



L'INTERNATIONALISATION EST-ELLE CREATRICE DE VALEUR ?

Isabelle MARTINEZ

Maître de Conférences

ESUG Université Toulouse 1

2, rue Albert Lautman

31000 Toulouse

E-mail : isabelle.martinez@univ-tlse1.fr

Résumé

La diversification géographique est elle source de valeur pour la firme ? Cette étude se place dans le cadre de la théorie de l'internalisation selon lequel une entreprise, qui possède des actifs intangibles spécifiques, peut tirer avantages de sa multinationalisation par le biais des transactions qu'elle réalise en interne, entre la société mère et ses filiales étrangères. Les résultats empiriques montrent que l'influence positive, que peut avoir l'internationalisation sur la valeur de la société, est fonction du degré d'implantation à l'étranger de la firme.

Mots clefs. – multinationales - création de valeur - diversification géographique.

Abstract

This paper examines the role of multinationality to explain the value of a multinational firm. According to the internalization theory, foreign direct investment will lead to a higher value if the firm possesses specific intangible assets. The results indicate a positive relation between the degree of internationalization and the value of multinational firms.

Keywords. - multinational firms - value creation - geographic diversification.

L'internationalisation est l'une des stratégies d'entreprise qui s'est le plus développée dans la seconde moitié du XX^e siècle. L'émergence des grandes multinationales en est une manifestation évidente.

L'internationalisation revêt de multiples formes (Desreumaux, 1999). Une première typologie, dite classique, consiste à classer les opérations d'internationalisation en deux catégories : soit il s'agit de développer une activité internationale tout en maintenant les outils de production sur le marché domestique d'origine, soit au contraire la production est délocalisée hors du territoire national. Une seconde typologie distingue l'internationalisation de la multinationalisation. L'internationalisation correspond ainsi au processus par lequel une entreprise réalise à l'étranger une part importante de son chiffre d'affaires, sans réaliser d'investissement international direct (Huault, 1998). A l'inverse, la multinationalisation se réalise par le biais d'investissements directs à l'étranger. L'investissement international est défini comme l'emploi de ressources financières, fait en dehors du pays d'origine, dans un but de contrôle (Jacquemot, 1990). Selon l'OCDE, il est effectué en vue d'établir des liens économiques durables avec une entreprise localisée hors du territoire national. Deux types d'investissement se distinguent : l'investissement de premier rang qui correspond à la première implantation à l'étranger par création d'une nouvelle entité (filiale, succursale, ...) ou par acquisition d'une entreprise existante et l'investissement de second rang qui vise à étendre l'implantation internationale. Sur le plan stratégique, plusieurs arguments peuvent justifier les investissements directs à l'étranger, par exemple les imperfections des marchés des produits et des facteurs de production, la réduction des coûts de distribution et de transport ou encore la conquête de nouveaux marchés. Sur le plan financier, l'investissement à l'étranger constitue un moyen de réduire le risque global supporté par l'entreprise.

Les définitions des entreprises multinationales sont nombreuses et non consensuelles. Les raisons de cette diversité sont principalement de 2 ordres, l'origine des définitions et la nature des critères retenus (Andreff, 1987). Tout d'abord, les définitions émanent à la fois de dirigeants, d'organismes internationaux et d'universitaires (économistes, gestionnaires, juristes). Ensuite, elles reposent sur des critères divers tels que l'ampleur de l'activité (taille de l'entreprise), l'existence de filiales à l'étranger, le nombre de pays d'implantation, le nombre de salariés de nationalité autre que celle de la maison mère ou encore la structure organisationnelle adoptée. Il est cependant possible de regrouper en deux catégories les

principales définitions des multinationales selon qu'elles privilégient l'existence de filiales à l'étranger ou la dimension organisationnelle de l'entreprise. Certains auteurs caractérisent ainsi une multinationale par la présence de filiales de production à l'étranger. Par exemple, Vernon (1979) définit une multinationale comme une entreprise de grande taille ayant des filiales industrielles dans au moins six pays étrangers. Plus tard, Caves (1982) considère qu'une multinationale contrôle et gère une production à l'étranger dans au moins deux pays. D'autres auteurs élargissent la définition pour inclure tous les actifs à l'étranger y compris les filiales de distribution. C'est ainsi qu'Hugonnier (1984, 1997) considère qu'une entreprise devient multinationale à partir du moment où elle réalise des investissements directs à l'étranger ou s'engage dans des activités de coopération directe à l'étranger¹. Les multinationales sont également vues comme des entreprises spécifiques dont les stratégies et les structures organisationnelles sont conçues à l'échelle mondiale (Michalet, 1985 ; Andreff, 1996). Desreumaux (1999) opère cependant une distinction entre multinationale et transnationale. L'entreprise multinationale fonctionne comme une fédération décentralisée dans laquelle les opérations à l'étranger sont gérées comme un portefeuille d'activités largement indépendantes. A l'inverse, la société transnationale coordonne ses activités de manière à bénéficier le plus possible d'économies d'échelle.

Dans le domaine de la finance, la multinationalisation des entreprises soulève certains questionnements liés notamment à l'évaluation des titres financiers, aux politiques de financement ou encore à la création de valeur. La diversification géographique est-elle source de valeur pour l'entreprise ? Le lien entre internationalisation et valeur a été abordé au travers de trois théories distinctes : la théorie de l'internalisation, la théorie des marchés de capitaux imparfaits et la théorie des objectifs managériaux. Il a fait l'objet de nombreuses études empiriques essentiellement anglo-saxonnes (Errunza et Senbet, 1981, 1984 ; Morck et Yeung, 1991 ; Mishra et Gobeli, 1998 ; Bodnar, Tang et Weintrop, 1999 ; Riahi-Belkaoui, 1999 a, b). De manière surprenante, en France, ce thème a fait l'objet de peu de recherches². Ce travail a donc pour objectif d'étudier, dans le contexte français, l'influence de la multinationalisation sur la valeur de la société. Il se place dans le cadre de la théorie de l'internalisation et teste, à

¹ La coopération directe internationale a pour objet de créer des liens économiques durables avec l'étranger. Elle peut prendre plusieurs formes tels que les accords de licence, le franchisage, la sous-traitance, ..

² A notre connaissance, il n'existe aucune étude empirique française sur le lien entre valeur de la firme et internationalisation. En revanche, plusieurs recherches, par exemple Solnik et De Freitas (1988), Lombard et al. (1999), se sont intéressées à l'influence des facteurs nationaux et internationaux sur le prix des titres des multinationales.

partir de deux échantillons appariés d'entreprises françaises cotées sur le territoire national, entreprises multinationales et entreprises nationales, si la diversification géographique permet d'accroître la valeur de la société.

L'article sera composé de deux parties. La littérature sur le lien entre l'internationalisation et la valeur de l'entreprise sera tout d'abord analysée (section 1). L'étude empirique sera ensuite présentée (section 2).

1. Internationalisation et valeur de l'entreprise : une revue synthétique de la littérature

La diversification géographique est-elle créatrice de valeur ? Les fondements théoriques du lien entre internationalisation et valeur de l'entreprise reposent sur la théorie de l'internalisation, la théorie des marchés de capitaux imparfaits et la théorie des objectifs managériaux (1.1). Les études empiriques, pour la plupart anglo-saxonnes, mettent en évidence une relation positive entre la valeur des entreprises multinationales et leurs degrés de diversification géographique (1.2).

1.1 Les fondements théoriques

Le lien entre internationalisation et valeur de l'entreprise a été abordé au travers de trois théories distinctes.

Selon le concept d'internalisation, initialement introduit par Coase (1937), tout actif protégé par un droit de propriété fait l'objet de transactions et de contrats dont la conclusion comporte des coûts. Ces coûts, liés au recours au marché, s'expliquent essentiellement par les difficultés d'information et par l'incertitude qui marquent toute relation contractuelle (Williamson, 1975). Pour les réduire, l'entreprise a intérêt à se substituer au marché et à internaliser les échanges au sein de sa structure en appliquant ses propres prix de transfert. C'est cette logique de l'internalisation qui constitue, d'après Rugman (1980) et Andreff (1987), un facteur essentiel de l'internationalisation des entreprises, plus précisément de l'investissement direct à l'étranger³. Du fait de son organisation, la multinationale internalise certaines transactions et constitue ainsi un marché interne avec ses filiales étrangères. La nature des échanges à

³ Pour une synthèse des travaux sur le lien entre internalisation et investissement direct à l'étranger, voir Rugman (1997).

internaliser dépend entre autre de la fréquence des transactions et de la spécificité des actifs. En effet, plus un actif est spécifique et plus une procédure d'échange interne procure des économies en terme de coûts de transactions. Ainsi, l'avantage à l'internalisation d'une multinationale sera d'autant plus fort que la société détient des actifs spécifiques, et plus particulièrement des actifs intangibles, tels que des brevets, une technologie ou encore de la recherche et développement. C'est en présence de ces éléments immatériels que l'internationalisation permet d'augmenter la valeur de marché de la multinationale comparativement à sa valeur comptable (Morck and Yeung, 1991 ; Mishra and Gobeli, 1998 ; Riahi-Belkaoui, 1999 a, b). En résumé, la théorie de l'internalisation conduit à établir, en présence d'actifs intangibles, une relation positive entre le degré d'internationalisation de l'entreprise et sa valeur.

Le recours à la théorie des marchés, qui repose sur l'hypothèse d'imperfections de l'économie internationale, permet de mieux appréhender les raisons de l'implantation des entreprises à l'étranger. Ce sont en effet les différentes conditions de concurrence sur les marchés des biens et des facteurs de production qui permettent à une entreprise de tirer avantages de sa multinationalisation. Ce sont également les imperfections sur les marchés financiers, liées notamment à l'asymétrie informationnelle et aux restrictions sur les transactions, qui justifient pourquoi les investisseurs préfèrent acheter des titres de multinationales plutôt qu'investir eux-mêmes directement sur des places financières étrangères. L'achat d'actions de sociétés géographiquement diversifiées est généralement perçu comme une alternative à la détention d'un portefeuille internationalement diversifié⁴. Ainsi, une réaction positive du marché est mise en évidence lors de l'annonce du développement international des entreprises américaines (Fatemi, 1984).

Enfin, à l'inverse des deux théories précédentes, la théorie des objectifs managériaux établit une relation négative entre la valeur d'une multinationale et son degré d'internationalisation. Cette théorie repose sur l'existence de conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. L'entreprise multinationale est perçue comme une organisation complexe de grande dimension composée d'un ensemble d'individus dont la cohérence d'objectifs et de comportements n'est pas *a priori* donnée. En tant qu'organisation complexe, on peut lui

⁴ Les études de Jacquillat et Solnik (1978) et de Senschack et Beedles (1980) aboutissent cependant à la conclusion qu'un titre de multinationale ne saurait constituer une bonne alternative à un portefeuille de titres internationaux.

appliquer la définition de Fama et Jensen (1983) qui s'appuie sur la notion d'informations spécifiques⁵. D'après ces deux auteurs, les organisations complexes sont caractérisées par une dissociation des organes chargés d'assurer les fonctions de propriété (prise de risque) et de direction et leur viabilité dépend notamment du contrôle exercé sur les dirigeants. La rupture du lien propriété / décision entraîne en effet des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, ces derniers poursuivant généralement des objectifs différents de l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur de marché de l'entreprise. Selon la théorie des objectifs managériaux, il est cependant très difficile de contrôler efficacement les dirigeants des multinationales en raison notamment de la complexité de leur structure organisationnelle. Ceci conduit donc à établir un lien négatif entre internationalisation et valeur de l'entreprise.

De nombreuses recherches empiriques, pour la plupart anglo-saxonnes, examinent les effets de la diversification géographique sur la valeur de l'entreprise.

1.2 Les résultats empiriques

Pour tester l'impact de la multinationalisation, les premières études mesurent la relation entre le degré de diversification géographique des entreprises et leur performance financière (cf. Sullivan, 1994, pour une revue de la littérature). En raison de la diversité des variables utilisées pour mesurer le degré d'internationalisation et la rentabilité financière des multinationales, les résultats empiriques sont contradictoires et ne permettent pas de conclure quant aux effets de l'internationalisation.

L'influence de l'internationalisation sur la valeur des entreprises a été initialement appréhendée par Errunza et Senbet (1981, 1984) puis Kym et Lyn (1985). Ces auteurs montrent que la valeur de marché⁶ d'un échantillon d'entreprises multinationales est une fonction croissante du degré de multinationalisation. Plus récemment, Morck et Yeung (1991) puis Mishra et Gobeli (1998) testent les hypothèses définies dans le cadre de la théorie de l'internationalisation. Ils estiment la relation entre le degré de diversification géographique des

⁵ Selon Fama et Jensen (1983), la non complexité d'une organisation signifie que les connaissances et informations spécifiques, nécessaires à la décision et au contrôle, peuvent être concentrées entre les mains d'un faible nombre d'agents.

⁶ La valeur de marché correspond à une valeur résiduelle : (capitalisation boursière - valeur nette comptable) / chiffre d'affaires.

multinationales et leur valeur de marché, mesurée comparativement à la valeur comptable⁷, en présence d'actifs intangibles spécifiques : les frais de recherche et développement et les dépenses de publicité pour Morck et Yeung (1991) et, les frais de recherche et développement et les compétences managériales des dirigeants, mesurées à partir des incitations financières qui leur sont accordées, pour Mishra et Gobeli (1998). Les résultats empiriques confirment d'une part l'hypothèse de l'internalisation : c'est en présence d'actifs intangibles que le degré de multinationalisation augmente la valeur de marché de la multinationale, comparativement à sa valeur comptable. Ils réfutent d'autre part la théorie des marchés de capitaux imparfaits dans la mesure où, sans actifs immatériels, la multinationalisation ne semble avoir aucun impact sur la valeur des entreprises.

L'appréciation par le marché de l'implantation des firmes en dehors de leur pays d'origine explique, pour Riahi-Belkaoui (1999 a), l'écart mis en évidence dans le cas des multinationales, entre valeur de marché et valeur comptable. L'internationalisation est en effet valorisée par les investisseurs comme s'il s'agissait, pour l'entreprise, d'un actif immatériel supplémentaire non pris en compte dans les états comptables. Riahi-Belkaoui (1999 b) considère, d'autre part, que les multinationales peuvent tirer avantage à internaliser un actif intangible spécifique qui représente leur niveau de responsabilité sociale. Il teste l'hypothèse selon laquelle plus la responsabilité sociale des multinationales est importante, plus fort est l'impact de la multinationalisation sur leur valeur. La responsabilité sociale d'une entreprise peut être appréhendée à travers ses objectifs sociaux, objectifs définis en termes de moralité, d'éthique, d'environnement par exemple. La mesure de responsabilité sociale utilisée par l'auteur est un indice de réputation attribué, par le magazine *Fortune*, aux plus grandes multinationales américaines. Les résultats empiriques confirment d'une part l'hypothèse de l'internalisation : en présence d'actifs intangibles, l'influence de la diversification géographique est positive. Ils indiquent d'autre part que la responsabilité sociale des multinationales joue un rôle important. Plus leur niveau de responsabilité sociale est élevé, plus leur valeur est positivement influencée par la multinationalisation.

Enfin, Bodnar, Tang et Weintrop (1999) mesurent les effets à la fois de la diversification géographique et de la diversification industrielle sur la valeur de l'entreprise. Leurs résultats

⁷ La mesure utilisée est le « q ratio » égal au rapport entre la capitalisation boursière et le total de l'actif (en valeur nette comptable).

empiriques concluent à une relation positive entre la valeur des sociétés étudiées et leur degré de diversification géographique.

2 . L'impact du degré d'internationalisation sur la valeur de l'entreprise

Cette recherche, dont les hypothèses reposent sur la théorie de l'internationalisation, vise à déterminer, à partir d'un modèle de régression multivariée, si la diversification géographique est créatrice de valeur (2.1). L'étude empirique, réalisée à partir de deux échantillons appariés de sociétés françaises, nationales et multinationales (2.2), mesure l'influence de la diversification géographique sur la valeur des entreprises (2.3).

2.1 Le modèle de régression multivariée

La problématique consiste à déterminer si l'internationalisation est créatrice de valeur. La création de valeur est ici une mesure relative qui reflète la façon dont l'entreprise est valorisée sur le marché comparativement à sa valeur comptable. Le cadre théorique repose sur la théorie de l'internationalisation selon laquelle l'entreprise multinationale tire parti, en termes d'économies de coûts de transaction, du circuit interne de produits, de technologies, de capitaux et d'hommes qu'elle organise entre la société mère et ses filiales étrangères. L'hypothèse suivante est ainsi formulée : « l'internationalisation a un impact positif sur la valeur des entreprises ».

Pour tester cette hypothèse, le modèle utilisé s'inspire des travaux de Morck et Yeung (1991), de Mishra et Gobeli (1998), de Bodnar, Tang et Weintrop (1999) et de Riahi-Belkaoui (1999 a, b). Il exprime la valeur d'une entreprise, mesurée par le « q-ratio » égal au rapport capitalisation boursière sur total actif (en valeur nette comptable), comme une fonction linéaire du degré de diversification géographique et d'un ensemble de variables représentant entre autres les actifs intangibles. Ces derniers sont en effet, dans la majorité des études anglo-saxonnes, décomposés en plusieurs éléments dont les plus courants sont les frais de recherche et développement et les dépenses de publicité⁸. Cependant, par manque d'informations, il est ici impossible de procéder à une telle décomposition. L'impact des actifs intangibles sur la valeur de l'entreprise est donc mesuré à partir de la part des actifs

⁸ Rappelons que l'internationalisation est vue, notamment par Riahi-Belkaoui (1999 a), comme un actif intangible.

incorporels dans l'actif total⁹. Pour tenir compte de l'effet éventuel d'une modification de structure financière sur la valeur des entreprises, une variable d'endettement est incluse dans la régression. Pour des raisons identiques, la taille et le secteur d'activité interviennent également dans le modèle. Ce dernier s'écrit donc :

$$q = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 INCOR + \beta_3 ENDET + \beta_4 TAI + \sum \beta_i S_i + \varepsilon \quad (1)$$

Avec q = Capitalisation boursière / Total actif

DI = degré d'internationalisation

$INCOR$ = Actifs incorporels / Total actif

$ENDET$ = Ratio d'endettement

TAI = Log (Total actif)

S_i = variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient au secteur d'activité i et zéro sinon.

Le degré d'internationalisation est tout d'abord mesuré à partir de deux variables : le pourcentage de filiales implantées à l'étranger et le taux d'exportation (Chiffre d'affaires réalisé à l'étranger / chiffre d'affaires total)¹⁰. Il s'agit de déterminer si la source de valeur des multinationales est l'implantation physique à l'étranger ou la seule réalisation d'un chiffre d'affaires à l'exportation. Deux variables dichotomiques, qui mesurent le poids de l'internationalisation, sont ensuite utilisées. Le processus d'internationalisation n'étant pas linéaire (Huault, 1998), l'objectif est ici de savoir s'il existe des seuils à l'internationalisation ou en d'autres termes, si l'impact de la diversification géographique sur la valeur de l'entreprise est influencé par le nombre de filiales implantées à l'étranger. Les deux variables dichotomiques utilisées sont égales à l'unité si le pourcentage de filiales à l'étranger dépasse respectivement 20% et 50%, elles sont nulles dans le cas contraire.

⁹ Les écarts d'acquisition (ou *goodwill*), qui dépendent des politiques de diversification, sont exclus du montant des actifs incorporels inscrit dans les comptes consolidés des entreprises de notre échantillon (base de données *Dafsapro*). Les actifs intangibles pris en compte sont ainsi, pour l'essentiel, composés des frais de recherche et développement.

¹⁰ Sullivan (1994) propose une mesure plus sophistiquée du degré d'internationalisation construite, à partir d'un ensemble de variables, caractéristiques du niveau de performance de la société, de sa structure et du comportement des dirigeants face à l'internationalisation. Compte tenu de la difficulté de mise en œuvre, cette méthode n'est pas utilisée dans le cadre de cette recherche.

2.2 Les échantillons d'entreprises et les données

Deux échantillons appariés d'entreprises françaises cotées sur le marché national ont été constitués : l'échantillon d'entreprises multinationales et l'échantillon d'entreprises domestiques. Le caractère national ou multinational d'une entreprise a été identifié à partir de la définition suivante : une entreprise est multinationale lorsqu'elle a implanté au moins deux filiales (de production ou de distribution) à l'étranger. Le critère retenu pour appairer les deux échantillons est le secteur d'activité (cf. annexe 1). La taille des échantillons (54 entreprises) est identique pour les deux groupes de sociétés¹¹.

Les données consolidées sont extraites de la base *Dafsapro* (cf. annexe 2). Une analyse de comparaison des moyennes est effectuée sur la période [1998-1994] à partir du test non paramétrique sur les rangs de Wilcoxon – Mann et Withney. Le test de normalité des variables (test de Kolmogorov-Smirnov) a en effet conduit à rejeter systématiquement l'hypothèse nulle selon laquelle la distribution des variables suit une loi normale. Le tableau 1 présente les moyennes et les statistiques de Wilcoxon - Mann et Withney pour chaque échantillon d'entreprises¹².

A la lecture de ce tableau, il apparaît que des différences significatives existent entre les deux groupes d'entreprises :

- les multinationales sont en moyenne de plus grande taille, cette dernière étant mesurée par le total de l'actif consolidé et par l'effectif¹³ ;
- les sociétés ayant implanté au moins deux filiales à l'étranger affichent en moyenne des taux d'exportation supérieurs à ceux des entreprises qui pratiquent l'exportation directe sans réaliser d'investissement international ;
- enfin, les multinationales apparaissent en moyenne plus endettées que les entreprises nationales. Un tel résultat n'est pas surprenant dans la mesure où les multinationales

¹¹ Pour éviter un éventuel effet taille, toutes les sociétés retenues rentrent dans la composition de l'indice SBF 250.

¹² Pour des échantillons de grande taille ($n \geq 20$), la statistique calculée de Wilcoxon – Mann et Withney, notée Z , est distribuée selon une loi normale centrée réduite.

¹³ Cf. par exemple les études, déjà anciennes, de Vernon (1971) et de Dunning (1973) qui aboutissent au même résultat. Elles mettent en évidence des différences significatives en termes de tailles, mais également, en termes de résultats comptables et de dépenses en recherche et développement, entre les multinationales et les entreprises purement domestiques.

réalisent des investissements à l'étranger, investissements dont les montants sont généralement élevés¹⁴ et qui nécessitent d'importantes ressources financières.

En revanche, il n'existe aucune différence statistiquement significative au seuil de 5% entre les deux groupes d'entreprises en termes de valeur, de rentabilité et de structure économique. Cependant, bien que le test utilisé ne permette pas de conclure à des différences statistiquement significatives, on constate que les multinationales ont en moyenne des « q-ratios » et des rentabilités financières supérieures à celles des entreprises nationales. Ce résultat semble donc indiquer que les investisseurs apprécient positivement la diversification géographique des entreprises.

Tableau 1 : Moyennes par échantillon et statistiques Z de Wilcoxon - Mann et Withney

	Total actif = ACTIF (en millions Euros)			Effectif = EFF (nombre moyen salariés)		
	EM	EN	Z	EM	EN	Z
1998	5 200 568	3 042 011	-3.293*	28 847	11 225	-3.571*
1997	4 846 784	2 660 142	-3.398*	26 444	10 294	-3.404*
1996	4 459 240	2 292 412	-3.367*	26 358	10 657	-2.965*
1995	4 294 688	1 999 023	-3.290*	25 900	10 357	-2.814*
1994	4 334 501	2 134 187	-2.665*	26 612	10 915	-2.847*
	Capitalisation boursière/Actif = q (%)			Ratio de rentabilité = RF (%)		
	EM	EN	Z	EM	EN	Z
1998	1.167	0.931	-0.700	21.831	19.591	-0.550
1997	1.166	1.012	-0.265	25.364	18.390	-0.452
1996	1.093	1.058	-0.797	16.741	15.130	-0.602
1995	1.063	0.923	-0.573	19.613	15.477	-0.401
1994	1.102	0.866	-0.339	20.344	18.807	-0.260
	Taux d'exportation = EXPORT (%)			Ratio d'activité = ACTI (%)		
	EM	EN	Z	EM	EN	Z
1998	58.657	41.282	-2.529*	1.095	1.034	-0.601
1997	60.046	41.564	-3.257*	1.080	1.041	-0.664
1996	54.424	41.661	-1.904*	1.065	1.038	-0.265
1995	56.049	44.210	-1.967*	1.076	1.048	-0.299
1994	54.373	44.519	-1.485*	1.084	1.105	-0.253
	Taux d'endettement = ENDET (%)			Part des actifs incorporels = INCOR (%)		
	EM	EN	Z	EM	EN	Z
1998	54.793	43.155	-2.133*	10.4	8.6	-0.328
1997	53.304	40.467	-2.104*	9.6	8.5	-0.369
1996	38.856	35.170	-2.246*	9.6	8.6	-0.185
1995	50.388	38.493	-2.409*	9.2	8.8	-0.227
1994	49.256	41.136	-1.910**	8.3	6.3	-0.031

EM = entreprises multinationales

EN = entreprises nationales

* statistiquement significatif au seuil de 5%

** statistiquement significatif au seuil de 10%

¹⁴ Cf. par exemple Andreff (1996) qui, dans le premier chapitre de son ouvrage, mesure le poids de l'investissement international.

2.3 Degré d'internationalisation et valeur de l'entreprise

La régression (1) est estimée annuellement de 1994 à 1998. Elle porte sur les données de l'échantillon des entreprises multinationales qui, pour augmenter le nombre d'observations, est constitué des sociétés qui ont au moins une filiale à l'étranger¹⁵. Le tableau 2 présente les résultats de la régression (1) obtenus tout d'abord en mesurant le degré d'internationalisation par le pourcentage de filiales à l'étranger.

Tableau 2 : Régression (1) avec DI = % de filiales étrangères

Face aux variables explicatives sont indiqués les coefficients de régression avec entre parenthèse la statistique t de Student. La constante et les variables dichotomiques représentatives du secteur d'activité n'apparaissent pas dans le tableau (elles sont généralement statistiquement significatives au seuil de 5%).

Année	1998	1997	1996	1995	1994
R ² ajusté	0.205	0.336	0.330	0.347	0.398
Fisher	1.587	4.601*	4.380*	4.513*	3.910*
DI	0.007 (0.050)	0.318 (2.831*)	0.248 (2.160*)	0.240 (2.071*)	0.254 (2.278*)
TAI	-0.062 (-0.41)	-0.329 (-2.81*)	-0.271 (-2.04*)	-0.365 (-2.86*)	-0.292 (-2.18*)
INCORP	0.173 (1.162)	0.113 (0.953)	0.106 (0.871)	0.083 (0.693)	-0.01 (-0.08)
ENDET	-0.18 (-1.23)	-0.252 (-2.20*)	-0.271 (-2.04*)	-0.14 (-1.92**)	-0.27 (-2.20*)

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 10%

Pour toutes les années à l'exception de 1998, les variables DI, TAI et ENDET sont statistiquement significatives. Le degré d'internationalisation, mesuré par le pourcentage de filiales à l'étranger, influence positivement la valeur des entreprises internationales. A l'inverse, la taille et le taux d'endettement ont un impact négatif sur la valeur de l'entreprise. Par ailleurs, la part des immobilisations incorporelles dans le total de l'actif ne permet pas d'expliquer la valeur des multinationales. Un tel résultat semble contredire la théorie de l'internationalisation selon laquelle l'avantage à l'internationalisation est fonction des actifs intangibles détenus par la société. Il doit cependant être analysé avec prudence car, contrairement aux études empiriques qui testent la théorie de l'internationalisation (Morck et Yeung, 1991 ; Mishra et Gobeli, 1998 ; Riahi-Belkaoui, 1999 a, b), les actifs incorporels ne sont pas ici décomposés en plusieurs éléments (frais de recherche et développement et dépenses de publicité par exemple). Une étude globale de ce ratio ne permet donc pas d'isoler l'influence individuelle que peuvent avoir certains éléments intangibles sur la valeur des entreprises internationales.

¹⁵ La régression a également été estimée à partir de l'échantillon initial composé des 54 multinationales qui ont au moins 2 filiales à l'étranger et les résultats obtenus ne sont pas statistiquement différents.

Le modèle (1) n'est pas correctement spécifié pour l'année 1998 (le coefficient de détermination ajusté, noté R^2 , n'est pas statistiquement significatif au seuil de 5%). Ainsi, des variables, autres que le degré d'internationalisation, le pourcentage d'actifs incorporels, le taux d'endettement ou encore la taille de la société, influencent, pour l'exercice 1998, la valeur des multinationales. Seules la constante et les variables dichotomiques représentatives des secteurs d'activité sont associées à des coefficients de régression statistiquement non nuls.

Lorsque le degré d'internationalisation est mesuré par le taux d'exportation (cf. tableau 3), la variable DI n'est plus statistiquement significative au seuil de 5% pour toutes les années à l'exception de 1996.

Tableau 3 : Régression (1) avec DI mesuré par le taux d'exportation

Face aux variables explicatives sont indiqués les coefficients de régression avec entre parenthèse la statistique t de Student. La constante et les variables dichotomiques représentatives du secteur d'activité n'apparaissent pas dans le tableau (elles sont généralement statistiquement significatives au seuil de 5%).

Année	1998	1997	1996	1995	1994
R^2 ajusté	0.154	0.207	0.395	0.162	0.253
Fisher	0.387	2.400*	4.269*	1.920**	2.484
DI	0.108 (0.367)	0.257 (1.571)	0.297 (2.195*)	0.257 (1.508)	0.185 (1.467)
TAI	0.135 (0.542)	-0.34 (-2.32*)	-0.34 (-2.39*)	-0.30 (-1.8**)	-0.112 (-0.57)
INCORP	0.379 (1.364)	0.166 (1.401)	0.301 (2.016)	0.039 (0.240)	-0.102 (-0.55)
ENDET	-0.379 (-1.31)	-0.24 (-1.7**)	-0.36 (-2.45*)	-0.31 (-1.8**)	-0.43 (-2.54*)

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 10%

Il semble donc que c'est l'implantation physique à l'étranger qui soit source de valeur pour les multinationales, la seule réalisation d'un chiffre d'affaires à l'international n'étant pas suffisant pour accroître leur valeur de marché, comparativement à leur valeur comptable. Ceci n'est pas surprenant dans la mesure où l'exportation internationale ne constitue pas une stratégie spécifique aux entreprises multinationales. La majorité des sociétés, quelles soient classées en nationales ou internationales, réalisent de nos jours une part importante de leur chiffre d'affaires à l'étranger (cf. tableau 1 taux d'exportation moyen par année et par catégorie d'entreprises).

Pour affiner ce résultat, le degré d'internationalisation est mesuré à partir de deux nouvelles variables dichotomiques qui évaluent le poids de l'internationalisation ou en d'autres termes, le degré de maturité atteint par la firme dans son processus de multinationalisation. La

première variable, égale à l'unité lorsque le pourcentage de filiales étrangères dépasse 20% et zéro sinon, n'est jamais statistiquement significative au seuil de 5% (cf. tableau 4).

Tableau 4 : Régression (1) avec DI = 1 si le pourcentage de filiales étrangères \geq 20% et 0 sinon
Face aux variables explicatives sont indiqués les coefficients de régression avec entre parenthèse la statistique t de Student. La constante et les variables dichotomiques représentatives du secteur d'activité n'apparaissent pas dans le tableau (elles sont généralement statistiquement significatives au seuil de 5%).

Année	1998	1997	1996	1995	1994
R ² ajusté	0.214	0.267	0.296	0.320	0.294
Fisher	1.465	3.592*	3.891*	4.113*	3.760*
DI	0.103 (0.707)	0.193 (1.628)	0.175 (1.484)	0.181 (1.532)	0.157 (1.453)
TAI	-0.048 (-0.32)	-0.34 (-2.83*)	-0.29 (-2.11*)	-0.39 (-3.07*)	-0.30 (-2.20*)
INCORP	0.174 (1.173)	0.091 (0.734)	0.096 (0.771)	0.081 (0.662)	-0.008 (-0.07)
ENDET	-0.18 (-1.25)	-0.24 (-2.05*)	-0.37 (-2.65*)	-0.144 (-1.13)	-0.33(-2.48*)

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 10%

En revanche, pour toutes les années étudiées à l'exception de 1998 et 1996, la deuxième variable dichotomique, qui prend la valeur un lorsque le pourcentage de filiales étrangères dépasse 50%, influence positivement la valeur de l'entreprise (cf. tableau 5).

Tableau 5 : Régression (1) avec DI = 1 si le pourcentage de filiales étrangères \geq 50% et 0 sinon
Face aux variables explicatives sont indiqués les coefficients de régression avec entre parenthèse la statistique t de Student. La constante et les variables dichotomiques représentatives du secteur d'activité n'apparaissent pas dans le tableau (elles sont généralement statistiquement significatives au seuil de 5%).

Année	1998	1997	1996	1995	1994
R ² ajusté	0.212	0.287	0.295	0.338	0.295
Fisher	1.446	3.862*	3.875*	4.379*	3.775*
DI	0.087 (0.616)	0.231 (2.021*)	0.169 (1.457)	0.220 (1.980*)	0.144 (1.86**)
TAI	-0.058 (-0.39)	-0.33 (-2.74*)	-0.27 (-1.98*)	-0.36 (-2.79*)	-0.29 (-2.16*)
INCORP	0.174 (1.176)	0.094 (0.769)	0.100 (0.799)	0.075 (0.621)	-0.01 (-0.085)
ENDET	-0.18 (-1.18)	-0.25 (-2.11*)	-0.35 (-2.50*)	-0.154 (-1.23)	-0.29 (-2.16*)

* Statistiquement significative au seuil de 5%

** Statistiquement significative au seuil de 10%

Ceci semble indiquer qu'il existe des seuils à l'internationalisation. En d'autres termes, pour que l'internationalisation soit créatrice de valeur, il faut que l'implantation de filiales étrangères soit relativement importante (environ 50% de filiales à l'international). Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où le processus de multinationalisation nécessite une phase d'apprentissage relativement longue. La dynamique de multinationalisation, généralement représentée sous la forme d'une succession de différentes étapes, n'est pas linéaire (Huault, 1998). Il est en effet fréquent, pour une entreprise en cours de multinationalisation, d'opérer des stratégies de retrait (désinvestissements, fermetures de

filiales non rentables,...). Les retombées économiques d'une implantation à l'étranger ne sont donc pas immédiates et, elles ne permettent de couvrir les frais engagés que lorsque l'entreprise a atteint un certain degré de maturité dans son processus de multinationalisation.

Conclusion

L'internationalisation est-elle source de valeur pour l'entreprise ? Compte tenu du contexte actuel basé sur la globalisation des économies, il est intéressant de se demander si la seule réalisation d'un chiffre d'affaires à l'exportation est suffisant ou s'il est plus avantageux de s'implanter physiquement à l'étranger. Les résultats de cette étude sont de deux ordres.

- En premier lieu, la valeur moyenne des sociétés multinationales, c'est à dire celles qui ont implanté des filiales (de production ou de distribution) à l'étranger, n'apparaît pas statistiquement différente de celle des sociétés qualifiées de nationales qui se contentent d'exporter leurs produits. Cependant, les multinationales présentent des profils sensiblement différents par la taille, l'endettement et le niveau de ventes réalisées à l'étranger.
- En second lieu, lorsqu'il y a investissement direct à l'international, la diversification géographique a un impact positif sur la valeur des sociétés. Cet impact est cependant fonction du degré d'implantation, ou degré de maturité atteint par l'entreprise dans son processus de multinationalisation. En d'autres termes, il existe des seuils à l'internationalisation. Pour qu'il y ait création de valeur, il faut que l'entreprise est atteint un niveau de diversification géographique suffisamment important (environ 50% de filiales doivent être étrangères).

Ces résultats doivent être analysés avec prudence dans la mesure où ils reposent d'une part, sur un échantillon relativement restreint d'entreprises françaises et d'autre part, sur un modèle de régression qui ne tient pas compte de l'ensemble des variables susceptibles d'expliquer la valeur des entreprises. Ils sont néanmoins intéressants car ils apportent un éclairage sur les stratégies d'internationalisation, créatrices de valeur pour les entreprises. Une analyse plus fine visant à prendre en compte les différentes étapes du processus de multinationalisation pourrait être riche d'enseignements. Elle permettrait en effet d'étudier l'impact de la diversification géographique sur la valeur des entreprises en fonction du stade de multinationalisation qu'elles ont atteint.

Références

- Andreff W. (1987) *Les multinationales*, Ed. La Découverte.
- Andreff W. (1996) *Les multinationales globales*, Ed. La Découverte.
- Bodnar G.M., Tang C., Weintrop J. (1999) « Both sides of corporate diversification : the value impacts of geographic and industrial diversification », December, Working Paper.
- Caves R. (1982) *Multinational Enterprise and Economic analysis*, Cambridge University Press
- Coase R. (1937) « The nature of the firm », *Economica*, 4, pp. 386-405, repris dans *Revue Française d'Economie*, 2,1, 1987.
- Desreumaux A. (1999) « Internationalisation » in *Encyclopédie de la Gestion et du Management*, sous la direction de R. Le Duff, pp. 522-524.
- Dunning J.H. (1973) « The determinants of International production », *Oxford Economic Papers*, 25, pp. 289-336
- Errunza V.R., Senbet L.W. (1981) « The effects of international operations on the market values of the firm : theory and evidence », *Journal of Finance*, 36, pp. 401-417.
- Errunza V.R., Senbet L.W. (1984) « International corporate diversification , market valuation and size-adjusted evidence », *Journal of Finance*, 39, pp. 727-743.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983) « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326.
- Fatemi A.M. (1984) « Shareholder benefits from corporate international diversification », *Journal of Finance*, 39, pp. 1325-1344
- Huault I. (1998) *Le management international*, Ed. La Découverte.
- Hugonnier B. (1984) *Investissements directs, coopération internationale et entreprises multinationales*, Economica
- Hugonnier B. (1997) « Entreprise multinationale » in *Encyclopédie de Gestion*, sous la direction de Y. Simon et P. Joffre , pp. 1115-1135.
- Jacquemot P. (1990) *La firme multinationale : une introduction économique*, Economica
- Jacquillat B., Solnik B. (1978) « Multinationals are poor tools for diversification », *Journal of Portfolio Management*, 4, pp. 8-12
- Kym W.S., Lyn E.O. (1985) « Excess market value, the multinational corporation and Tobin's Q ratio », *Journal of International Business Studies*, 17, pp. 119-126.
- Lombart T., Roulet J., Solnik B. (1999) « Pricing of domestic versus multinational companies » , *Financial Analysts Journal*, March/April, pp. 35-49.
- Michalet C. (1985) *Le capitalisme mondial*, 2^{ème} éd., PUF.

- Mishra C.S., Gobeli D.H. (1998) « Managerial incentives, internalization and market valuation of multinational firm », *Journal of International Business Studies*, 29 (3), pp. 583-598.
- Morck R., Yeung B. (1991) « Why investors values multinationality ? » , *Journal of Business*, 64, pp. 165-187.
- Riahi-Belkaoui A. (1999 a) « Social responsibility, internalization and market valuation of multinational firms », *Journal of Global Business*, Fall, pp. 65-71.
- Riahi-Belkaoui A. (1999 b) « The degree of internationalization and the value of the firm : theory and evidence », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 8 (1), pp. 189-196.
- Rugman A.M. (1980) « Internalization as a general theory of foreign direct investment : a re-appraisal of the literature », *Journal of Economic Literature*, 116, pp. 365-375
- Rugman A.M. (1997) *The theory of multinational enterprises : the selected scientific papers of A.M. Rugman*, Edward Elgar Publishing Limited
- Senschak A., Beedles W. (1980) « Is international diversification desirable ? », *Journal of Portfolio Management*, Winter
- Solnik B., De Freitas A. (1988) « International factors of stock price behaviour » in Recent developments in international finance and banking, S. Khoury and A. Ghosh ed.
- Sullivan D. (1994) « Measuring the degree of internationalization of a firm », *Journal of International Business Studies*, 2nd Quarter, pp. 325-342
- Vernon R. (1971) *Sovereignty at Bay : the multinational spread of U.S. Enterprises*, Basic
- Vernon R. (1979) « The product cycle hypothesis in a new international environment », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, pp. 255-267
- Williamson O.E. (1975) *Markets and hierarchies*, The Free Press

Annexe 1 : Nombre d'entreprises par secteur d'activité
selon la nomenclature d'activité française (N.A.F)

Secteur d'activité	Multinationales	Nationales
Industries alimentaires	2	2
Industrie du papier et du carton	1	1
Industrie chimique	1	1
Industrie du caoutchouc et des plastiques	1	1
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques	2	2
Fabrication de machines et équipements	1	1
Fabrication de machines et appareils électriques	1	1
Fabrication équipements de radio, télévision, communication	1	1
Fabrication d'autres matériels de transport	1	1
Commerce de détail et réparation d'articles domestiques	2	2
Activités informatiques	1	1
Recherche et développement	1	1
Services fournis aux entreprises	35	35
Activités récréatives, culturelles et sportives	4	4

Annexe 2 : Les variables comptables et financières

Indicateurs	Modalité de calcul	Nom de la variable
Taille	Total actif (actif consolidé en valeur nette comptable)	ACTIF
	Effectif	EFF
Valeur de l'entreprise	Capitalisation boursière / total actif	VM
Rentabilité financière	Résultat courant avant impôt / fonds propres	RF
Activité	CA exportation / CAHT	EXPORT
	CAHT / total actif	ACTI
Structure financière	Dettes long et moyen terme / fonds propres	ENDET
Structure économique	Immobilisations incorporelles / total actif	INCOR