/>
- Meggison, W. L., Bortolotti, B., Fotak, V., & Miracky, W. (2009). *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*. Retrieved from <http://EconPapers.repec.org/RePEc:fem:femwpa:2009.22>

- Meggison, W. L., & Fotak, V. (2015). Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research. *Journal Of Economic Surveys*, 29(4), 733–778.
- Meggison, W. L., You, M., & Han, L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments. *The Financial Review*, 48(4), 539–572.
- Mietzner, M., Schiereck, D., & Schweizer, D. (2015). The Role of Sovereign Wealth Funds as Activist or Passive Fund Managers. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2653371.
- Moerman, R. W. (2009). The Impact of Information Asymmetry on Debt Pricing and Maturity. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1152863
- Monk, A. (2009). Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance. *New Political Economy*, 14(4), 451–468.
- Randall, M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 293–315.
- Moshirian, F. (2008). Sovereign Wealth Funds And Sub-Prime Credit Problems. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1275226
- Murphy, K. J. (1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 11–42.
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial Performance Surrounding CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 273–315.
- Murtinu, S., & Scalera, V. G. (2016). Sovereign Wealth Funds' Internationalization Strategies: The Use of Investment Vehicles. *Journal of International Management*, 22(3), 249–264.
- Nilsen, H. R. (2010). Overlapping Consensus Versus Discourse in Climate Change Policy: The Case of Norway's Sovereign Wealth Fund. *Environmental Science & Policy*, 13(2), 123–130.

- O'Brien, R. M. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673-690.
- Parrino, R., Sias, R. W., & Starks, L. T. (2003). Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 3-46.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., et Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Prevost, A. K., & Rao, R. P. (2000). Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds. *The Journal of Business*, 73(2), 177-204.
- Puel, J.M. (2009). Les fonds souverains : Instruments financiers ou armes politiques ? (Editions Autrement) : ISBN-10: 2746712318
- Qi, Y., Roth, L., & Wald, J. K. (2010). Political Rights and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 202-226.
- Qing, K. G., & Al Sayegh, H. (2016). Exclusive: Saudi Arabia Plans New Sovereign Wealth Fund - Sources. Retrieved from Reuters website: <http://www.reuters.com/article/us-saudi-fund-oil-idUSKCN0US2UE20160114>
- Qiu, J., & Yu, F. (2009). The Market for Corporate Control and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 505-524.
- Reeb, D. M., Mansi, S. A., & Allee, J. M. (2001). Firm Internationalization and the Cost of Debt Financing: Evidence from Non-Provisional Publicly Traded Debt. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(3), 395-414.
- Reisen, H. (2008). *How to Spend It: Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds*. Retrieved from http://www.oecd-ilibrary.org/development/how-to-spend-it-commodity-and-non-commodity-sovereign-wealth-funds_228474683637

- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). The Role of Shareholder Proposals In Corporate Governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167-188.
- Reuer, J. J., & Ragozzino, R. (2006). Agency Hazards and Alliance Portfolios. *Strategic Management Journal*, 27(1), 27-43.
- Roberts, G., & Yuan, L. (2010). Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing? *Journal of Economics and Business*, 62(6), 604-626.
- Rose, P. (2008). Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors? *Yale Law Journal*, 118, 104-108.
- Rose, P. (2014). *Sovereign Shareholder Activism: How SWFs Can Engage in Corporate Governance*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2461227
- Rozanov, A. (2005). Who Holds the Wealth of Nations? *Central Banking Quarterly Journal*, 15(4).
- Saker, S., Aldamen, H., Abouelhemdiat, S., & Abu Hassira, E. (2015). Information Risk and Cost of Debt in Emerging Markets : Evidence from Qatar. *Asian Journal of Business and Accounting*, 8(1).
- Sauvant, K. P., Sachs, L. E., & Schmit Jongbloed, W. P. F. (2012). *Sovereign Investment: Concerns and Policy Reactions*: Oxford University Press.
- Schimbor, R. (2009). *The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on Listed United States Companies*. Retrived from https://www.econ.berkeley.edu/sites/default/files/richard_schimbor_thesis.pdf.
- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Slawotsky, J. (2015). Incipient Activism of Sovereign Wealth Funds and the Need to update United States securities laws. *International Review Of Law*.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Sojli, E., & Tham, W. W. (2011). The Impact of Foreign Government Investments: Sovereign Wealth Fund Investments in the United States. In N. Boubakri & J.-C. Cosset (Eds.), *Institutional Investors in Global Capital Markets* (pp. 207 - 243): Emerald Group Publishing Limited.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2017). <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>.
- Strickland, D., Wiles, K. W., & Zenner, M. (1996). A Requiem for the USA is Small Shareholder Monitoring Effective? *Journal of Financial Economics*, 40(2), 319-338.
- Summers, L. (2007). Funds That Shake Capitalist Logic. *Financial Times*.
- Sun, X., Li, J., Wang, Y., & Clark, W. W. (2014). China's Sovereign Wealth Fund Investments In Overseas Energy: The Energy Security Perspective. *Energy Policy*, 65, 654-661.
- Sun, T. & Hesse., H. (2009). Sovereign Wealth Funds and Financial Stability—An Event Study Analysis. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Wealth-Funds-and-Financial-Stability-An-Event-Study-Analysis-23370>.
- Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2007). Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction. *Journal of Corporate Finance*, 13(2–3), 368-391.

- Truman, E. M. (2007a). *What Should the Fund's Role Be Now?* : Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2007b). *Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability*. Retrieved from <http://www.afi.es/EO/Sovereign%20Funds%20Peterson%2007.pdf>
- Truman, E. M. (2007c). The Management of China's International Reserves : China and a SWF Scoreboard. In P. I. f. I. Economics (Ed.), *Debating China's Exchange Rate Policy*.
- Truman, E. M. (2007d). Sovereign Wealth Fund Acquisitions and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications Retrieved from <https://piie.com/publications/papers/truman1107.pdf>
- Truman, E. M. (2008a). A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices. *Revue d'économie financière (English ed.)*, 9(1), 429-451.
- Truman, E. M. (2008b). The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests. Retrieved from <https://piie.com/commentary/testimonies/rise-sovereign-wealth-funds-impacts-us-foreign-policy-and-economic-interests>
- Truman, E. M. (2008c). Do Sovereign Wealth Funds Pose a Risk to the United States? Retrieved from <https://piie.com/commentary/speeches-papers/do-sovereign-wealth-funds-pose-risk-united-states>
- Truman, E. M. (2010). *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* : Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2011). Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different? Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1898787
- Truman, E. M., & Wong, A. (2006). The Case for an International Reserve Diversification Standard. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902034

- Valta, P. (2012). Competition and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661-682.
- Wahal, S. (1996). Pension Fund Activism and Firm Performance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), 1-23.
- Weinstein, M. (1981). The Systematic Risk of Corporate Bonds. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(3), 257-278.
- Weinstein, M. I. (1977). The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 329-350.
- West, R. R. (1970). An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Ratings. *Journal of Accounting Research*, 8(1), 118-125.
- Woidtke, T. (2002). Agents Watching Agents?: Evidence From Pension Fund Ownership and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 63(1), 99-131.
- Woods, J. D. (1996). *The Effects of Pension Fund Activism On Corporate Performance : Evidence From Shareholder Proposal*. (Ph.D), Texas A&M University.
- Xu, J., & Li, Y. (2010). Hedge Fund Activism and Bank Loan Contracting. Retrieved from SSRN website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1573217
- Yu, F. (2005). Accounting Transparency and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 53-84.
- Ziemba, R. (2008). *So How Large Are Sovereign Wealth Funds?* : Roubini Global Economics Monitor.