

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

Faculté des Sciences Économiques, Sociales et Politiques

Institut d'Administration et de Gestion

**LES INTRODUCTIONS EN BOURSE, LA STRUCTURE DE
PROPRIÉTÉ ET LA CRÉATION DE VALEUR :**

Étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ

Tarek MILOUD

Sommaire

Avant-propos	ii
Introduction générale	1
Première partie - Le positionnement théorique de la recherche.....	9
Chapitre 1 : Le problème de corporate governance.....	11
Chapitre 2 : le contrôle de la société anonyme	18
Chapitre 3 : Structure de la propriété et valeur de la firme	53
Deuxième partie - Formulation des hypothèses et approche méthodologique.....	83
Chapitre 4 : Analyse théorique et formulation des hypothèses	85
Chapitre 5 : Collecte des données et méthodologies de la recherche.....	127
Troisième partie - Les résultats de la recherche.....	160
Chapitre 6 : Analyse de la performance à court terme.....	162
Chapitre 7 : Analyse de la performance à moyen et long terme.....	182
Conclusion générale	202

A ma mère
A mon père
A mon épouse Amina
A la petite Nour-Elhouda
A toute la famille MILOUD et SAADI

Avant-propos

Notre travail n'aurait pu être mené à bien sans les conseils et les encouragements d'un grand nombre de personnes.

Mes plus profonds sentiments vont tout d'abord à mes directeurs de recherche, Messieurs les Professeurs Michel LEVASSEUR et Aimable QUINTART, pour la disponibilité dont ils ont fait preuve à mon égard, pour les conseils qu'ils m'ont prodigués et pour leurs encouragements. Je leur suis reconnaissant aussi de la liberté dont j'ai pu bénéficier pour mener à bien d'autres projets.

Je tiens aussi à exprimer mes plus sincères remerciements à Messieurs les Professeurs Eric de BODT et Robert COBBAUT qui ont consenti à rapporter mes travaux et ce, en dépit d'emplois du temps très chargés. Toute ma gratitude va également à Messieurs les professeurs Jean Pierre RAMAN et Jean Marc SURET pour avoir accepté de participer à mon jury de thèse. Je m'en voudrais d'oublier les Professeurs Marie-Paule KESTEMONT et Gérard WARNOTTE pour l'encadrement de commission doctorale.

Je remercie, en outre, Monsieur Sébastien DEREPER et les autres membres du GERME qui m'ont accueilli au sein du Laboratoire de l'École Supérieure des Affaires de Lille-II.

Il m'est difficile d'oublier ceux qui ont été mes compagnons de route durant ces quatre années et les relations chaleureuses que nous avons eu l'occasion de nouer à

l'Institut d'Administration et de Gestion. En particulier, je salue amicalement Nihat AKTAS, Aly COULIBALY, Stéphane FAULKNER, Mohamed Idriss GHODBANE, et Mourad MÉCIBAH avec lesquels j'ai échangé de nombreuses idées. Il me plaît d'exprimer ma reconnaissance aux femmes et hommes dont le soutien et les efforts ont dépassé le simple cadre institutionnel. Par leur hospitalité, ils m'ont permis durant ces rudes hivers et ces autonomes pluvieux de garder le cap dans la rédaction de ma thèse, mais aussi de pénétrer et de cerner un bout la culture wallonne. Je voudrais nommer particulièrement Anne BISSOT LEVASSEUR, Anne DESART, Sabine DONY, Chantal GRANDMAIRE, Marie-Claire WADIN, Jacqueline GERAERTS, Bernard TONDEUR et le Professeur Paul PELLEMANS.

Enfin, je remercie ma mère et mon père pour leur soutien moral et psychique. Sans oublier Amina qui a fait preuve de beaucoup de patience et m'a toujours soutenu dans les moments difficiles. Sa présence, ainsi que celle de notre fille, ont été pour moi salutaires dans les périodes de doute et de découragement.

Louvain-la-Neuve, mars 2003

Tarek MILOUD

INTRODUCTION GÉNÉRALE

La mise en œuvre d'un projet d'entreprise associe des partenaires dont les intérêts ne coïncident pas nécessairement sur tous les points. Le système de « **gouvernance** » mis en place a pour vocation d'orienter les décisions des dirigeants lorsque ces derniers sont susceptibles de porter tort à l'un des partenaires en question. Berle et Means (1932) ont mis l'accent sur les conséquences de la séparation entre la propriété des actions de l'entreprise et le contrôle exercé sur les décisions de gestion. Leur étude a été quantitativement actualisée par Larner (1966) et Herman (1981). La séparation entre la propriété et le contrôle a été revue par Fama et Jensen (1983b). Williamson (1983) insiste sur la nécessité de la mise en place d'une structure de « **gouvernance** » qui régule les conséquences des conflits entre les agents économiques.

La combinaison de la concentration du pouvoir économique, la dispersion de la propriété et le contrôle exercé par les dirigeants sont devenus synonymes de la séparation entre la propriété et le contrôle. Dans un sens plus large du concept de *corporate governance*, la séparation entre la propriété et le contrôle peut être un résultat nécessaire et désirable une fois que la capacité d'investir et l'allocation des fonctions de contrôle (fonctions de gestion) ne coïncident pas. En effet, d'un côté, l'existence de la propriété entre les mains des investisseurs et de l'autre, les capacités de gestion entre les mains des dirigeants sont fondamentales pour qu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle.

Section I : Présentation de notre approche et objectifs de la recherche

Le problème théorique que nous avons analysé précédemment montre que la structure du *corporate governance* a une influence sur la performance économique de l'entreprise. En effet, l'étude de cette relation constitue, nous le verrons plus loin, un courant théorique relativement fécond pour la recherche en finance. De nombreux travaux de recherche, tant théoriques qu'empiriques, ont été réalisés de manière fragmentée. En d'autres termes, les chercheurs prennent quelques déterminants de la

création de valeur parmi les différents mécanismes du *corporate governance* et l'étudient de manière isolée.

Dans le cadre de cette recherche, nous proposons un nouveau plan d'expérimentation, à savoir les introductions en bourse. Dans le cadre des transformations profondes des économies occidentales et du développement important de la dite « nouvelle économie », les marchés financiers semblent être le lieu privilégié du financement de ces activités à haut risque. Ce phénomène soulève de très nombreuses questions : *comment se comportent ces nouvelles valeurs au moment et après leur introduction en bourse ? Comment expliquer leur extrême volatilité ? Existe-t-il une différence entre le comportement des opérations réalisées en Europe par rapport à celles réalisées sur le marché de référence qu'est le NASDAQ ?*

Dans la littérature financière, de nombreuses études se sont intéressées aux anomalies des offres d'introduction en bourse. Les études se sont focalisées sur trois plans d'expérimentation, à savoir le phénomène de la sous-évaluation à court terme, le phénomène des périodes d'émission « chaudes » et le phénomène de la performance à long terme. Dans notre approche, nous sommes particulièrement intéressés par ces trois courants de la littérature.¹

Plusieurs études empiriques sur les offres d'introduction en bourse montrent la présence de rendements anormaux en faveur des investisseurs qui y souscrivent. Lors d'une opération d'introduction en bourse, la raison de l'ouverture du capital au public, la liquidité espérée des titres, le niveau de la sous-évaluation et le changement attendu dans la structure de propriété sont supposés dépendants. Prenons ce premier exemple, si l'introduction en bourse fait partie d'une stratégie de désinvestissement (*exit strategy*) et consiste à céder un bloc important d'actions à un grand nombre d'investisseurs, la structure de propriété après l'opération sera en conséquence relativement dispersée. Le timing de l'opération et le choix de la méthode d'introduction sont dès lors essentiels pour minimiser les coûts de l'opération. En effet, la sous-évaluation reflétera les coûts d'asymétrie d'information et sera considérée comme une partie nécessaire des coûts liés à la sortie du capital.

¹ Nous expliquerons en détail dans le chapitre 4 le contenu de ces trois courants théoriques et la justification de notre approche.

Toutefois, si les actionnaires d'origine préfèrent garder le contrôle sur leur société et n'envisagent l'introduction en bourse que pour lever des capitaux afin de financer des opérations d'acquisitions dans le cadre d'une stratégie de croissance externe de la société, ils ne céderont uniquement qu'une petite fraction de leur société. La structure de propriété après l'introduction restera très concentrée et la liquidité des titres sera plus faible et surtout les nouveaux actionnaires seront privés d'une possibilité de souscription. Ainsi, la sous-évaluation pour ces sociétés sera plus élevée et pourrait être considérée comme le coût nécessaire pour maintenir le contrôle et financer la croissance de la société.

Au-delà de ces deux exemples, on peut ainsi avancer l'argument selon lequel la sous-évaluation est plus faible pour les sociétés dont les actionnaires d'origine souhaitent désinvestir de leur société afin de diversifier leur portefeuille et profiter de la liquidité de leurs titres.

Habituellement, les sociétés cherchent à maximiser la liquidité de leurs actions après l'introduction à la cotation officielle. Selon Amihud et Mendelson (1986) et Ibbotson et Ritter (1995), une liquidité élevée permet à ces sociétés de lever des fonds supplémentaires à des conditions avantageuses grâce aux faibles coûts de transaction. Subrahmanyam et Titman (1999) soulignent que la liquidité est un élément crucial car elle conduit à réaliser d'autres émissions dans le futur qui améliorent à leur tour la taille et l'efficacité du marché des actions. D'ailleurs, Shleifer et Vishny (1986) expliquent que si les actionnaires d'origine préfèrent garder le contrôle de leur société, ils peuvent promouvoir la liquidité par la dispersion de la structure de propriété du « flottant » (*free float*) et empêcher la formation de nouveaux blocs de contrôle. Cette stratégie permet de créer un mécanisme qui prévient toute tentative de prise de contrôle hostile.

Mais, atteindre un niveau élevé de liquidité peut générer des coûts supplémentaires. Nous pouvons affirmer, toutes choses égales par ailleurs, que la concentration de la structure de propriété confère plus d'avantages que la dispersion de propriété car l'actionnaire majoritaire a le droit de surveiller activement la société et

peut participer aux activités de la société afin de réduire les coûts d'agence.² Il est possible également que, dans la pratique commerciale, quelques sociétés favorisent les avantages de la concentration de propriété. Ces politiques les amènent à perdre de la liquidité.³ Alternativement, il existe un coût à supporter pour atteindre le niveau de liquidité souhaité par l'émetteur dans le cas d'une introduction en bourse, car celle-ci conduit à la participation de nouveaux investisseurs. Cette recherche suppose que ce coût se reflète à travers le niveau de la sous-évaluation de chaque offre d'introduction en bourse.

En ce qui concerne la performance à long et moyen terme des introductions en bourse, Miller (1977), (2000) confirme l'existence des divergences des thèses pour expliquer la dégradation dans la performance à travers le temps de ces opérations. En effet, la plupart des études effectuées dans les pays anglo-saxons montrent que la performance des introductions en bourse se dégrade à long terme. Par contre, du côté européen nous manquons d'études empiriques, où des études confirment la dégradation de la performance à long terme et d'autres montrent l'amélioration de la performance.

L'objectif de notre thèse est d'élucider dans un premier temps la relation entre la structure de propriété et la liquidité d'une part, le niveau de sous-évaluation et la structure de propriété d'autre part. En particulier, nous testerons l'hypothèse d'une relation négative entre la concentration de propriété et le niveau de la sous-évaluation au cours d'une introduction en bourse. Cette étude nous permettra d'examiner deux systèmes de *corporate governance* (*Insider system/outsider system*). Les investissements dans le premier système sont plus orientés vers le contrôle, l'utilisation fréquente d'actions à double droit de vote et les structures pyramidales, ce qui engendre la concentration de propriété.⁴ En Europe continentale, même après l'ouverture de leur capital au public, les sociétés cotées restent souvent fortement contrôlées. Par contre, selon Brennan et Franks (1997), même si les offres d'introduction en bourse aux États-Unis et au Royaume-Uni se caractérisent par l'orientation vers le contrôle, la structure

² Voir à cet égard, Jensen et Meckling (1976), Demsetz et Lehn (1985), Shleifer et Vishny (1986) et Burkart, Gromb et Panunzi (1997).

³ Bolton et Von Thadden (1998) présentent un modèle qui analyse les coûts et les bénéfices procurés par la concentration de propriété.

⁴ Voir à cet égard Bebchuk et Roe (1999), Pagano et Röell (1998).

de propriété quelques années après l'introduction en bourse devient typiquement dispersée avec une séparation entre la propriété et le contrôle.

Ensuite, dans un deuxième temps, nous comparerons la performance à long terme entre les introductions en bourse réalisées sur le marché européen des valeurs technologiques par rapport à celles effectuées sur le marché comparable américain. Cette étude est intéressante car elle permet d'étudier les introductions en bourse effectuées par des entreprises de petite taille ainsi que celles de tailles plus ou moins équivalentes. En plus, l'étude des introductions en bourse sur les deux marchés est très intéressante, puisque ces derniers diffèrent par le système de *corporate governance* (*outsider system* versus *insider system*). Il est également intéressant d'étudier la performance à long terme. Comme le souligne Ritter (1991), si le problème de pricing persiste sur le long terme, ceci soulève des questions sur l'efficacité des marchés financiers. Récemment, de nombreuses études telles que Brav et Gompers (2000), Brav et Gompers (1997) et Barber et Lyon (1997) ont examiné les différentes approches des rendements anormaux à long terme. Les auteurs affirment que chacune de ces approches a des limites. En plus de leurs critiques pour un certain nombre d'études précédentes, les auteurs affirment que le choix de la méthodologie de mesure détermine à la fois la taille et la puissance du test statistique.

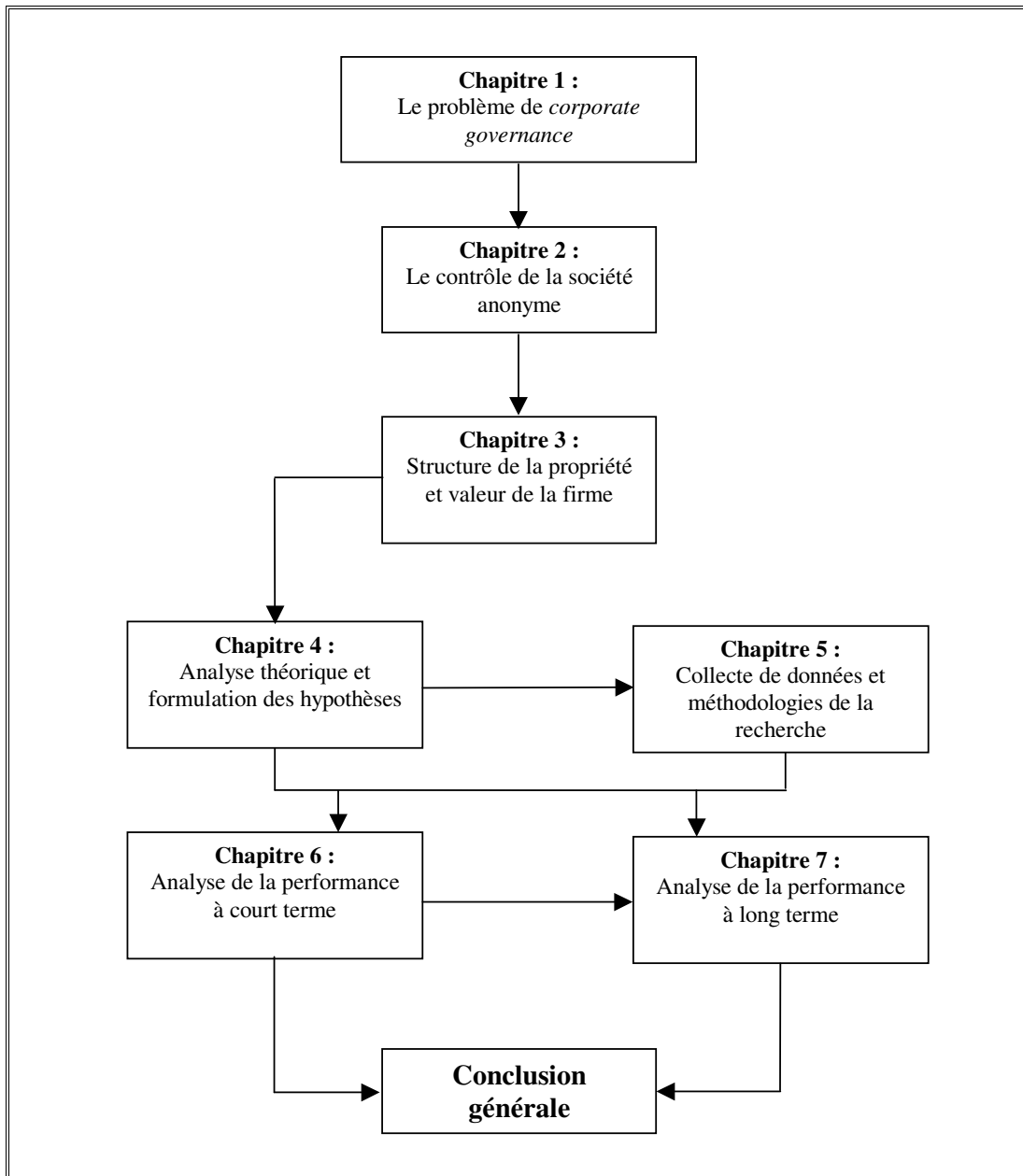
Afin d'atteindre ces objectifs, nous utiliserons deux échantillons. Le premier se compose de 277 sociétés qui ont procédé à l'introduction d'actions ordinaires sur l'Euro.NM entre 1997 et 1999. Le deuxième échantillon comparable se compose de 277 sociétés introduites sur la même période sur le NASDAQ.⁵ Ce pairage est effectué par taille de société au moment de l'introduction en bourse, par secteur industriel et par année d'introduction. Le pairage a pour but d'éliminer l'impact des trois effets sur le résultat que l'on obtient : l'effet sectoriel, l'effet taille et l'effet de « fenêtre d'opportunité » (*périodes d'émissions « chaudes » et « froides »*).

⁵ Malgré l'existence d'un autre marché comparable à l'Euro.NM qui est l'EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*), nous sommes particulièrement intéressées par une comparaison avec le marché de référence dans les introductions des valeurs technologiques. Surtout que le rachat de l'EASDAQ par le NASDAQ était dans le but d'assurer la double cotation sur ces deux marchés et d'étendre les activités vers l'europe.

Section II : Présentation générale de la dissertation et revue des différents chapitres

La figure 1-A sert d'illustration de la structure de la dissertation, basée sur le contenu des différents chapitres. Les flèches indiquent les liens entre les différents chapitres.

Figure 1 - A : Structure de la dissertation



Le chapitre 1 présente le problème de *corporate governance*. Ensuite, Le chapitre 2 présente le cadre conceptuel du contrôle de la société anonyme. Dans ce

chapitre, nous décrirons les principes « politiques » de fonctionnement de la société anonyme en insistant plus particulièrement sur les aspects politiques du processus de prise de décision. Comme le conseil d'administration représente l'interface de contrôle entre les actionnaires et les dirigeants, nous étudierons les principaux aspects du *corporate governance* liés au conseil d'administration de la société anonyme. Ensuite, nous présenterons les différents systèmes de *corporate governance* et nous clôturerons par les caractéristiques distinctives de chacun de ces systèmes.

Dans le chapitre 3, nous examinerons les théories qui étudient la structure de propriété, du contrôle et la valeur de la firme. Dans ce chapitre, nous passerons en revue la littérature consacrée à ces différentes thématiques. Il s'agit d'élucider l'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur la performance économique et financière. Nous mènerons dans ce chapitre une analyse critique afin d'en tirer les leçons positives pour élaborer une nouvelle approche visant à améliorer les procédures utilisées antérieurement.

Le chapitre 4 présente le cadre théorique qui guidera le plan d'expérimentation de la recherche. Ce chapitre peut être vu comme une passerelle qui relie la revue de la littérature et le travail empirique que nous effectuerons.

Le chapitre 5 traite des approches utilisées pour valider empiriquement les hypothèses de la recherche. Il couvre la procédure d'échantillonnage, les différentes définitions des variables de mesure et l'analyse des données. À ce niveau, le choix méthodologique a, sans doute, des conséquences sur l'analyse empirique réalisée dans les chapitres qui suivent.

Les chapitres 6 et 7 constituent le corps même de la partie empirique de la dissertation. Au début de chacun de ces chapitres, nous commencerons par une analyse descriptive des variables utilisées afin de comprendre les particularités des deux échantillons étudiés. Ensuite, nous approfondirons l'analyse statistique des données dans le but de présenter des modèles explicatifs pour les différentes thématiques étudiées. En effet, les mêmes données et variables sont utilisées de manière différente dans les deux chapitres. Il peut sembler superflu d'utiliser les mêmes données dans différents chapitres. Toutefois, il y a des raisons fondamentales pour procéder de cette

manière. La première est de prendre en considération le maximum possible de facteurs explicatifs, ce qui permet de réduire le risque de ne négliger aucun des facteurs, ni les relations qui existent entre eux. La deuxième raison et la plus importante est que les deux chapitres traitent deux questions différentes et les choix méthodologiques sont effectués en fonction de ces questions.

Dans le chapitre 6, nous présentons les résultats de notre étude empirique menée sur un échantillon de 277 offres d'introduction en bourse sur le marché Euro.NM et 277 opérations équivalentes sur le NASDAQ. En particulier, l'intérêt de ce chapitre porte sur l'analyse de la relation entre le niveau de la sous-évaluation d'une offre d'introduction en bourse, sa structure de propriété après le processus d'allocation du capital et son niveau de liquidité ex-post. Nous essayerons de montrer si le niveau de la sous-évaluation est positivement corrélé à la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. En effet, si l'émission d'une société est sous-évaluée, il est très probable que les actionnaires fondateurs préfèrent garder une fraction importante du capital afin de maintenir le contrôle. La structure de propriété permet donc d'expliquer la variation au niveau de la liquidité. La liquidité d'une société dont l'offre est sous-évaluée est plus élevée que celle d'une société surévaluée.

Le chapitre 7 est également empirique mais son but est d'expliquer les performances boursières à moyen et long terme des entreprises européennes introduites en bourse sur l'Euro.NM et les comparent à des opérations équivalentes introduites sur la même période sur le NASDAQ.

Enfin, la conclusion générale de la thèse présente une synthèse théorique et empirique des résultats les plus significatifs de la recherche. Ensuite, nous discuterons les limites de la présente étude et des suggestions pour des études ultérieures.

PREMIÈRE PARTIE

LE POSITIONNEMENT THÉORIQUE DE LA RECHERCHE

L'exercice réel du pouvoir dans une société financière, industrielle ou commerciale a toujours été un enjeu économique majeur. Le pouvoir de décider a un prix spécifique qui se manifeste notamment par une survalorisation du bloc d'actions lors d'une cession entraînant un changement de majorité, par rapport au prix, sensiblement moindre, payé pour une prise de participation minoritaire. Dans les sociétés cotées, le problème du corporate governance semble se poser de façon différente, dans la mesure où la majorité est rarement détenue par un actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires. En vérité, il n'en n'est rien, seul varie le pourcentage du capital détenu par l'actionnaire. Sous réserve de règles spécifiques résultant de la cogestion, les sociétés anonymes, quelle que soit leur taille, connaissent un régime plus ou moins commun. Toutefois, Charreaux (1997a), p. 1658, souligne que, sous l'effet de globalisation des marchés et/ou des volontés des hommes politiques, l'étude comparée des différents systèmes nationaux de corporate governance montre l'existence de différences significatives et d'évolutions. Pour l'auteur, la performance économique nationale dépend vraisemblablement de la forme du système de corporate governance. Le débat sur le sujet a généré un vaste courant théorique et de nombreuses études se sont intéressées ; la plupart opposent les systèmes anglo-saxons au système germano-nippon. Ce problème nous a paru suffisamment complexe pour faire l'objet central de notre analyse afin de pouvoir positionner notre recherche dans son courant théorique.

Cette première partie est intégralement consacrée à une analyse du cadre conceptuel et à un examen approfondi de la relation entre la structure de propriété et la performance économique. Elle comptera trois étapes.

En premier lieu (chapitre 1), nous introduisons le problème de corporate governance. L'objectif est de mieux comprendre la gestion et le fonctionnement des entreprises.

La deuxième étape (chapitre 2) consiste à étudier le cadre conceptuel du contrôle dans la société anonyme. Cette démarche nous permettra de mieux élucider les conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle.

Enfin, la troisième étape (chapitre 3) portera sur une revue de la littérature consacrée à la relation entre la structure de propriété et la création de valeur, visant à présenter les limites de ces études. Tout au long de ce chapitre, la situation des marchés anglo-saxons constituera notre cadre de référence, puisque c'est sur cette situation que la plupart des recherches ont porté.

Chapitre 1

LE PROBLÈME DE CORPORATE GOVERNANCE

Le « *gouvernement d'entreprise* », mieux connu sous le nom de « *corporate governance* », est depuis une décennie à la une de l'actualité économique et financière. Initié dans le contexte anglo-saxon, le débat a gagné de l'ampleur, et un des grands défis consiste en l'amélioration de la compréhension des mécanismes de corporate governance conçu comme système dynamique.⁶ Ainsi, un certain nombre de comparaisons internationales révèlent la diversité des systèmes de contrôle entre systèmes nationaux.

Les principes de corporate governance ont fait florès aux Etats-Unis et ensuite au Royaume-Uni au cours de ces dernières années, jusqu'à s'inscrire dans des documents qui font aujourd'hui référence : « **Principes de Corporate Governance** »⁷ d'une part, « **Rapport Cadbury** »⁸ d'autre part. La réflexion sur l'application de ces principes ne s'est engagée que tardivement en Europe continentale, et son cheminement demeure tortueux.

L'émergence de ce débat résulte principalement de deux facteurs : d'une part, la volonté nouvelle de la part des actionnaires *minoritaires* d'abandonner progressivement leur attitude de partenaire dormant et qui n'hésitant plus à se regrouper pour contester les décisions qui leur sont défavorables. D'autre part, l'internationalisation croissante des marchés de capitaux implique une pression croissante des actionnaires minoritaires pour faire respecter les règles de bonne conduite qui caractérisent un marché *équitable* et *efficient*.

⁶ Charreaux (1997b), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in Charreaux G. (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance – Théorie et Faits*, Paris, Economica, Collection Recherche en Gestion, p. 421-469.

⁷ *American Law Institut*, 1993.

⁸ *Financial Aspect of Corporate Governance, The code of Best Practice*; Décembre 1992.

Le premier pas vers la présentation de notre approche consiste à exposer, dans un premier temps, le problème de *corporate governance* et ensuite présenter le problème général de notre recherche. Le « **gouvernement des entreprises** » n'est qu'une traduction (critiquée par certains) de l'expression anglaise « **corporate governance** ». Par exemple, Thiveau (1994), p. 249, conteste cette traduction *corporate governance* par gouvernement d'entreprise qui paraît être selon lui, « une transposition abusive et dangereuse au regard de la philologie comme à celui du droit et des institutions ». Ainsi, pour éviter toute ambiguïté, nous préférons utiliser le concept « corporate governance » tel qu'il est en anglais dans les développements qui suivent.

Section I : Définition du corporate governance

Le *corporate governance* est un concept qui a de plus en plus d'importance comme facteur de compétitivité des entreprises dans le contexte de la structure économique des nations. La littérature financière à ce sujet est abondante et divers auteurs ont proposé plusieurs définitions, nous en retenons deux.

La première donnée par Shleifer et Vishny (1997), p. 737, « *le corporate governance est l'étude des moyens par lesquels les pourvoyeurs des moyens financiers de l'entreprise se garantissent de l'obtention d'un rendement de leurs investissements* » et la seconde, plus large, par Charreaux (1997b), p. 1, « *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Nous constatons clairement que la première définition est orientée vers la protection des intérêts des actionnaires, contrairement à la seconde qui positionne le dirigeant au centre du processus des prises de décision. Une telle définition s'inspire du constat d'une possible divergence d'intérêts entre le dirigeant et les autres « **stakeholders** » (*parties prenantes ou encore requérants*).

Selon Charreaux (1997b), le *corporate governance* a comme objectif de délimiter la latitude managériale afin de sauvegarder les intérêts de l'ensemble des stakeholders. Les actionnaires étant les derniers à être rémunérés, ils supportent par conséquent la totalité des risques pris par la société.

Le *corporate governance* renvoie donc directement à l'influence des décisions stratégiques sur la création de valeur. Dans la mesure où la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur est placée sous leurs responsabilités. Par conséquent, le rôle assigné au corporate governance est alors, à l'aide d'un ensemble de mécanismes incitatifs et de contrôle, d'aligner le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires minoritaires.

Avant d'approfondir notre réflexion, il est fondamental d'éclairer la nature du conflit d'intérêt entre actionnaire dirigeant et de montrer le rôle joué par le conseil d'administration pour contrôler le dirigeant.

Section II : Le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants

Le conseil d'administration est une partie cruciale au niveau de la structure de la société. Il représente le lien entre les pourvoyeurs de fonds (*les actionnaires*) et les personnes qui utilisent ces fonds pour créer de la valeur (*les dirigeants*). En d'autres termes, il est la superposition entre une petite équipe qui s'occupe de la direction de la société et une impuissante partie largement dispersée qui souhaite s'assurer de la bonne gestion de la société. Cette description se base sur l'hypothèse de la séparation complète entre la propriété et le contrôle.

La survie de toute société dépend de l'équilibre entre deux puissances distinctes : la force des actionnaires et celle des dirigeants. La société dépend des actionnaires pour constituer le capital, mais réserve sa gestion quotidienne au dirigeant. Cette situation crée souvent pour ce dernier des opportunités d'excès de pouvoir. Ce problème est à l'origine des conflits entre les actionnaires et les dirigeants.

Jensen et Meckling (1976) et Fama et Jensen (1983b) affirment que la séparation entre la propriété et le contrôle du management peut conduire à des problèmes d'agence. Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence comme : « un contrat sous lequel une ou plusieurs personnes (*le(s) principal(s)*) engage une autre personne (*l'agent*) pour diriger ses intérêts en leur nom et en échange, il lui offre une rémunération. Ce qui implique la délégation de l'autorité de prise de décision à

l'agent ». Les problèmes d'agence peuvent surgir car le manager n'a pas la totalité des « **droits résiduels** » (*residual claims*).⁹ Ainsi, le comportement du manager peut diverger de celui préféré par les détenteurs des « **droits résiduels** ». Par exemple, Jensen et Meckling (1976) démontrent que les problèmes d'agence peuvent aboutir à une « surconsommation » des bénéfices non pécuniaires du point de vue du détenteur des droits résiduels. En effet, le « **principal** » (*le mandant*) s'attend à ce que le « **mandataire** » (l'agent) agisse de manière à maximiser sa fonction d'utilité. De son côté, le mandataire s'engage à agir dans ce sens. Cependant, on ne peut exclure que ce dernier puisse prendre des décisions qui vont maximiser autant que possible sa propre fonction d'utilité. La théorie de l'agence se fonde sur l'existence de cette opposition.

Les sociétés ne peuvent être dirigées par un consensus. Le dirigeant doit disposer d'une autorité afin de prendre des décisions rapides et prendre un risque raisonnable. En effet, si toute décision prise par le dirigeant doit être communiquée et approuvée par les propriétaires de la société, le développement de la société sera paralysé et celle-ci devient moins performante. Cependant, si les associés acceptent de déléguer des pouvoirs substantiels au dirigeant, ils ont besoin de s'assurer que ce dernier n'abuse pas de cette autorité. Le principal défi à soulever par le *corporate governance* est de connaître la manière par laquelle on accorde aux dirigeants une autorité discrétionnaire pour diriger la société.

Vraisemblablement, les actionnaires ne peuvent pas contrôler directement les dirigeants qu'ils ont engagés. Les actionnaires des conglomérats, par exemple, sont éparpillés et se comptent par dizaines de milliers dispersés dans le monde. Pour cela, les actionnaires ont le droit d'élire des administrateurs qui siègent dans le *conseil d'administration* et surveillent la gestion de la société en leur nom. Les administrateurs sont les représentants des propriétaires (ou les propriétaires eux-mêmes dans des sociétés contrôlées) ayant l'intention de veiller et sauvegarder les actifs de la société sous le respect de la loi.

⁹ Le droit de prendre toute décision concernant l'utilisation d'un actif, lorsqu'elle n'est pas spécifiquement définie par une loi ou un contrat avec un tiers. C'est-à-dire, selon la définition de Moles et Terry (1997), p. 466 : « *l'ensemble des droits revenant aux actionnaires sur les actifs après paiement de la dette de l'entreprise. Étant donné que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise. Par conséquent, ils ont le droit de partager (au pro rata) toute valeur résiduelle de l'entreprise* ».

Le conseil d'administration agit comme un point d'appui entre les actionnaires et le dirigeant. Il est chargé de surveiller le dirigeant et de s'assurer que ce dernier gère l'entreprise efficacement. Toutefois, il n'a pas le droit de s'impliquer dans la gestion des opérations de la société. En fait, il est présent pour évaluer la performance et pour réagir immédiatement, si c'est nécessaire, dans l'intérêt de la société.

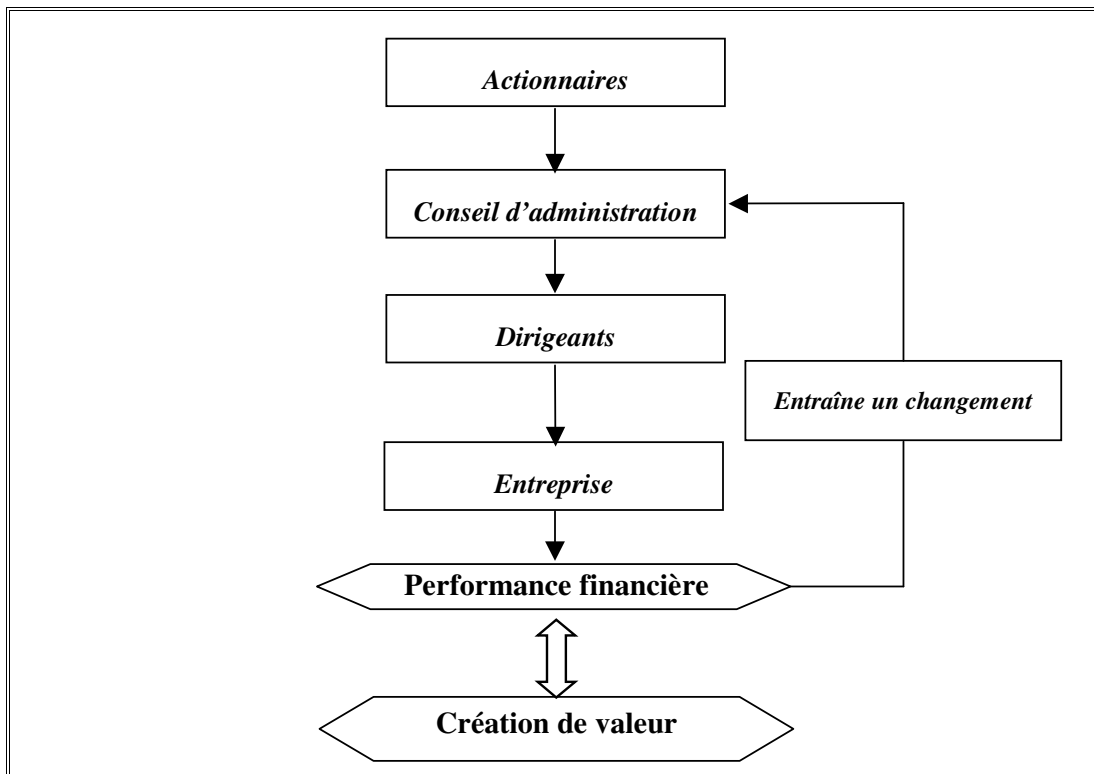
Section III : La structure du corporate governance

Fondamentalement, le système du *corporate governance* d'une entreprise fixe la répartition du pouvoir de contrôle entre les actionnaires, les membres du conseil d'administration et les dirigeants. Ces derniers nécessitent un intérêt particulier à cause de l'ambivalence de leur statut. Ils peuvent être aussi des actionnaires et des dirigeants, de telle sorte que leur loyauté envers les propriétaires peut s'en trouver renforcée ou partagée.

Le conseil d'administration est élu par les actionnaires. Il se compose de deux types d'administrateurs, externes ou internes. Ces derniers assurent la gestion de la société. Le conseil d'administration détermine la politique générale de la société qui est exécutée par la suite par le dirigeant et son équipe. Au sein de ce conseil, nous distinguons deux organes qui ont un rôle primordial dans le contrôle de la firme à savoir : le conseil de surveillance et le conseil de direction (*appelé encore comité de direction*). Le premier est l'organe de supervision du management de la société dont les membres sont élus par les actionnaires et qui doivent légalement défendre les intérêts de la société et pas seulement le groupe qu'ils représentent. Le conseil de surveillance nomme le conseil de direction (ou le directoire) qui s'occupe de la surveillance du management de la firme. L'un des membres du conseil est désigné comme président par les autres.

L'actionnaire jouit d'un rôle fondamental pour influencer la structure du corporate governance à travers sa présence dans le conseil d'administration. En effet, il peut exercer une influence sur le dirigeant en matière d'allocation de ressources. Cette relation met en évidence l'impact du mode de contrôle sur la performance financière de la société.

Figure 1 - B : Schéma relationnel entre la société et ses actionnaires à travers l'organisation du contrôle



La figure 1-A illustre la relation entre la société (plus précisément sa performance économique et financière) et ses actionnaires via l'organe du contrôle à savoir le conseil d'administration. Dans notre schéma, l'accroissement de la valeur¹⁰ de la firme constitue un facteur important au niveau de la relation entre la société et ses actionnaires à travers son conseil d'administration. En effet, il est plausible que la surveillance du conseil permette d'améliorer les résultats. De plus, il est également concevable que des résultats décevants entraînent des modifications de la composition lorsque la conjoncture impose un changement de stratégie et donc, parfois, de structure du corporate governance. Prendre donc en considération la structure de propriété est une opération très pertinente afin de comprendre le lien entre la structure du corporate governance et la création de valeur.

Notre analyse part de l'hypothèse que la configuration apparaissant au schéma ci-dessus ne constitue pas une représentation universelle de la structure actuelle de

¹⁰ *Faut-il parler de performance financière ou de création de valeur ?* En réalité, tout concept devrait être explicitement énoncé et suivre son intérêt épistémologique. Ainsi, nous nous consacrerons la première section du troisième chapitre de notre thèse pour donner une réponse satisfaisante à cette question.

corporate governance, même dans les pays anglo-saxons. En effet, le corporate governance implique des relations entre les différents « stakeholders » (*parties prenantes*), autant intérieures qu'extérieures à l'entreprise. Cependant, ce modèle met en relief la relation entre la structure de propriété et l'entreprise et son impact sur sa performance financière.

Le conseil d'administration est élu par les actionnaires qui, quoique égaux en droit, disposent de pouvoirs de fait différents. Il a pour mission de mettre en place une stratégie pour l'entreprise ainsi que la désignation d'une équipe de direction. Celle-ci veillera à la mise en pratique de cette stratégie et à s'assurer du bon déroulement des opérations quotidiennes de la firme, notamment en matière d'allocation des ressources mises à disposition par les actionnaires et les créanciers.

L'efficacité des dirigeants en matière de gestion et d'allocation des ressources est jugée, de la part des actionnaires à travers le conseil d'administration, par la performance financière de l'entreprise. En effet, la sous performance de celle-ci, en dehors de mauvaises conditions liées à la conjoncture, indique les mauvais choix d'investissements effectués par cette équipe. En outre, elle prouve leurs incapacités à bien gérer l'entreprise et à assurer sa croissance. Par conséquent, cette sous performance oblige le conseil d'administration, qui est le représentant des actionnaires, à réagir et à effectuer le changement nécessaire afin de redresser la situation.

Chapitre 2

LE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ ANONYME

Les formes légales des entreprises qui permettent aux dirigeants d'attirer des sources de financement externes considérables, sont parmi les plus importantes innovations de la révolution industrielle. Une bonne partie de la richesse créée par le système capitaliste s'est établie sur la base du succès économique de ces entités. La vedette de ces formes légales, la société par actions, domine les secteurs industriels, bancaires, d'assurance et du commerce partout dans le monde. La société anonyme (SA) est l'habit juridique le plus répandu pour la moyenne et surtout la grande entreprise. À la base de cette structure reposent des groupes tant nationaux qu'internationaux. Elle est une société de capitaux à l'état pur, exclusivement composée d'associés dont la responsabilité est limitée à leurs seuls apports. En rémunération de ceux-ci, ils reçoivent des parts sociales dénommées actions, librement négociables, et dont la cession n'a guère d'effet sur l'existence de la société anonyme qui se comporte comme un être autonome dont la vie repose sur le patrimoine social, quelle que soit la personnalité des associés. Cette structure a joué un rôle fondamental tant dans le processus de croissance des sociétés que dans la conception même de la théorie de la firme.

D'un strict point de vue juridique, la société est conçue comme un *contrat* fondé sur trois conditions fondamentales. La première est la mise en commun d'apports constitués par les biens mis à la disposition de la firme par les associés afin de permettre à celle-ci de réaliser son objet social. Les apports ne se limitent pas aux seules espèces mais peuvent de façon générale consister en tous biens cessibles. Ils sont matérialisés par un titre négociable : l'action qui joue un rôle de catalyseur dans le cheminement de l'épargne vers les entreprises. La deuxième condition fondamentale du contrat de société est la participation aux bénéfices et la contribution relative aux pertes. La mise en commun d'apports trouve sa suite logique dans le partage des mauvaises ou des bonnes fortunes des sociétés. Selon ce principe, une société ne peut donc pas priver un ou plusieurs associés d'une part des bénéfices, pas plus qu'elle ne peut l'affranchir de toute perte. Enfin, la troisième condition concerne la volonté commune des associés de

former une société. L'intention de réaliser le but commun défini par l'objet social doit être présente. Cette volonté constitue « l'esprit entrepreneurial » sur lequel la société, dotée de la personnalité morale, est organisée afin de dégager les moyens nécessaires pour arriver au but collectif défini par l'objet social.

La mise en œuvre d'un projet d'entreprise associe des partenaires dont les intérêts ne coïncident pas nécessairement sur tous les points. Hayafil (1997), p. 2139, souligne que le système de “**gouvernance**” mis en place a pour vocation d'orienter les décisions des dirigeants lorsque ces derniers sont susceptibles de porter tort à l'un des partenaires en question. En effet, la survie de toute société dépend de l'équilibre entre deux puissances distinctes : la force de ceux qui possèdent la société (les actionnaires) et ceux qui la dirigent. La société dépend des actionnaires pour constituer son capital mais réserve sa gestion quotidienne au dirigeant. Cette situation crée souvent pour ce dernier des opportunités de dévier de la poursuite de l'intérêt des actionnaires.

Les sociétés ne peuvent être gouvernées par un consensus. Le dirigeant doit disposer d'une certaine autorité afin de prendre des décisions rapides et prendre un risque raisonnable. En effet, si toute décision prise par le dirigeant devait être communiquée et approuvée par les propriétaires de la société, celle-ci serait paralysée et peu performante. Cependant, si les associés acceptent de déléguer des pouvoirs substantiels au dirigeant, ils ont besoin de s'assurer que ce dernier n'utilise pas cette autorité à des fins propres. Le principal défi du *corporate governance* est de fixer la forme d'autorité *discrétionnaire* accordée aux dirigeants. Cette remarque nous conduit à poser les questions suivantes : Quelle est la définition du « contrôle » ? quelle est la différence entre le droit de vote, le contrôle et la surveillance ? Quelles sont les conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle ?

Dans ce chapitre, nous examinons ces différentes questions en se basant, plus particulièrement, sur les efforts et réflexions qui se sont développés aux Etats-Unis et en Europe. Ensuite, nous présentons les différentes caractéristiques propres à chaque système de *corporate governance*. Enfin, nous mettons en évidence le lien entre la structure de propriété, le contrôle et la valeur de la firme.

Section I : La séparation de la propriété et du contrôle dans « The Modern Corporation »¹¹

Dans cette section, nous aborderons la relation entre la séparation de la propriété et le contrôle. Nous présenterons le cadre conceptuel du contrôle de la société. Ensuite, nous soulignerons les différentes implications de la conséquence de la séparation entre la propriété et le contrôle. Nous décrirons les différentes catégories d'actionnaires. Enfin, nous exposerons les principes de fonctionnement de la société anonyme.

§ 1 – *Le cadre conceptuel du contrôle*

Le concept de contrôle a suscité une attention particulière dans la littérature organisationnelle. Il a été défini pour la première fois par Fayol H. [1916] qui estime que cela « *consiste à vérifier si tout se passe conformément au programme adopté, aux ordres donnés et aux principes admis* ». ¹² Dans son esprit, il s'agit de repérer les erreurs afin d'éviter qu'elles se renouvellent. Selon Fama et Jensen (1983b), un contrôle efficace se déroule en quatre étapes. L'initialisation correspond aux propositions faites ex-ante quant à l'utilisation des ressources. La ratification est relative au choix des initiatives de décisions. La mise en place correspond à l'exécution des décisions ratifiées. Enfin, le contrôle comprend aussi la mesure des performances des agents ainsi que la mise en place des récompenses. Contrairement à celle de Fayol, cette deuxième définition paraît plus précise car elle a l'avantage d'attirer l'attention sur les différentes dimensions du concept de contrôle.

En effet, pour Fayol, le contrôle est un acte de *surveillance* visant à s'assurer que les obligations du personnel ont bien été remplies, c'est-à-dire, de vérifier ou d'inspecter de manière attentive la régularité des décisions prises par ces agents. Il s'agit donc d'un *contrôle interne* à l'entreprise. Dans l'esprit de Fama et Jensen (1983b), il s'agit du contrôle exercé par les propriétaires sur le(s) dirigeant(s) de la firme. En d'autres termes, c'est une autorité qui s'exerce sur les prises de décisions au sein de la firme, généralement obtenue en faisant l'acquisition, seul ou avec l'appui d'alliés, d'une part importante des actions de cette firme.

¹¹ Selon l'expression de Berle et Means (1932).

¹² Fayol (1970), « *Administration industrielle et générale* », Paris, Dunod, p. 133.

Le système de direction de l'entreprise recouvre plusieurs niveaux d'influence. Il est à l'articulation de relations de propriété, de contrôle et de pouvoir et plusieurs filtres s'intercalent entre ces trois niveaux. À un même degré de propriété peuvent être associés des degrés de contrôle variables et à un même degré de contrôle peuvent correspondre des degrés de pouvoir également inégaux.

Adhérant au concept de contrôle élaboré par Fama et Jensen (1983b), nous affirmons que le contrôle représente un droit politique attaché aux droits de vote. Il s'évalue soit en fonction du poids de l'engagement financier de l'actionnaire dans le capital ou de la distribution des droits de vote (et non des actions), soit en fonction des éventuelles alliances d'actionnaires au sein d'un bloc et de la configuration de l'actionnariat. Il s'agit d'un *contrôle financier* dans la mesure où il est défini comme une expression de la puissance financière de l'actionnaire, même si celle-ci est partiellement déconnectée des droits de vote. Le degré de contrôle est donc le poids politique relatif attaché aux actions détenues en relation avec la répartition de l'actionnariat dans l'entreprise. Il n'en est pas de même du *pouvoir* qui se définit comme la capacité d'influencer les décisions de gestion. Entre le contrôle et le pouvoir s'insèrent deux médiations. La médiation directe est celle des administrateurs élus par les actionnaires ; en particulier le pouvoir des actionnaires minoritaires repose sur le nombre et l'autorité effective des administrateurs qui les représentent. La médiation indirecte n'est autre que l'ensemble des procédures de décisions stratégiques ouvertes sur le vaste champ des théories de la décision et de la sociologie des organisations. Elle ne se laisse pas enfermer dans une définition simple.

Les titres d'une firme ne sont pas uniquement des droits à percevoir une partie des résultats de celle-ci. Ils confèrent aussi des droits de regard sur la firme et sur les prises de décision. Les actionnaires peuvent, par exemple, élire un conseil d'administration chargé de contrôler, de motiver et de discipliner les dirigeants, ainsi que de superviser la stratégie mise en œuvre. Ils peuvent aussi voter pour remplacer un administrateur qui, selon eux, n'exécute pas ses tâches de manière satisfaisante. De plus, dans de nombreux pays, une entreprise ne peut pas vendre le gros de ses actifs ou disparaître suite à une fusion par exemple, sans que les actionnaires n'aient voté leur accord.

En réalité, les actionnaires ne peuvent pas contrôler directement les dirigeants qu'ils ont engagés. Dans les grandes sociétés, l'actionnariat est généralement dispersé dans le public. Pour cela, les actionnaires ont le droit d'élire des administrateurs qui siègent dans le *conseil d'administration* et qui surveillent la gestion de la société en leur nom ; c'est une partie cruciale de la structure de la société. Il représente le lien entre les pourvoyeurs de fonds (les actionnaires) et les personnes (les dirigeants) qui utilisent ces fonds pour créer de la valeur, ce qui signifie qu'il est l'intersection entre une petite équipe qui s'occupe de la direction de la firme et une partie impuissante largement diffusée dans le public qui souhaite s'assurer de la bonne gestion de la société.¹³ Les administrateurs nécessitent un intérêt particulier à cause de l'ambivalence de leurs statuts. Ils peuvent être aussi des actionnaires et des dirigeants, de telle sorte que leur loyauté envers les actionnaires peut s'en trouver renforcée ou partagée.

Le conseil d'administration et plus précisément les administrateurs jouent un rôle fondamental dans le processus du *corporate governance* (Fama et Jensen (1983b)). Ils assument la responsabilité de surveiller le dirigeant et d'évaluer ses performances, fixent les rémunérations des cadres de la firme, présentent leurs conseils aux dirigeants sans s'immiscer dans la gestion quotidienne de la société et fixent les objectifs à long terme de la firme. Mais leurs principales responsabilités consistent à résoudre les conflits d'agence qui surgissent entre les actionnaires et les dirigeants.¹⁴

§ 2 – Conséquence de la séparation entre la propriété et le contrôle dans la société anonyme

Il est difficile de parler de contrôle sans étudier la propriété et les phénomènes de concentration et de dispersion de la propriété qui constituent une des caractéristiques fondamentales des structures actuelles du marché. Après avoir défini la concentration de propriété, nous analyserons le rôle de la structure de propriété dans la désignation des membres d'administration. Enfin, nous étudierons la relation entre la concentration (versus dispersion) de la propriété et le management.

¹³ Cette description se base sur l'hypothèse de la séparation entre la propriété et le contrôle. En pratique, la présence d'un actionnaire majoritaire fort peut affaiblir l'équipe de direction.

¹⁴ Voir à cet égard, le rapport du *Business Roundtable* (association des Chief Executive Officer représentant les plus importantes firmes américaines) publié en 1997 sur le rôle du conseil d'administration et le rôle des administrateurs dans le processus de décision de la firme.

La théorie classique conçoit la firme comme un schéma personnalisé et unitaire. L'entrepreneur est assimilé au propriétaire preneur de risques et bénéficiaire du profit. En effet, la *propriété* est un droit patrimonial : c'est le droit de disposer d'une fraction de la richesse de la firme en même temps qu'il est un engagement. Le droit sur la richesse de la firme est celui d'user des revenus futurs (plus-values ou dividendes) en contrepartie du risque assumé. L'engagement qui est la contrepartie du droit est celui de supporter les pertes éventuelles au prorata de la participation de l'actionnaire. Le droit de propriété n'est donc pas seulement un droit aux bénéfices, il est aussi un droit aux pertes et en ce sens la notion de droit est indissociable de la responsabilité. La richesse de l'actionnaire s'évalue donc à partir du couple revenu/risque du titre. Le point de vue de l'investisseur financier ne s'élargit à d'autres considérations que dans la mesure où la valeur du titre est affectée par celles-ci. Dans cette optique, il va de soi que le contrôle de la firme est étroitement lié à la propriété de celle-ci. Peut-on encore prétendre qu'il en est ainsi lorsque la firme est une société anonyme ?

D'un point de vue théorique, le siège du pouvoir de contrôle est constitué par l'ensemble des actionnaires. L'assemblée générale choisit les administrateurs, contrôle leur gestion et les révoque le cas échéant. Une telle conception n'est cependant guère satisfaisante. Elle se contente de considérer l'assemblée générale comme un ensemble homogène représentatif d'une volonté commune des actionnaires. Certains contestent que le siège du pouvoir de contrôle dans la grande société anonyme réside dans un des organismes légaux que sont l'assemblée générale ou le conseil d'administration.

L'étude de la concentration de la propriété est relativement récente. Elle n'a guère fait l'objet des analyses classiques et Karl Marx est un des premiers à avoir intégré ce phénomène dans une théorie générale du capitalisme. À ses yeux, il existe une double tendance à la concentration au sein du modèle capitaliste : d'une part, il y a une accumulation du capital constant au sein des entreprises par réinvestissement de la plus-value, d'autre part, et parallèlement à ce processus, le nombre de firmes se réduit. « Le capital attire le capital ». Selon Marx (1965), Volume I, page 1139, la concentration est donc un phénomène économique caractérisé à la fois par une croissance autonome des entreprises et une diminution corrélative de leur nombre. Il la considère comme un processus qui conduit à une catastrophe inévitable, à savoir la

concentration d'un gigantesque monopole national aux mains d'une seule compagnie de capitalistes.

Il n'est dès lors pas étonnant que, durant plusieurs années, le simple fait d'analyser la concentration ait été considéré comme une adhésion aux thèses marxistes. En réaction, plusieurs économistes furent tentés sinon de nier l'existence du phénomène, du moins d'en minimiser les conséquences. La crise économique des années 30 allait cependant modifier cet état d'esprit et donner une impulsion nouvelle aux études sur la concentration de la propriété.

D'autres auteurs comme Berle et Means (1932) se penchèrent sur le problème. Rejetant les vues pessimistes du marxisme, ils considèrent la concentration comme une mutation structurelle qui les oblige à revoir la valeur explicative des conclusions de la théorie classique et à rechercher des règles de fonctionnement d'un capitalisme de grande dimension. Le terme « concentration de propriété » est utilisé pour décrire tant un processus que le résultat de celui-ci.

Le phénomène sociétaire met en cause l'association classique du contrôle et de la propriété. Berle et Means furent les premiers à poser la problématique. Leur ouvrage, *The Modern Corporation and Private Property*, publié en 1932, a eu le mérite de mettre en évidence une conception nouvelle de la grande entreprise en réintroduisant le concept du pouvoir économique dans l'analyse du phénomène de la grande société. L'originalité fondamentale de leurs recherches a été de tester l'hypothèse d'une séparation du contrôle et de la propriété au sein de la société anonyme.

Dans cet ouvrage, ils présentent trois positions concernant le rôle de *l'entreprise moderne*. En effet, pour eux, celle-ci se développe en concentrant le pouvoir économique. Cependant, sa croissance est uniquement possible avec une propriété dispersée ; par conséquent, il apparaît une séparation entre la propriété et le contrôle, ainsi que l'affaiblissement de la position des propriétaires par rapport à celle des dirigeants :

- *Le pouvoir économique est concentré* : de nos jours, la grande *corporation* domine les principales industries, sinon, toute l'industrie dans la plupart des pays. Un grand nombre d'industries se développent sous cette forme

d'organisation. Apparemment, il n'existe aucune limite à cette forme de développement.

- *La propriété est dispersée et cette dispersion tend à s'accroître dans le temps* : accompagnant la concentration du pouvoir économique, l'actionnariat est devenu diffus et dispersé. La dispersion de la propriété dans ces entreprises semble être inhérente au système corporatif actuel. Ce processus apparaît inévitable pour le développement de l'entreprise.
- La séparation de la propriété et du contrôle surgit du fait que, sous le système corporatif, le contrôle de la richesse industrielle peut être exercé avec un minimum de propriété et même, dans certains cas, il peut s'exercer sans qu'il y ait une concentration de la propriété. Une propriété sans richesse et un contrôle sans une appréciable propriété apparaissent comme une issue logique du développement de ce système.

La combinaison de ces trois propositions nous amène à prédire que le pouvoir économique concentré n'est pas nécessairement exercé par les propriétaires, mais plutôt par d'autres tiers tels que les dirigeants. En effet, le pouvoir de contrôle augmente à chaque fois que l'actionnariat de celle-ci devient largement diffus dans le public. En d'autres termes, aucun actionnaire n'est en position d'influencer les dirigeants ou d'utiliser ses participations pour l'accumulation de la majorité nécessaire afin de prendre le contrôle. Pour Berle et Means (1932), le contrôle de la firme par les dirigeants est un résultat résiduel qui surgit d'un vide du droit de vote.

D'autre part, il est possible de contrôler la firme par des individus ou par des groupes externes qui détiennent une faible participation dans le capital, c'est le cas d'un contrôle de fait, par exemple. Par conséquent, le contrôle n'est pas nécessairement entre les mains des dirigeants. En outre, le droit de vote est l'instrument principal pour acquérir le contrôle d'une société. Car c'est souvent l'assemblée générale qui nomme les membres du conseil d'administration. Par conséquent, l'analyse de la concentration des droits de vote est le premier pas nécessaire pour acquérir le contrôle d'une société. Il existe des cas où le contrôle n'est exercé que par une concentration des droits de vote ou par l'absence de l'exercice de ces droits. Cependant, ces cas ne sont pas généralisés et la théorie économique moderne perçoit le contrôle comme un concept probabiliste (théorie des jeux) et non pas comme une variable discrète.

L'étude de Berle et Means est le point de départ d'autres recherches empiriques relatives à la dissociation entre le pouvoir économique et la propriété. Leur étude a été quantitativement actualisée par Larner (1966) et Herman (1981). La séparation de la propriété et du contrôle a été revue en détail par Fama et Jensen (1983b). Williamson (1983) insiste sur la nécessité de la mise en place d'une structure de « **gouvernance** » qui régule les conséquences des conflits entre les agents économiques.

À la suite de Ross (1973), Jensen et Meckling (1976) sont les premiers à décrire la séparation entre la propriété et le contrôle en terme de coûts d'agence. Ces auteurs concluent que cette séparation peut être efficiente. Pour eux, une relation d'agence surgit quand le principal (propriétaire ou encore mandant) lègue ses droits de prises de décisions à l'agent (dirigeant). Dans une relation d'agence, des problèmes surviennent lorsque l'agent satisfait ses intérêts plutôt que ceux de son mandant. La réduction des risques de ces conflits engendrés par un comportement discrétionnaire du dirigeant entraîne des coûts appelés coûts d'agence : coûts de surveillance, coûts de dédouanement et coûts résiduels.

L'exemple classique d'une relation d'agence est celui d'un actionnaire-dirigeant qui cède une partie du capital de la société à des investisseurs externes. De par sa position, l'actionnaire dirigeant va chercher à maximiser son utilité à travers l'augmentation de sa richesse mesurée par la valeur de la firme et les avantages en nature. Si l'actionnaire dirigeant cède une partie de la firme, il augmente la consommation des avantages en nature car il n'est plus le seul porteur du coût de l'avantage en nature. En conséquence, la valeur de la firme va diminuer. Les nouveaux actionnaires s'attendent à un changement de comportement de l'actionnaire d'origine et vont payer leur acquisition moins chère qu'auparavant. L'effort de surveillance et les coûts engagés surgissent à chaque fois que leur coût marginal devient égal au bénéfice marginal procuré par la réduction de la consommation des avantages en nature. Tous les coûts d'agence seront supportés par les actionnaires d'origine (ou les preneurs de décision) provoquant ainsi une dégradation de la valeur de la firme. Dans le cadre de la théorie de l'agence, la séparation de la propriété et du contrôle dans une entreprise ne sera plus efficiente. Au contraire, elle aboutira à une dégradation de la valeur de la firme.

En plus de l'explication des coûts d'agence des titres, Jensen et Meckling élargissent la théorie de la structure de propriété afin de couvrir la structure du capital de la firme. Les coûts d'agence associés à la structure du capital surgissent de l'utilisation de la dette. En effet, les coûts d'agence de la dette proviennent d'une prime à la charge des actionnaires d'origine qui cherchent à se financer par des fonds empruntés. Ces coûts d'agence incorporent le mécanisme incitatif pour que l'actionnaire d'origine s'engage dans un comportement risqué puisque la responsabilité de l'échec est supportée par le financier. En effet, ce dernier va engager des coûts de surveillance afin de prévenir tout comportement risqué et éviter les coûts à supporter en cas de faillite de l'actionnaire d'origine. Les auteurs concluent que, pour une participation donnée de l'actionnaire d'origine, le niveau optimum des capitaux propres détenus par les nouveaux actionnaires est celui qui réduit au minimum les coûts d'agence.

Étant donnés les coûts d'agence, quand observe-t-on une séparation optimale entre la propriété et le contrôle ? La structure optimale d'une organisation pour un niveau donné de coûts d'agence est explorée par Fama et Jensen (1983a, b). Les auteurs concluent qu'il est plus efficient de regrouper le management, le contrôle et de faire supporter le risque résiduel par un seul agent dans les sociétés de petite taille car celles-ci ne disposent pas d'une structure complexe, et n'exigent pas des connaissances très spécialisées en matière de management ni une diversification pour diminuer le risque. Les petites entreprises non complexes se caractérisent par une structure de propriété fermée, limitée souvent à un seul ou quelques actionnaires dénombrés. Dans ces entreprises, le décideur est également celui qui supporte le risque résiduel.

Lorsque les gains procurés par la diversification du risque et les compétences spécialisées en matière de gestion sont justifiés, les entreprises deviennent plus motivées par la séparation entre la personne chargée du management et celle chargée du contrôle et supportant le risque résiduel. Dans ces entreprises complexes, Fama et Jensen (1983a) suggèrent que les coûts d'agence soient minimisés quand les différents agents disposent d'une compétence en matière de prise de décisions et lorsque ceux qui détiennent les droits résiduels délèguent le contrôle à ceux qui sont en mesure de surveiller et de sanctionner les décisions initiées et appliquées par le management. Selon Fama et Jensen (1983b), p. 302, les sociétés qui ouvrent leur capital (sociétés cotées en bourse) ne sont pas la seule catégorie d'organisation qui « sépare la sanction et la

surveillance des décisions de l'initiation et de l'application des décisions ». D'autres organisations telles que les associations professionnelles, les mutuelles financières et les organismes à but non lucratif ont une forme efficiente de la séparation de la propriété du contrôle. Les auteurs soutiennent l'hypothèse selon laquelle les organisations qui se distinguent d'une structure de *corporate governance* qui sépare la propriété et le contrôle sont efficientes et survivent à cause des bénéfices de la séparation ainsi que de la réduction des coûts d'agence.

Demsetz et Lehn (1983) adhèrent à l'efficiencia de la société cotée caractérisée par un actionnariat dispersé. En supposant que la consommation du facteur travail est différente dans les entreprises contrôlées par des actionnaires dirigeants, les auteurs estiment que la théorie de l'agence présente une limite. Ils affirment que les coûts du contrôle et l'excès de consommation des avantages en nature favorisent davantage la variation dans l'utilisation des ressources de la firme. En conséquence, les dirigeants choisiront la société qui satisfait le plus leurs désirs. La structure de propriété, qu'elle soit séparée ou non du contrôle, « est un résultat endogène du choix concurrentiel dans lequel divers avantages et inconvénients des coûts sont ajustés pour atteindre l'équilibre organisationnel de la firme ».

§ 3 – *Dualité d'actionnaires et leurs rôles*

L'existence d'un pouvoir de contrôle dissocié de la propriété a conduit les financiers à distinguer parmi les actionnaires, les propriétaires indivis de la société, les minoritaires et les actionnaires de contrôle. Comme le souligne judicieusement Champaud (1962), p. 29, « personne ne conteste sérieusement qu'il existe deux catégories d'actionnaires selon la part effective qu'ils prennent à l'administration des sociétés ». Jensen et Meckling (1976), en développant la théorie de l'agence, divisent eux aussi les actionnaires en deux groupes : les « **actionnaires de contrôle** » (*inside shareholders*) qui siègent et interviennent surtout dans la gestion de l'entreprise et les petits « **actionnaires passifs** » (*outside shareholders*) qui n'interviennent ni dans la gestion ni dans les décisions stratégiques telles que l'assemblée générale et qui ne sont rémunérés que par les distributions de dividendes.

Le groupe qui exerce le contrôle sur la société à travers le conseil d'administration est dénommé « administrateurs » ou, encore, « actionnaires de

contrôle ». Cette dernière expression offre l'intérêt de mettre en relief l'aspect financier de ce pouvoir et est fréquemment utilisée par les juristes et les financiers. Selon le mécanisme légal, les actionnaires de contrôle exercent leur pouvoir en choisissant, éventuellement en leur sein, les administrateurs de la société. Ceux-ci constituent l'émanation de ce groupe de contrôle auquel ils s'identifient. Cependant, d'un point de vue purement juridique, ils demeurent les mandataires de l'assemblée générale. Leur nomination et leur révocation éventuelle échappent néanmoins dans les faits à l'ensemble des actionnaires. Le mécanisme interne de la société anonyme aboutit donc à préserver le pouvoir en place puisque le seul contrôle réel possible est celui du groupe de contrôle.¹⁵

La deuxième catégorie dénommée actionnaires minoritaires, bailleurs de fonds, actionnaires rentiers ou encore actionnaires externes, se distingue par une participation individuelle faible dans le capital des sociétés bien que leur groupe, considéré dans son ensemble, présente souvent une majorité de fait. Leur isolement, leur inorganisation rendent cette majorité inefficace. On a souvent insisté sur leur passivité, mais ils ne disposent d'aucun moyen de concentration entre eux, si ce n'est une présence à une assemblée générale.¹⁶ L'anonymat entretenu par la technique des titres aux porteurs renforce cet isolement. Plusieurs auteurs, tant économistes que juristes, expliquent la faiblesse de ce groupe d'actionnaires par des éléments essentiellement psychologiques et sociologiques.¹⁷ *Ne faut-il pas plutôt imputer une part importante de cette situation au mécanisme même de la société anonyme qui favorise cet état de fait en privant l'actionnaire minoritaire d'une structure efficace lui permettant de participer plus étroitement au contrôle de la fonction d'entreprise ?* La société anonyme repose sur un

¹⁵ Les déficiences du mécanisme interne peuvent être éventuellement compensées par les mécanismes externes du marché des sociétés.

¹⁶ En effet, il y a un conflit d'intérêts entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires dirigeants. Les premiers ont intérêt à s'opposer au contrôle des détenteurs de blocs (ce sont des blocs minoritaires d'une nature particulière compte tenu de leur pouvoir de contribuer à faire changer la détention du contrôle) ainsi qu'aux dirigeants qui, en accroissant outre mesure leurs bénéfices privés, contribuent à les appauvrir. Toutefois, les actionnaires minoritaires peuvent devenir dans certaines circonstances un appui pour les dirigeants, disposant ou non de blocs d'actions, désireux de s'opposer aux tentatives de contrôle. De ce fait, d'un rôle passif, les actionnaires minoritaires peuvent acquérir un rôle stratégique dès lors qu'ils détiennent une part significative du capital d'une entreprise cotée. En effet, dans cette circonstance, les actionnaires minoritaires ont plus intérêt à négocier avec les dirigeants, surtout s'ils peuvent obtenir le partage des bénéfices privés avec eux, que de soutenir une offre publique hostile. Les dirigeants acceptent, dans le but de ne pas perdre leurs fonctions, de diffuser leurs informations privées aux minoritaires qui de ce fait ont un moyen de contrôler la gestion des dirigeants et réduisent, sous la menace externe, leurs coûts d'agence.

¹⁷ Voir notamment à ce propos : Champaud (1962), p. 32.

système de vote censitaire qui prive le petit actionnaire de la possibilité de contrôler avec efficacité même s'il en avait le désir et les compétences. En effet, ce n'est pas dans l'individu que doit être recherchée la cause principale du refus de maturité, c'est dans l'organisation elle-même. Or, le mécanisme interne de la société anonyme ne permet pas, en pratique, à l'actionnaire minoritaire de participer politiquement à la gestion de l'entreprise. En cas de désaccord avec la gestion, il dispose d'une issue ultime : *vendre ses titres sur le marché*.

Le fait de parler de deux catégories d'actionnaires comme « électeurs » des administrateurs et le rôle passif de quelques actionnaires dans leur nomination, est évident, vu l'objectif de notre recherche pour comprendre et dégager les éléments déterminants de la structure de propriété.

Ainsi, lorsque le capital d'une société est aux mains d'un actionnaire important, il a la possibilité d'influencer le processus d'élection des membres de son conseil. Par conséquent, cet actionnaire peut contrôler l'ordre du jour de l'assemblée générale et limiter le pouvoir discrétionnaire du dirigeant dans la gestion des opérations de la société.

Toutefois, dans les grandes firmes, il est rare que le capital soit uniquement aux mains d'un seul ou de quelques groupes d'actionnaires. Cette dispersion permet au dirigeant d'étendre son pouvoir discrétionnaire et d'influencer les membres du conseil d'administration, surtout lorsque la taille de ce dernier est composée d'un nombre élevé d'administrateurs. Pour cela, plusieurs études recommandent d'éviter que le conseil soit composé d'un grand nombre d'administrateurs¹⁸ car cela rend le processus d'échange de renseignements et de prise de décision plus difficile. En outre, Jensen (1993) affirme qu'il est plus facile pour l'actionnaire dirigeant de contrôler un conseil de grande taille. Certaines études empiriques confirment cette dernière présomption. Ainsi, dans son étude sur le lien entre la fiabilité des états financiers américains et la taille du conseil d'administration, Beasley (1996) a trouvé que le risque d'états financiers frauduleux augmente avec la taille du conseil.

¹⁸ Voir à cet égard Yermack (1996).

Comme les preuves actuelles ne nous permettent pas de conclure sur la taille optimale du conseil, nous pouvons dire que cette taille est fonction de facteurs spécifiques au secteur d'activité ainsi que de la taille de l'entreprise. Le nombre de membres du conseil d'administration constitue donc un facteur important pour son efficacité.

§ 4 – Les principes « politiques » de fonctionnement de la société anonyme

Après avoir évoqué les principes fondamentaux du fonctionnement de la société anonyme, nous démontrerons que l'actionnariat de la société n'est pas une « cité démocratique ». Enfin, nous évoquerons le mécanisme de désignation des organes de gestion.

A. Le régime « parlementaire » de l'assemblée générale

Le fonctionnement de la société anonyme s'inspire du régime parlementaire à l'époque de sa création puisqu'il repose sur un système apparenté au régime censitaire. Le législateur confère à chaque action une voix à l'assemblée générale des actionnaires qui constitue l'organe de base de la société anonyme. C'est elle qui désigne et révoque les administrateurs et les commissaires de la société, les premiers étant chargés de la gérer, les seconds d'en contrôler la gestion. Les uns et les autres sont responsables devant l'assemblée générale des actionnaires qui est par ailleurs seule habilitée à modifier les statuts de la société. Une assemblée générale ordinaire doit se réunir une fois par an. Elle a pour mission de contrôler la gestion du conseil d'administration durant l'exercice écoulé. À côté de celle-ci, d'autres assemblées générales peuvent se réunir. Dans certains pays, elles ont soit un objet limité, tel que la nomination de nouveaux administrateurs, soit elles concernent une modification plus fondamentale susceptible d'avoir des répercussions sur la vie de la société, comme, par exemple, une modification des statuts, l'augmentation du capital ou le changement de l'objet social de la société.

A l'origine, l'assemblée générale fut considérée comme l'organe sociétaire le plus important. Elle était dépositaire de tous les pouvoirs et présentait l'autorité supérieure souveraine. Très généralement, les statuts des sociétés anonymes ont réduit en fait ces prérogatives au strict minimum légal en confiant au conseil d'administration

tous les pouvoirs non expressément réservés par la loi à l'assemblée générale. Le législateur, dans la plupart des cas, a consacré finalement cette capacité en attribuant tous les pouvoirs résiduels au conseil d'administration tandis que l'assemblée générale ne dispose que des pouvoirs qui lui sont dévolus par la loi ou par les statuts.

L'exercice du droit de vote à l'assemblée repose sur la détention d'actions. Chaque actionnaire dispose d'autant de droits de vote qu'il détient d'actions et les décisions sont, sauf exception, prises à la majorité simple des voix. Le fait de détenir une participation de 50 % plus une action donne donc à son détenteur une majorité légale. Cependant, dans certains pays, la législation prévoit une certaine atténuation de ce principe par le biais de limitations du droit de vote et par l'exigence pour certaines décisions d'un « quorum » (*majorité*) supérieur à la moitié.

B. L'actionnariat de la société n'est pas une « cité démocratique »

S'agissant des parts de capital, le droit n'est pas attaché à l'individu porteur mais au titre.¹⁹ La règle n'est pas « un homme = une voix » et l'individu vaut ce que vaut sa part dans le capital. Si la métaphore politique avait un sens, le suffrage censitaire caractériserait les droits des actionnaires mieux que le suffrage universel mais il serait encore réducteur. Car, la règle n'est pas non plus « un titre = une voix ». À une action peut être attaché un nombre variable de droits de vote compris entre zéro et n (>2). Le pouvoir d'une action s'évalue à partir du type d'action concernée d'une part et de la configuration de l'actionnariat d'autre part. Plusieurs cas de figure peuvent donc se présenter :

- *zéro voix* : c'est le cas de l'action à dividende prioritaire privée de droit de vote ;
- *de zéro à une voix* : si les droits de vote sont plafonnés, une part dans un bloc d'actions ne vaudra de fait qu'une fraction de droit de vote. Par exemple, un actionnaire détenant 36 % des actions dans une société dont les droits de vote seraient contingentés à 12 % pourrait considérer qu'à chaque action n'est attaché qu'un tiers de droit de vote... ;
- *une voix* : tel est le poids de l'action ordinaire ;
- *deux voix* : c'est le cas des actions à droit de vote double ;

¹⁹ Ce principe général peut être nuancé dans la mesure où certains droits comme le droit de vote double dépendent de l'inscription nominative de l'action et ne sont pas cessibles.

- *n (> 2) voix* : la dispersion de l'actionnariat d'une part et les pactes d'actionnaires de référence d'autre part peuvent conférer à certains de ceux-ci une influence politique démultipliée de sorte qu'à chacune de leurs actions est associé le pouvoir de plusieurs.

En termes de pouvoir, un actionnaire n'en vaut pas plus qu'un autre non seulement parce que l'un ou l'autre détient un nombre différent d'actions mais aussi parce qu'une action n'est pas égale à une voix. Il ne suffit pas que les sociétés commerciales obéissent à des règles de droit et que la loi de la majorité s'applique au collège des actionnaires pour que ceux-ci constituent une « cité démocratique ». Ni les administrateurs ni la direction d'entreprise ne relèvent d'un régime démocratique de sorte que la métaphore du *corporate governance* entretient un mélange de genres critiquable.

C. *La désignation des organes de gestion*

Les administrateurs, nommés par l'assemblée générale, forment au sein de la société un collège, appelé le comité de direction, qui a pour mission de gérer la société. Ils sont mandataires à l'égard des tiers et représentent valablement la société. Comme leurs mandats sont à durée limitée et essentiellement révocables, le législateur les place ainsi sous la dépendance et le contrôle étroit de l'assemblée générale des actionnaires. Du point de vue formel, le conseil d'administration doit être composé d'au moins trois membres qui se réunissent en principe périodiquement et délibèrent selon les modes déterminés par les statuts ou, à défaut, selon les règles des assemblées délibérantes. Ils ne contractent aucune obligation personnelle dans les décisions qu'ils prennent pour la société et ne sont responsables que des fautes qu'ils commettent. Ce collège n'est cependant pas suffisamment souple pour exercer la gestion journalière d'une société. Pour cela, le législateur prévoit la possibilité de déléguer cette tâche. Le délégué choisi est soit un administrateur, soit un tiers. Dans le premier cas, on parle d'administrateur délégué, dans le second de gérant : ce dernier est un employé de l'entreprise qui porte le titre de directeur-gérant ou directeur-délégué. Cette délégation ne diminue en rien le caractère d'autorité supérieure du conseil d'administration qui demeure responsable de la gestion de la firme bien qu'à l'égard des tiers le délégué représente la société.

Par exemple, en France, en 1940, le législateur a substitué à l'administrateur délégué un président-directeur général (PDG) à qui on confie plus d'autorité et plus de

responsabilité. Depuis 1960 toutefois, la société anonyme peut choisir un autre type d'administration et de gestion, en remplaçant le conseil d'administration par un conseil de surveillance et le PDG par un directoire.

A côté de ces différents organes de gestion, le législateur prévoit la présence d'un organe de surveillance : le ou les commissaires. Ils sont nommés par l'assemblée générale, agissent eux aussi comme mandataires et, en cette qualité, doivent également rendre compte de leur mission à l'assemblée générale sous forme d'un rapport annuel qui lui est soumis. Leur mandat est cependant limité à une mission de surveillance. Ils disposent notamment d'un droit de contrôle sur toutes les opérations de la société, les livres comptables, les correspondances, les procès-verbaux, etc.

Section II : Caractéristiques des différents systèmes de corporate governance

Le système de *corporate governance* peut être distingué selon le degré de concentration de la propriété et l'identité de l'actionnaire de contrôle. Franks et Mayer (1997) affirment que deux modèles de contrôle sont naturellement opposés. Dans le modèle de contrôle externe (*outsider system ou système orienté marché*), les actionnaires interviennent par leurs achats et ventes de titres ainsi que par la nomination des dirigeants. En ce sens, ce système fonctionne moins par le contrôle que par la sanction. Il prévaut dans la mesure où la dispersion de l'actionnariat ne permet pas d'identifier de grands actionnaires susceptibles de suivre la gestion et de devenir des interlocuteurs des dirigeants à l'image des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Ce « contrôle » externe s'exerce donc a posteriori.

En revanche, la concentration de l'actionnariat va de pair avec un système de contrôle interne (*insider system ou système orienté banque*) dans lequel les actionnaires exercent une présence plus active auprès des dirigeants. Le contrôle interne est un contrôle d'accompagnement. Il émane d'actionnaires de référence partenaires de la direction. Il s'épanouit d'autant mieux dans un univers de participations croisées où tout dirigeant est l'actionnaire de référence d'un autre. Il s'ensuit que le contrôle interne peut être fustigé comme un contrôle accaparé par quelques « familles » ou « cliques d'argent » (*traduction littérale de l'expression nipponne zaibatsu*) du moins par quelques grandes institutions et leurs représentants.

Dans les systèmes orientés marchés de *corporate governance*, typiquement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la propriété est principalement associée aux investisseurs institutionnels. Cependant, la propriété individuelle est plus répandue aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni. Ce constat n'est pas vrai dans les systèmes orientés banques, où la propriété est entre les mains d'autres sociétés ou encore des investisseurs de contrôle. D'ailleurs, Mayer (1996) affirme que les participations croisées sont assez fréquentes, les relations avec des banques sont fortes et l'actionnariat familial domine souvent les investisseurs institutionnels.

Dans les pays développés, il existe des différences significatives au niveau réglementaire, ainsi qu'au niveau de la structure de propriété. La Porta, Lopez, Shleifer et Vishny (1997), Shleifer et Vishny (1997) affirment que le *corporate governance* est affecté par le cadre légal et réglementaire dans lequel les sociétés opèrent. En même temps, le cadre légal et réglementaire est une partie des différents systèmes de *corporate governance*. En effet, les caractéristiques distinctives dans les différents systèmes de *corporate governance* et leurs interactions avec le cadre légal, d'un côté, et le degré de compétitivité sur le marché des biens d'autre part, ont des implications importantes sur la performance économique et financière de l'entreprise. Ces interactions mènent à une approche systématisée de gouvernance.²⁰ L'inconvénient est qu'il est souvent difficile de formuler avec précision les interactions entre les différents constituants. L'objectif de cette section consiste à examiner les caractéristiques distinctives des différents systèmes de *corporate governance* en se basant sur deux dimensions : la première étant la structure de propriété et la seconde le droit de vote. Ensuite, il s'agit d'étudier les principaux points forts et les faiblesses de chacun des systèmes. Pour l'instant, notre intérêt porte uniquement sur la typologie des différents systèmes.

§ 1 – Dilemme entre concentration ou dispersion

La littérature financière et économique propose diverses cartographies pour les entreprises dans le monde capitaliste. Gomez (1996), p. 56, propose une typologie des différentes formes de l'entreprise en se basant sur deux dimensions, la première est la structure de propriété et la seconde est la séparation de la propriété et du contrôle. Il ressort de cette typographie. Successivement, l'entreprise de type coopérative, publique,

²⁰ Voir à cet égard Aoki (1994).

individuelle et managériale ou capitaliste. Charreaux (1997a), p. 1658, proposent une typologie de deux grandes formes des entreprises en précisant l'impact de la structure sur la nature du contrôle, la première forme orientée marché et la seconde est orientée banque. Le tableau 2-A présente une typologie qui se place à mi-chemin entre les deux études précédentes.

Tableau 2 - A : Structure de propriété et pouvoir de vote ; structure et conséquences

	Droit de vote dispersé	Droit de vote concentré
Propriété dispersée	Situation A : Propriété Dispersée & Droits de Vote Dispersé Où : Etats-Unis, Royaume-Uni • Avantages : ▪ Diversification du portefeuille et liquidité ▪ Possibilité de prise de contrôle ▪ Faibles coûts du capital • Inconvénients : ▪ Absence de contrôle de gestion ▪ Problème de passager clandestin ▪ Présence de prise de contrôle hostile • Conflits d'agence : <i>Dirigeants versus Actionnaires</i>	Situation B : Propriété Dispersée & Droits de Vote Concentré Où : des pays où le vote par procuration est autorisé et/ou les coalitions • Avantages : ▪ Possibilités de diversification du portefeuille et de liquidité ▪ Contrôle de gestion direct ▪ Coûts du capital plus faible qu'en D • Inconvénients : ▪ Violation de la règle : « une action – un droit de vote » ▪ Prise de contrôle peu probable • Conflits d'agence : <i>Actionnaires de contrôle versus minoritaires</i>
Propriété concentrée	Situation C : Propriété Concentrée & Droits de Vote Dispersé Où : les sociétés avec restriction des droits de vote • Avantages : ▪ Protection des droits des petits porteurs • Inconvénients : ▪ Violation de la règle : « une action – un droit de vote » ▪ Pas de contrôle de gestion ▪ Faible liquidité ▪ Pas de possibilités de diversification ▪ Coût du capital élevé ▪ Pas de prise de contrôle • Conflits d'agence : <i>Dirigeants versus Actionnaires</i>	Situation D : Propriété Concentrée & Droits de Vote Concentré Où : Europe continentale, Japon et dans toute société après OPA²¹ • Avantages : ▪ Contrôle de gestion direct • Inconvénients : ▪ Faibles possibilités de diversification du portefeuille ▪ Liquidité faible ▪ Pas de possibilités de prise de contrôle • Conflits d'agence : <i>Dirigeants versus Actionnaires</i>

En l'absence de la règle « une action–un droit de vote », les données sur la concentration de la propriété peuvent soit sous-évaluer, soit surévaluer, le contrôle actuel que les actionnaires exercent sur la société. La combinaison entre la propriété dispersée et les droits de vote dispersés est associée à une structure d'actionnariat caractérisée par la présence de petits porteurs et l'absence de détenteurs de blocs ou

²¹ Offre Publique d'Achat.

d'un actionnaire majoritaire. Les petits porteurs ne sont pas incités par l'exercice d'un contrôle sur les dirigeants. Ces derniers peuvent profiter de cette situation pour privilégier leurs propres intérêts au détriment des intérêts des actionnaires (voir la situation A).

Toutefois, il est également possible d'avoir une propriété dispersée avec une concentration des droits de vote en utilisant des actions ordinaires avec double droit de vote, des actions privilégiées, des votes par procuration et tout type d'émission d'actions motivée par des ambitions de contrôle (voir la situation B). En conséquence, cette situation se caractérise par des actionnaires de contrôle forts, d'un côté, et des actionnaires minoritaires faibles de l'autre côté. Les prises de contrôle sont impossibles dans ce cas de figure. Quand la propriété est concentrée et que le droit de vote est aligné sur les droits de propriété (voir la situation D), les petits porteurs se retrouvent également en position de faiblesse. Toutefois, les dirigeants se retrouvent également en position de faiblesse et les actionnaires majoritaires maintiennent le contrôle résiduel sur la société. Les prises de contrôle sont impossibles dans cette situation car le droit de regard sur le cash-flow est aligné sur les droits de vote. D'une manière générale, le système de *corporate governance* dans les pays développés se retrouve dans l'une de ces trois situations.

Une dernière situation (situation C) est possible : c'est le cas où la propriété est concentrée mais où le pouvoir de vote est dispersé par des restrictions des droits de vote. Cette situation est utilisée pour empêcher les détenteurs de blocs de surveiller le dirigeant ou d'exercer le contrôle sur la société. Bien que ce système offre une certaine protection aux actionnaires minoritaires contre des restrictions du droit de vote, il présente principalement des inconvénients du point de vue du *corporate governance*. Ce système présente les mêmes problèmes liés à la surveillance que dans le système orienté marché. Toutefois, il ne présente pas les mêmes avantages ; il se caractérise par le manque de liquidité, l'absence de possibilité de diversification et un coût du capital relativement élevé, bien que les sociétés avec une seule personne de référence choisissent cette structure de propriété. En effet, cette structure de *governance* constitue l'exception plutôt que la norme. C'est pour ces raisons que nous n'observons pas en pratique ce système de *corporate governance*.

§ 2 – *Systèmes orientés marchés*

Ce système se caractérise par une structure de propriété largement dispersée et une rotation élevée des actionnaires. Il exige une information fiable et adéquate de telle façon que les investisseurs soient capables de fonder leur prise de décision sur celle-ci. A titre d'exemple, la réglementation est traditionnellement structurée de telle sorte que tous les investisseurs, en préservant l'égalité entre eux, puissent accéder aux informations. C'est dans cet objectif que les conditions en matière de transparence dans ce système sont plus rigoureuses. En effet, le système insiste sur la protection des actionnaires et de leurs droits, en particulier les minoritaires. Elaborer des règles pour la divulgation de l'information sur la société empêche les actionnaires de contrôle de réserver cette information pour eux. Au contraire, ces règles permettent de rendre l'information disponible pour tous les actionnaires. En outre, le cadre juridique défend le droit des actionnaires de contrôler leur société et, dans la plupart des cas, le conseil d'administration et le management en place sont explicitement responsables devant les actionnaires.

Puisque la forte protection des actionnaires minoritaires est souvent associée à un marché financier actif, le cadre du *corporate governance* aux Etats-Unis et au Royaume-Uni favorise les activités du marché. Ainsi, le financement à long terme de la société par l'émission d'actions ordinaires et d'obligations est un mécanisme important du système orienté marché. En conséquence, le financement par emprunt bancaire semble se focaliser sur le financement à court terme et les banques, dans ce cas, cherchent davantage à prolonger les relations avec la société à cause du faible levier financier. Dans ce système, la surveillance et la discipline du dirigeant se fondent en grande partie sur le marché. Par exemple, les cours des actions sont susceptibles de chuter à chaque fois que le dirigeant applique des décisions qui s'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur pour l'actionnaire, et cela en exposant l'entreprise à des menaces de prises de contrôle hostiles. En réalité, la liquidité des marchés, les règles strictes de négociation et la transparence en matière d'information (toutes les caractéristiques associées à l'*outsider system*) sont indispensables pour que le « marché pour le contrôle des sociétés » (*Market for corporate control*) puisse agir comme un dispositif disciplinaire efficace. Parmi les avantages de la dispersion de la propriété, on trouve l'augmentation de la liquidité sur les titres et, par conséquent, une meilleure diversification du risque pour les investisseurs.

Un deuxième aspect important pour que le marché financier soit actif est l'encouragement de l'activité innovatrice, de l'esprit d'entreprise et le développement d'une dynamique pour les petites et moyennes entreprises de la « nouvelle économie ». Les sociétés à capital risque et les « business angels » sont des initiatives vitales pour soutenir les activités d'innovation et la création de nouveaux projets. Toutefois, le contrôle du dirigeant devient faible en cas de dispersion de la propriété à cause du problème du « passager clandestin » (*free rider*). Avec la dispersion de la propriété, le dirigeant dispose d'une marge discrétionnaire qui lui permettra d'en tirer profit. Cette marge discrétionnaire peut également conduire le dirigeant à prendre une série de mesures qui ne maximisent pas nécessairement la valeur. Par exemple, maximiser la taille de l'entreprise plutôt que ses profits, amasser le cash-flow plutôt que payer des dividendes, payer des salaires exorbitants ou encore s'enraciner et se protéger contre les mécanismes de contrôle. A cause de ces inconvénients, on reproche souvent au système orienté marché la tolérance pour l'irresponsabilité des dirigeants.

Le *corporate governance* et le cadre réglementaire dans le système orienté marché se sont développés pour répondre à des problèmes particuliers résultant non seulement de la séparation de la propriété et du contrôle, mais également de la nature même de la dispersion de la propriété des actions. Plusieurs recommandations se sont intéressées aux faiblesses du système de contrôle, par un renforcement de la responsabilité des dirigeants et un alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Outre les exigences en matière de transparence et de protection des droits des actionnaires, nous pouvons citer également les exemples de surveillance exercée par les investisseurs institutionnels ou les fonds de pensions, le marché pour le contrôle des sociétés et le plan d'intéressement des dirigeants. Tous ces mécanismes visent à encourager les dirigeants à maximiser la valeur pour l'actionnaire.

A. *Le rôle des institutions financières*

Les institutions financières ont été longtemps limitées par des contraintes légales et réglementaires qui ont engendré une segmentation dans le secteur financier. Par exemple, à cause des restrictions sur la propriété des actions, les participations des banques dans les capitaux des entreprises sont relativement faibles. La législation américaine empêche également les banques de donner des conseils à leurs clients. En

effet, si le client d'une banque devient insolvable, la doctrine légale de la « subordination équitable » dégrade la réclamation de la banque sur les actifs de la société, quand celle-ci peut prouver que la banque exerçait une influence sur ses activités. Bien que ces contraintes aient encouragé la dispersion de la propriété dans les marchés aux Etats-Unis, elles ont en même temps découragé une relation à long terme entre les institutions financières et les entreprises. Ainsi, par rapport à d'autres pays, les banques jouent uniquement un rôle passif dans la surveillance des entreprises cotées.

Cependant, la structure d'actionnariat des entreprises cotées au Royaume-Uni et surtout aux Etats-Unis se distingue par la dominance des investisseurs institutionnels.²² La forte présence des investisseurs institutionnels et des fonds de pensions dans le capital de la plupart des sociétés cotées, est un facteur important dans la manière dont le *corporate governance* est exercé au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Ces investisseurs ne cessent de montrer ces dernières années leur volonté de surveiller les sociétés dans lesquelles elles ont des participations. Cette tendance peut s'expliquer comme une amélioration dans la méthode d'exercice du *corporate governance* au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. La seule question qui semble persister est : *qui va surveiller le dirigeant du fond ?* En effet, le niveau élevé des participations des investisseurs institutionnels ne fait qu'aggraver ce problème. Selon le rapport de l'OECD (1998), les 25 plus grands investisseurs institutionnels détiennent 40 % de la capitalisation boursière du portefeuille détenu par l'ensemble des investisseurs institutionnels. De plus, les actionnaires majoritaires des sociétés cotées sont souvent des investisseurs institutionnels.

B. Le rôle du conseil d'administration

Outre le contrôle exercé par les investisseurs institutionnels, le conseil d'administration propose un deuxième dispositif de contrôle à faible coût. Le conseil d'administration joue un rôle primordial dans le cadre de *corporate governance*. Il a pour rôle de surveiller les compétences du dirigeant et de vérifier si ce dernier assure aux actionnaires un rendement satisfaisant, tout en empêchant des conflits. En cas de nécessité, le conseil a la capacité de congédier le dirigeant de la société et de le remplacer par un autre plus compétent. Le conseil est également responsable de l'approbation du plan de rémunération du dirigeant et des membres du conseil.

²² Voir à cet égard le rapport de l'OECD (1998).

Cependant, afin qu'ils puissent exercer convenablement leur rôle de surveillance, les membres du conseil doivent disposer d'un certain degré d'indépendance. Tandis que le système orienté marché insiste sur l'indépendance des membres, dans la pratique la situation est beaucoup plus complexe car ces derniers peuvent eux aussi être enracinés.²³ C'est le cas notamment où les membres sont rémunérés et sont eux-mêmes responsables du contrôle de leurs propres rémunérations et celles des dirigeants. En effet, la rémunération attire des individus de haute qualité. Or, ces derniers ne sont pas souvent disponibles. C'est pour cette raison que nous observons dans la pratique qu'un administrateur est membre dans plusieurs conseils. Ceci peut avoir un impact négatif sur l'efficacité du conseil d'administration car le fait d'être membre dans plusieurs conseils réduit la capacité de surveillance de cet organe de contrôle des dirigeants. Même si la loi devait limiter le nombre de mandats pour le conseil, en cas de dispersion de la propriété, les problèmes d'agence qui surgissent de la séparation de la propriété et du contrôle quant à eux persistent. Théoriquement, les membres du conseil doivent défendre les intérêts de la société et ceux de ses actionnaires ; pourtant, la pratique montre que ces membres privilégient souvent la protection du dirigeant. A cause de ces problèmes, le conseil d'administration est considéré comme étant un dispositif de surveillance relativement faible.

C. *Le rôle des mécanismes de marché*

Les menaces de prise de contrôle peuvent agir comme un mécanisme disciplinaire efficace et limiter ainsi l'opportunisme du dirigeant. Les Etats-Unis en particulier disposent d'un marché pour le contrôle des sociétés très actif, comme en témoignent les opérations de fusions et acquisitions y compris le nombre important des prises de contrôle hostiles. En effet, Becher (2000) rapporte que, durant les années 80, le montant des opérations de fusion avoisinait un trillion de dollars américains, soit l'équivalent de 40 % de la moyenne de la capitalisation annuelle. Durant la période d'étude (1980-1987), l'auteur recense 558 opérations d'acquisition. Bien que jusqu'à présent le marché pour le contrôle n'ait pas été un dispositif de *corporate governance* pour le système orienté marché, ceci commence graduellement à changer, à mesure que les fusions et acquisitions augmentent et que les offres publiques d'achat hostiles deviennent plus fréquentes.

²³ Voir à cet égard Shleifer et Vishny (1989).

En même temps, l'intensité du marché des fusions–acquisitions n'est pas la seule évidence d'un dispositif disciplinaire puissant ; les prises de contrôle peuvent être animées par un comportement d'allocation de ressources, comme la construction d'énormes bâtiments et une minimisation de la taxation, plus que par le désir d'améliorer le niveau d'efficacité. Par conséquent, il n'est pas toujours correct de supposer qu'un marché pour le contrôle des sociétés soutenu reflète la vraie mesure pour le contrôle de la société. Avec les coûts payés à des experts financiers pour le choix d'une structure financière d'une part et les coûts de financement d'autre part, ce mécanisme devient particulièrement un dispositif coûteux pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Néanmoins, étant donné les faiblesses des autres mécanismes disciplinaires dans le système orienté marché, le marché pour le contrôle des sociétés joue un rôle crucial dans le processus de gouvernance.

Le marché concurrentiel des biens peut également, dans une certaine mesure, agir pour réduire l'opportunisme et le dysfonctionnement des dirigeants car des rentes peuvent être « dérobées » par ces derniers si les marchés sont concurrentiels. La concurrence fournit une référence par laquelle la performance de la société peut être jugée en comparaison avec celle d'autres sociétés opérant dans un secteur semblable. Cependant, la réaction des marchés concurrentiels est lente, forçant ainsi les mauvaises entreprises à déclarer leur faillite après une longue période de défaillance. À ce moment là, la valeur actionnariale est déjà fortement détériorée. En influençant les droits et le contrôle des différents investisseurs à la suite de l'annonce de l'insolvabilité, la législation relative aux faillites joue également un rôle primordial dans le *corporate governance*.

D. Le comportement « court-termiste »

Dans une économie caractérisée par la fréquence des opérations de prises de contrôle, bien que le marché pour le contrôle des sociétés puisse agir en tant que dispositif disciplinaire pour le comportement des dirigeants, il devient de plus en plus difficile de maintenir des engagements à long terme entre les différentes « parties prenantes » (*stakeholders*) de la société. Ceci peut réduire non seulement la totalité des projets d'investissement en affaiblissant l'incitation des *stakeholders* à fournir des

investissements spécifiques,²⁴ mais peut également créer un biais dans le choix des projets d'investissement. En fait, la lourde confiance dans les marchés financiers peut encourager les dirigeants à choisir les projets qui dégagent des profits à long terme, même si ce choix risque de ne pas se vérifier au niveau de la performance à long terme de l'entreprise. D'autre part, une plus grande compétitivité sur le marché pour le contrôle des sociétés peut faciliter la surveillance des dirigeants et les conduire à sélectionner les projets avec beaucoup plus de rigueur et à mieux contrôler les coûts et qui mènent, par la suite, à l'amélioration de la recherche appliquée. Les mécanismes financiers spéciaux se sont également développés dans le système orienté marché et peuvent assurer le financement des projets risqués qui exigent d'importants frais de recherche et développement. Par exemple, le NASDAQ est un marché financier spécialisé très sollicité par les sociétés avec un important potentiel technologique. Ces sociétés préfèrent lever des capitaux sur le marché financier plutôt que recourir à l'intermédiation bancaire classique fréquemment utilisée dans le système orienté banque de *corporate governance*.

Toutefois, les projets qui ne sont rentables qu'à long terme, tels que des projets de la « nouvelle économie », peuvent rester sous-évalués en raison de la myopie des marchés d'actions. L'innovation est le résultat du développement technologique et de la croissance économique à long terme. Afin de financer l'augmentation des frais de recherche et développement, les projets les plus rentables de l'entreprise doivent stimuler une croissance plus élevée de la productivité à court et moyen terme. Ainsi, n'importe quelle expansion provoquée devrait être de nature transitoire. Les décideurs des systèmes de *corporate governance* qui tendent à être *court-termistes* par nature, devraient prêter une attention particulière aux risques potentiels de réduction du financement gouvernemental pour la recherche fondamentale.

Le rejet des projets pour lesquels la rentabilité est jugée insatisfaisante par l'exigence des investisseurs, ne signifie pas pour autant que les dirigeants soient incompetents ni fautifs d'une vision *court-termiste*. Toutefois, les plans d'intéressement sont des dispositifs ayant pour objectif d'aligner l'intérêt des dirigeants sur ceux des

²⁴ Selon Shleifer et Vishny (1989), la société dispose d'une série de projets et les dirigeants choisiront uniquement ceux pour lesquels ils disposent des compétences leur permettant de s'enraciner. De manière générale, nous pouvons définir un actif spécifique par tout actif dont la valeur dans un usage ou dans une relation particulière est largement supérieure à celle qu'il aurait dans son second meilleur usage.

actionnaires et peuvent ainsi atténuer leur comportement *court-termiste*. Par exemple, dans le cas où la rémunération du dirigeant serait essentiellement basée sur des actions et/ou des plans de *stock-options*, le dirigeant est incité par la maximisation de la valeur de l'entreprise à court terme car son seul objectif est d'accroître sa propre rémunération. Les dirigeants peuvent en tirer tout profit en engageant la société dans des projets qui permettent de mieux maximiser la valeur pour ses actionnaires à court terme. Ensuite, ils ont la possibilité de prendre la direction d'une deuxième société au moment où ils se débarrassent des titres qu'ils détiennent dans la première. En même temps, ils peuvent profiter de l'occasion pour améliorer leur réputation en déclarant qu'ils sont à l'origine de la valeur créée pour les actionnaires de la première société. La rémunération des dirigeants consistant en grande partie en actions et/ou en *stock-options*, devrait permettre d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Cependant, les dirigeants ont toujours la capacité de détourner ce mécanisme incitatif. Ceci semblerait soutenir le point de vue selon lequel les masses salariales des dirigeants au Royaume-Uni et aux Etats-Unis sont devenues excessives. Ceci a incité les actionnaires dans ces systèmes à limiter la rémunération des dirigeants ou tout au moins à la lier étroitement à la performance de la société.

§ 3 – *Systèmes orientés Banques*

Les systèmes orientés banques qui se retrouvent typiquement dans la plupart des pays d'Europe continentale (à l'exception du Royaume-Uni) et du Japon se caractérisent par une concentration de la propriété ou des droits de vote ainsi que par la diversification des participations à travers des structures pyramidales. Les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fonds communs de placement et les compagnies d'assurance jouent un rôle de *corporate governance* moins important que dans le système orienté marché. Le contrôle familial, les relations privilégiées avec les banques, les participations croisées (horizontales et verticales) et les structures pyramidales des compagnies de holding sont les caractéristiques qui dominent le système orienté banque. Leur intérêt consiste à permettre aux actionnaires d'étendre leur contrôle à un coût relativement faible. L'actionnaire majoritaire ou encore les détenteurs de blocs de contrôle sont intéressés par le contrôle du management et disposent en même temps du pouvoir nécessaire pour influencer le processus de prise de décision. Le principal conflit qui peut surgir dans ces systèmes se situe entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires externes. Essentiellement, deux types de conflits

peuvent surgir dans ces systèmes de *corporate governance*. Le premier surgit entre les détenteurs de blocs d'actions avec droits de vote qui se trouvent en position de force et les minoritaires qui sont en position de faiblesse. Le second oppose les actionnaires majoritaires aux dirigeants et actionnaires minoritaires. Dans ce conflit, les dirigeants et les actionnaires minoritaires se trouvent dans une position de faiblesse ; par contre, les actionnaires majoritaires se trouvent dans une position de force.

L'enracinement du management²⁵ est toujours possible si la structure de la propriété est dispersée mais les droits de vote sont concentrés, surtout si les détenteurs de blocs d'actions avec droits de vote sont les dirigeants eux-mêmes. Cette possibilité est souvent l'un des arguments utilisés pour défendre le principe d'*une action = une voix*. Le faible incitant pour le contrôle souvent associé au système orienté marché favorise souvent l'enracinement du dirigeant, mais avec « une action - un droit de vote » ceci est également possible. En effet, avec une propriété dispersée et un droit de vote concentré, la prise de contrôle devient impossible. En outre, en cas de différence entre les droits de regard sur les cash-flows et les droits de vote, l'incitation à en tirer profit devient forte et le risque de connivence entre le dirigeant et l'actionnaire principal devient de plus en plus probable. En Europe continentale, les dirigeants sont souvent forcés de maximiser la valeur pour les détenteurs de blocs et ceci ne maximise pas nécessairement la valeur pour les actionnaires minoritaires. Par exemple, dans des structures pyramidales, les actionnaires minoritaires peuvent être expropriés par les détenteurs de blocs qui contrôlent le groupe à travers une cession interne à celui-ci des blocs d'actions. Les détenteurs de blocs peuvent également soutenir le vote du dirigeant en contrepartie de « paiements latéraux » (*side payments*). Ces incitations surgissent du fait que les détenteurs de blocs supportent uniquement une partie des coûts de ces paiements par les versements ultérieurs des dividendes liés à leurs droits sur les cash-flows, mais reçoivent aussi les avantages qui se manifestent dans n'importe quel paiement latéral.

L'une des conséquences de l'extraction d'une rente par les actionnaires de contrôle est l'augmentation du coût du capital du fait que les minoritaires exigent une

²⁵ Le *managerial entrenchment*, le plus souvent traduit en français par l'expression « **enracinement des dirigeants** », est une notion relativement nouvelle dans les domaines de l'économie et de la gestion. En effet, Shleifer et Vishny [1989] l'ont ainsi dénommée pour décrire une situation d'agence spécifique entre les actionnaires et les dirigeants non propriétaires. Il s'agit d'une protection mise en œuvre par le dirigeant afin de rendre plus coûteux son remplacement.

prime d'émission sur les actions. Ce problème peut devenir particulièrement grave si les petits porteurs ne disposent pas de droits légaux suffisants pour s'assurer d'un rendement sur leurs investissements. Ceci provoque une diminution de la liquidité sur les marchés puisque les investisseurs retiennent les fonds. Ce manque de liquidité sur les marchés a pour conséquence l'absence d'opportunités d'investissement. Les marchés dans les systèmes orientés banques sont donc beaucoup moins développés que ceux qu'on trouve dans les systèmes orientés marchés. En outre, la concentration de la propriété encourage des relations ainsi qu'un engagement à long terme entre les actionnaires. En conséquence, ceci favorise l'investissement dans les actifs spécifiques de la société ayant la possibilité de générer un rendement positif à long terme.

A. Le rôle des banques dans le corporate governance

Les différences entre les systèmes de *corporate governance* se fondent essentiellement sur le coût du capital et le mode de financement à la disposition de la société. La croissance et le développement de l'économie dépendent essentiellement du développement des marchés financiers. Toutefois, la présence de sources de financement alternative dans le secteur financier peut également assurer le même rôle que le marché financier. Pour cette raison, dans les systèmes orientés banques, le financement externe se base essentiellement sur le financement bancaire. En conséquence, dans ces systèmes, les entreprises semblent se caractériser par un levier financier plus élevé que celui des entreprises dans les systèmes orientés marchés.

Contrairement aux systèmes orientés marchés, les banques maintiennent des relations complexes et de longue durée avec les entreprises. En Europe continentale et au Japon, les banques commerciales jouent un rôle primordial dans la gouvernance des sociétés. Par exemple, en Allemagne, les banques ont la capacité de désigner un administrateur qui défend leurs intérêts et peut être utilisé pour exercer le contrôle sur la société. Les bénéfices d'un système basé sur le financement bancaire résident dans le fait que les banques exercent une surveillance rigoureuse, ce qui permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. Dans les systèmes orientés banques, à cause de leurs relations étroites avec les entreprises, les banques ont l'opportunité d'accéder à des informations privilégiées. Ce facteur conduit les banques à exiger une prime de risque relativement faible. Ainsi, les sociétés peuvent abaisser leur coût de capital. Toutefois, l'obtention de telles informations dans les systèmes orientés banques se fonde sur la

confidentialité, ce qui va à l'encontre des exigences d'une forte transparence par les systèmes orientés marchés.

Les problèmes d'asymétrie d'information deviennent particulièrement plus importants dans le refinancement des entreprises en difficulté. Pendant une période de difficulté financière, les mauvaises sociétés se distinguent difficilement des bonnes. Cela peut conduire à quelques liquidations prématurées. Dans les systèmes orientés banques, les relations étroites entre les banques et les entreprises peuvent atténuer certains de ces problèmes d'information et avoir comme conséquence une parfaite répartition des ressources. Mayer (1996) affirme que, dans ces systèmes, les banques jouent également un rôle primordial lors des opérations de restructuration des entreprises en difficulté, contrairement à ce que nous observons aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où les institutions financières n'interviennent que rarement. En effet, la compétition sur les marchés financiers dans les systèmes orientés marchés peut ébranler le développement des relations à long terme entre les entreprises et les institutions financières. Par exemple, en cas de concurrence sur les marchés, les banques ne sont pas incitées à proposer des fonds de sauvetage pour les entreprises qui ont des difficultés financières. Une fois qu'elles sortent de la détresse financière, elles sont donc libres de changer de bailleur de fonds pour aller chez celui qui leur propose des fonds moins chers.

Franks et Mayer (1997) rapportent que les systèmes orientés banques se caractérisent par des sociétés de petite taille, des marchés financiers peu liquides, l'absence des marchés pour le capital risque et une fidélité pour le financement bancaire. Pour les auteurs, ces caractéristiques peuvent être un obstacle devant la croissance et le développement des petites et moyennes entreprises. Les jeunes entreprises peuvent rencontrer des difficultés à lever des fonds à cause de leur manque d'expérience et de l'absence des relations à long terme avec le secteur financier. Les banques ont, dans ce cas-ci, tendance à octroyer des crédits avec beaucoup de prudence car elles se trouvent en face d'un risque d'asymétrie au cours de l'évaluation des *start-up*. En effet, dans le scénario catastrophe, la banque peut perdre la totalité du prêt accordé à la jeune société. Toutefois, si l'aventure tourne bien et que l'affaire réussit, la banque peut espérer la récupération de ses fonds majorée des intérêts courus. De cette manière, la banque est fortement exposée au risque.

Par contre pour les entreprises établies, les banques sont généralement beaucoup plus souples que les actionnaires en matière de risque. En outre, à cause de l'étroite relation qu'elles maintiennent avec ces entreprises, les banques sont favorisées par le biais d'une réduction de l'asymétrie d'information et du risque lié à l'incertitude. Von Thadden (1995) ajoute que les rapports à long terme avec les banques peuvent également réduire la tendance à favoriser les investissements qui permettent l'amélioration de la performance à court terme. Par exemple, le faible coût du capital encourage le maintien d'une relation d'investissement à long terme.²⁶ Par conséquent, les systèmes de *corporate governance* qui se basent sur des relations de long terme avec les institutions financières sont plus susceptibles de financer les projets caractérisés par des coûts importants. Cependant, l'effet global de ces oppositions ne permet que difficilement de prévoir lequel des systèmes de *corporate governance* est plus capable de promouvoir les activités d'innovation.

B. Relation à long terme : participations croisées et engagement

Les systèmes orientés marchés se caractérisent par une dispersion de la propriété, où les actionnaires ne maintiennent aucune relation entre eux et préfèrent ne pas supporter des coûts. De ce fait, ce système décourage les investissements spécifiques de la firme. Dans les systèmes orientés banques, l'intérêt porte essentiellement sur l'établissement de relations à long terme avec les différents associés de la société. Il semble que la nature des relations de longue durée entre ces groupes, y compris les banques, les employés et les clients favorise un investissement considérable dans les actifs spécifiques de la société. Toutefois, Mayer (1996) et Maher (1997) notent que l'importance des relations à long terme et de l'engagement pour la performance de la société change en fonction du secteur industriel ou de la nature des activités. Mayer (1996), p. 24, souligne que « *les relations sont particulièrement importantes là où l'activité de production dépend de la participation et de l'investissement par un grand nombre d'actionnaires. Les processus de fabrications complexes, qui exigent plusieurs fournisseurs et clients, peuvent dépendre particulièrement des modèles de propriété qui favorisent la confiance. Les modèles de propriété sont également appropriés aux activités qui peuvent exiger des investissements spécifiques par la société pour la*

²⁶ Historiquement, le faible coût de capital a montré qu'il était un dispositif fiable pour encourager l'investissement local au Japon et contribuer par la suite au développement de l'économie.

formation et l'engagement d'employés qualifiés. Les motivations d'entreprendre de tels investissements exigent un engagement de la part de l'employeur dans une politique d'emploi à long terme et une promotion au sein de la société ». Les relations et l'engagement à long terme sont donc particulièrement importants dans des industries ou des activités de haute technologie caractérisée par des *actifs spécifiques*. Dans ces industries, l'ensemble des investissements spécifiques réalisés par les différents actionnaires affecte plus la performance de la société que les flux monétaires externes.²⁷

L'identité des propriétaires peut également avoir des implications majeures sur l'économie. D'une société à l'autre, la propriété réduit les coûts de transaction et les problèmes de passagers clandestins liés aux incitations de s'engager dans un comportement opportuniste. Dans ce cas, les actionnaires sont incités à investir dans des actifs spécifiques. Les modèles complexes de la propriété peuvent également empêcher la restructuration des sociétés ou des industries et diminuer l'adaptabilité des firmes à répondre aux changements de circonstances et à la globalisation. Le plus important problème souvent associé à la structure complexe de propriété est la participation croisée, où les *insiders* n'ont pas toujours besoin de la majorité absolue pour maintenir le contrôle. Les structures pyramidales offrent un accès facile au capital et son avantage lié à la dispersion de la propriété réside dans la minimisation des coûts d'agence dus à la surveillance du management. Cependant, ce type de structure de propriété est particulièrement enclin à l'exploitation des intérêts des minoritaires et à un manque de transparence. En outre, les participations croisées facilitent les alliances stratégiques et peuvent être utilisées pour créer un noyau dur. Au Japon, par exemple, les participations croisées sont concentrées parmi le *keiretsu*, qui se compose de grandes sociétés opérant dans différents secteurs industriels avec des banques placées au centre de la structure. A travers ces liens, les décisions stratégiques et opérationnelles de la société sont dirigées par la compagnie holding.

Les modèles complexes de la propriété servent également à protéger le groupe et ses différents niveaux contre des OPA hostiles. En effet, les relations durables entre les sociétés, cimentées par des participations croisées, peuvent empêcher tout transfert de

²⁷ Microsoft est un bon exemple du fait que la capacité à maintenir le capital humain au sein de la société, a plus d'impact sur la performance de l'entreprise que les fonds externes.

participation.²⁸ En conséquence, le marché pour le contrôle des sociétés dans les systèmes orientés banques est moins développé que dans les systèmes orientés marchés. L'absence d'un marché efficient pour le contrôle des sociétés peut empêcher le développement d'une base internationale de production et peut également empêcher des sociétés d'entreprendre des opérations d'acquisition. En Allemagne, la responsabilité limitée des sociétés cotées, le rôle important entre les sociétés partenaires et le rôle important de la représentation des employés dans le conseil d'administration, rendent la société allemande très difficile à acquérir par des externes. Cependant, cette tendance est graduellement en train de changer et le nombre de prises de contrôle, en Europe continentale et au Japon, est en nette augmentation. Tandis que les relations durables entre les sociétés et ses fournisseurs peuvent aider à favoriser les profits, l'augmentation de la concentration industrielle peut avoir comme conséquence une connivence de comportements et peut affaiblir le niveau global de la concurrence sur des marchés concurrentiels de biens. Ceci suggère que les systèmes orientés banques de *corporate governance* doivent prêter plus d'attention à renforcer leur politique concurrentielle et les conditions d'accès pour les nouvelles économies, y compris les conditions pour les sociétés *start-up*.

§ 4 – Convergence entre les deux systèmes

Les problèmes d'agence qui surgissent de la séparation de la propriété et du contrôle ont créé le besoin d'un système de *corporate governance* qui renforce la responsabilité des dirigeants et les encourage à maximiser la valeur de l'entreprise plutôt qu'à avantager leur intérêt personnel. En outre, un *corporate governance* efficace doit protéger les actionnaires minoritaires contre l'exploitation de leurs intérêts par les dirigeants ou les actionnaires de contrôle. Les moyens d'atteindre cet objectif varient considérablement d'un pays à l'autre et d'un secteur à l'autre dans un même pays, ce qui explique les divergences dans les structures de *corporate governance* des pays développés. Cependant, la montée de la globalisation des marchés financiers ces dernières années, d'une part, et la libéralisation du commerce international, d'autre part, semblent créer un environnement dans lequel les divergences dans les systèmes de *corporate governance* deviennent moins observables. A cause de la concentration de la propriété, dans les systèmes orientés banques, il existe un intérêt particulier à exercer une surveillance sur le management. De plus en plus, les investisseurs institutionnels et

²⁸ Souvent les parts ne sont pas vendues sans l'accord de l'émetteur.

les fonds de pension au Royaume-Uni et aux Etats-Unis sont devenus des participants actifs au *corporate governance* des sociétés dans lesquelles ils détiennent des participations. Les marchés de capitaux à risque tels que le NASDAQ et l'Euro.NM se sont également développés pour s'adapter au financement extérieur des sociétés étroitement contrôlées.

Les forces de convergence du fonctionnement des deux systèmes sont essentiellement le résultat d'une globalisation des marchés financiers. Les sociétés et en particulier les grandes sociétés multinationales, adoptent de plus en plus les meilleures pratiques des systèmes existants afin d'améliorer la performance de l'entreprise et d'attirer de l'extérieur les capitaux permanents nécessaires à sa croissance. Par exemple, les besoins en capitaux, surtout pour les sociétés qui désirent étendre leurs activités en dehors de leur territoire, ont mené certaines d'entre elles à chercher à coter leurs titres sur des bourses de valeurs étrangères. Lever des capitaux à travers des bourses de valeurs étrangères, où les actionnaires sont davantage préoccupés par les risques de la société, est une méthode très différente du système qui se base sur le financement bancaire, où les banques sont plus intéressées par le risque de non-paiement. Ce changement au niveau du mode de financement a un impact important sur le *corporate governance*. Par exemple, dans la plupart des systèmes orientés banques, l'importance des investisseurs étrangers comme principal bailleur de fonds oblige les sociétés cotées à mieux protéger les actionnaires minoritaires et à introduire plus de transparence dans la divulgation d'informations. Il est difficile de prévoir les implications des développements récents ; toutefois, il semble qu'il y a une tendance globale vers un degré de convergence dans des modèles de gouvernance et de financement, avec des systèmes orientés marchés adoptant certains dispositifs des systèmes orientés banques, et vice versa. Toutefois, l'ampleur des divergences entre les systèmes, qui sont historiquement contingents et enracinés dans des différences culturelles, historiques et légales, suggère que la convergence totale est peu probable.

Conclusion du chapitre

Tout au long de ce chapitre, nous avons étudié le cadre conceptuel du contrôle dans la société anonyme. Nous avons élucidé les conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle. Ensuite, à l'aide d'une revue de la littérature et en se basant sur le degré de la propriété et du contrôle, nous avons montré les points forts et faibles ainsi

que les implications économiques associées aux différents systèmes de *corporate governance*. En effet, chaque pays a développé à travers le temps une variété de mécanismes pour surmonter les problèmes d'agence qui surviennent de la séparation du contrôle et de la propriété. Nous avons discuté des différents mécanismes utilisés par les différents systèmes. Par exemple, le marché pour le contrôle des sociétés, les plans d'intéressement, la concentration de propriété et les participations croisées entre les entreprises.

Toutefois, nous n'avons pas étudié l'impact de ces différents mécanismes sur la performance. Nous consacrerons le chapitre suivant à éclaircir le cadre conceptuel de la performance tout d'abord, et à examiner ensuite la littérature existante sur cette problématique.

Chapitre 3

STRUCTURE DE LA PROPRIÉTÉ ET VALEUR DE LA FIRME

Le deuxième chapitre de notre recherche a poursuivi un objectif analytique, visant à mettre en lumière le cadre conceptuel de la propriété et du contrôle ainsi que les différences entre les systèmes de *corporate governance*. Dans ce chapitre, le point de vue est différent. Il s'agit maintenant d'élucider l'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur la performance économique et financière. Il est donc nécessaire de mener une analyse critique et d'en tirer les leçons positives afin d'élaborer une nouvelle approche tendant à améliorer les procédures utilisées antérieurement.

La relation entre la structure de propriété et la performance économique est devenue l'un des domaines les plus controversés que rencontre tout preneur de décisions aujourd'hui. Chaque pays a développé à travers le temps une variété de mécanismes afin de surmonter les problèmes d'agence qui surgissent de la séparation de la propriété et du contrôle. Comme nous l'avons souligné dans le chapitre précédent, des systèmes sont caractérisés par une large dispersion de propriété (systèmes orientés marchés) et d'autres sont caractérisés par une structure de propriété concentrée (systèmes orientés banques). Dans les systèmes orientés marchés, le principal conflit d'intérêts oppose le dirigeant, situé en position de force, aux actionnaires minoritaires qui se trouvent en position de faiblesse. Par contre, dans les systèmes orientés banques, le conflit est entre les actionnaires de contrôle et les petits porteurs. Par conséquent, l'une des plus importantes différences entre les deux systèmes est la structure de la propriété et du contrôle des sociétés ainsi que l'identité de l'actionnaire de contrôle.

Jusqu'à la fin des années 90, on pensait que les systèmes allemand et japonais pouvaient fournir une meilleure performance économique. On pensait également que le système américain et du Royaume-Uni présentait des limites concernant la surveillance et le contrôle des sociétés cotées. Cependant, à la suite des mauvaises performances qui

ont touché à la fois l'économie allemande et japonaise et en raison de la crise financière de 1997 en Asie, ces modèles fortement appréciés précédemment ont fait l'objet de sérieuses critiques. Mais, si les modèles allemand et japonais présentaient des limites, pourquoi sont-ils restés la référence pendant si longtemps ? De plus, alors que les structures de gouvernance aux États-Unis et au Royaume-Uni sont pratiquement devenus les modèles de référence, le problème soulevé récemment par le niveau des salaires excessifs et les faux bilans aux États-Unis a conduit ces systèmes vers une phase de récession.

Notre objectif dans ce chapitre est d'explorer la littérature au sujet du lien entre la structure de propriété et la performance de la firme. Les différents éléments à prendre en considération sont les suivants : (1) la signification de la notion de performance (2) l'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur la performance financière (3) la présentation d'une nouvelle approche.

Section I : La performance mesurée à travers la création de valeur pour les actionnaires

La performance financière des sociétés est au cœur du débat sur le *corporate governance*. Elle constitue un élément clef qui permet une meilleure compréhension des mécanismes de *corporate governance*. La performance s'inscrit dans une stratégie de croissance basée sur l'investissement. Celui-ci, moyen d'allocation de ressources rares et moteur de la *création de valeur* par l'entreprise, constitue une variable clef de la gestion de l'entreprise. Par conséquent, tout dirigeant doit maximiser la valeur d'investissement de sa société.

Dans la première section, nous présenterons le concept de la création de valeur et son intérêt. Ensuite, dans la deuxième, nous analyserons les limites de ce concept et nous présenterons la proposition de la valeur partenariale comme alternative. Enfin, la dernière section sera consacrée à justifier notre choix pour l'approche de la valeur actionnariale.

§ 1 – *Le primat récent de la valeur actionnariale*

Le thème de la création de valeur est intéressant en raison de son caractère intertemporel et de la pluralité de ses aspects : il est à la frontière de la finance par ses

déterminants (revenus, risques encourus, coût du capital, etc.) et de la politique générale par son contenu informationnel (évaluation des décisions managériales par la voie de création de valeur). Par ailleurs, l'importance du marché boursier comme moyen de sanction externe (*shareholder value* ou valeur actionnariale) s'inscrit bien dans une logique très actuelle de *corporate governance*. Le critère de la création de valeur actionnariale fournit une information précise sur la capacité d'une société à enrichir ses investisseurs.²⁹

Dans de nombreuses décisions d'investissement, le choix effectif dépend des moyens financiers de l'investisseur. Souvent, celui-ci ne dispose pas des moyens nécessaires pour agir et prendre la décision adéquate et, même s'il en disposait, son évaluation serait différente. Ainsi, un investisseur possédant des ressources financières limitées peut être réticent à prendre certains risques financiers qu'un investisseur riche assumera sans hésiter.

Les *effets de richesse*³⁰ sont souvent importants, mais ce n'est pas toujours le cas. En fait, l'analyse théorique des problèmes en économie des organisations est bien plus simple lorsqu'on ne tient pas compte des effets de richesse. Cela permet notamment de définir de manière non ambiguë le concept clé de notre recherche, à savoir la « *création de valeur* ».

La création de valeur consiste donc à orienter et à motiver la décision du dirigeant vers la maximisation de la valeur des investissements dans une division, dans une entreprise ou dans un conglomérat. L'investissement est pris dans un sens large, qu'il s'agisse d'actifs physiques ou intangibles aussi bien que le portefeuille d'investissement. Manifestement, la *maximisation* signifie *accroître*, mais cette croissance doit prendre en considération les capacités propres de l'information et des ressources.

²⁹ C'est ce qu'affirment Guinti et Bousquié (1997) dans un article publié dans les Echos en défendant la théorie de la création de valeur pour les actionnaires (SVA : « *Shareholder Value Added* ») : « La *création de valeur pour les actionnaires* est un indicateur de performance pertinent. Elle favorise la transparence entre les marchés financiers et la gestion interne des entreprises ».

³⁰ Milgrom et Robert (1992), p. 48, appellent *effets de richesse*, les changements dans la nature des choix, résultant d'un accroissement de la richesse.

La définition proposée plus haut est une définition générale qui intègre tous les concepts potentiels existants de la valeur actionnariale. Tout concept devrait être explicitement énoncé et suivre son intérêt épistémologique puisque le problème épistémologique fondamental dans la littérature de la valeur actionnariale est le problème de justification : *pourquoi privilégier la maximisation de la valeur actionnariale plutôt que la valeur partenariale ?* Notre point de vue est interne et prospectif à l'entreprise et non pas rétrospectif. Donc la valeur actionnariale devient une « théorie managériale ». L'objectif de notre analyse dans cette section est de présenter une approche *systématique* plutôt qu'une approche complète d'un concept solide qui est la valeur actionnariale.

La définition précédente conduit à poser la question suivante : *faut-il valoriser la valeur ?* Autrement dit, *faut-il que l'objectif fondamental de toute entreprise soit de maximiser sa valeur pour l'actionnaire ?* Tout simplement, parce que le dirigeant doit maximiser la valeur de la firme dans le but de créer de la valeur pour les actionnaires minoritaires appelés encore dans la littérature bailleurs de fonds.³¹ Ces derniers, suite à leur relation avec l'entreprise, ont le droit de recevoir un revenu satisfaisant sur leur investissement puisqu'ils ont pris un risque en acceptant d'investir dans l'entreprise. Privilégier cette catégorie d'actionnaires ne veut pas dire ignorer les actionnaires de contrôle qui par leur présence au cœur du processus de décision, à savoir le conseil d'administration, ont la possibilité d'en tirer des rentes supplémentaires ; par exemple, ce serait le cas en obligeant le dirigeant à conclure des contrats avec des sociétés dont ils détiennent une participation. Il faut donc concevoir la firme de manière à protéger et rassurer cette minorité d'actionnaires, à prendre leurs intérêts en considération afin de les inciter à investir davantage dans la société.

Ainsi, le thème de la création de valeur est devenu le nouveau credo pour les dirigeants des grandes entreprises d'une part et un domaine de réflexion et de recherche pour les théoriciens de la finance d'entreprise d'autre part. Pour ces derniers, l'objectif

³¹ Nous savons bien que cette idée n'est pas conforme aux écrits de la littérature financière et économique traditionnelle, du fait que l'intérêt n'est plus la maximisation de la valeur de la firme. Cependant, selon cette approche, nous croyons que la responsabilité sociale de la firme est toujours prise en considération car il s'agit de changer la maximisation de la valeur de la firme par la maximisation de la valeur actionnariale. En revanche, si un dirigeant désire maximiser les richesses de ses actionnaires, il doit nécessairement maximiser la valeur de son entreprise et donc prendre en considération les intérêts des autres actionnaires. Sinon, à long terme, l'entreprise détruira de la valeur et probablement tombera en faillite.

des managers a toujours été de maximiser la valeur de l'entreprise ou encore la valeur des capitaux investis par les actionnaires. Cet objectif qui semblait autrefois « *théorique* » et tout juste bon pour déduire quelques règles de choix d'investissement, est aujourd'hui en passe de devenir une réalité managériale dans les grandes entreprises modernes.

Les contributions en la matière vont des travaux précurseurs de Modigliani et Miller (1958), (1961), (1963) sur les interrelations coût du capital/valeur jusqu'aux propositions récentes des cabinets américains (Mc Kinsey ou Stern & Stewart) en passant par les recherches de Hax et Majluf (1984) ou plus récemment Rappaport (1987), (1998). En effet, il y a plusieurs approches popularisées surtout par des consultants en management. Nous pouvons distinguer deux approches fondamentales. La première, développée par Rappaport (1987), (1998), repose sur l'actualisation des *free cash flows*. La deuxième, élaborée par Bennet Stewart (1991) propose deux concepts³² : l'EVA[®] (Economic Value Added) et la MVA[®] (Market Value Added). Ces indicateurs, publiés par la presse économique, tendent à devenir des standards incontournables de la qualité de gestion des firmes. Gary, Robert et James (1996) montrent que l'EVA[®] n'est qu'un concept issu de la théorie économique puisqu'il ne s'agit que de la vieille notion de « profit économique » développée notamment par Hamilton [1777] et Alfred Marshal [1890]. La méthode des *free cash flows* est en fait une application directe de la théorie financière moderne. En effet, l'EVA[®] est également un concept parfaitement articulé à la théorie financière qui affirme que la valeur de la firme est égale à la somme actualisée des flux de fonds allant aux actionnaires et aux créanciers financiers.³³

Toutes ces propositions (mesure de la création de valeur pour les actionnaires) reposent sur l'hypothèse classique que tous les apporteurs de facteurs de production, à l'exception des actionnaires, sont rémunérés à leur coût d'opportunité (supposé le plus souvent égal au prix du facteur établi sur un marché concurrentiel). Malgré son succès

³² Ces deux concepts sont des marques déposées par Stern Stewart et Co. pour les Etats-Unis et d'autres pays. On les retrouve sous d'autres appellations dans d'autres cabinets de conseils ou dans les grandes entreprises.

³³ Notamment, voir à ce propos l'annexe 1 qui reprend en détail ces outils d'analyse de la création de valeur en insistant sur leurs apports et leurs limites.

chez de nombreuses entreprises, l'approche par la valeur présente quelques limites qui feront l'objet de la section suivante.

§ 2 – *Les critiques de la valeur actionnariale et la proposition de la valeur partenariale*

L'approche par la valeur est un sujet largement débattu dans la littérature actuelle. En effet la création de valeur n'est pas seulement une mesure des performances, c'est également une philosophie de la direction qui doit permettre une prise de décision tant en ce qui concerne les aspects stratégiques que les décisions au jour le jour. Malgré le succès de cette approche et son application de plus en plus fréquente au sein des entreprises, elle présente certaines limites. Caby et Hirigoyen (1997) en recensent trois : des limites théoriques liées au fonctionnement et au comportement des individus, des limites liées aux techniques de fonctionnement des modèles d'évaluation et, enfin, des limites liées à la performance sociale des modèles de création de valeur.

A. *Les limites liées aux comportements des individus*

L'approche par la création de valeur et la théorie de l'agence appartiennent au même corps de pensées et nous pouvons considérer que la création de valeur est une conséquence directe de la mise en application des principes de la théorie de l'agence. De plus, la création de valeur pour les actionnaires est intrinsèquement liée au contenu de la relation d'agence sur les conflits entre les dirigeants et les actionnaires. Toutefois, la cohérence de la théorie de l'agence, et par conséquent l'approche par la valeur, repose sur deux hypothèses, à savoir le comportement et les motivations des individus, essentiellement les dirigeants.

Caby et Hirigoyen (1997), en s'appuyant sur les travaux de Jensen et Meckling (1994) qui considèrent l'individu comme une boîte noire,³⁴ essayent de critiquer et de présenter les limites de la théorie de l'agence pour justifier l'approche par la valeur. Pour eux, la théorie de l'agence repose sur des hypothèses faibles, qui remettent en cause sa cohérence et, donc, son apport. Ils considèrent que la théorie de l'agence peut servir de révélateur partiel aux motivations individuelles des dirigeants sans pour autant

³⁴ Dans cet article, les auteurs proposent un modèle d'évaluation du comportement humain : le modèle REMM (Resourceful, Evaluative, MaxiMizers) ou modèle de l'individu ingénieux, évaluateur.

que l'on induise un déterminisme univarié de la prise de la décision stratégique. Malgré leurs critiques sur la théorie de l'agence, ils reconnaissent les contributions de cette théorie à la compréhension du fonctionnement des organisations.

B. Des limites liées aux techniques de fonctionnement, à l'utilisation et à l'interprétation des modèles de création de valeur

Comme nous l'avons souligné pour l'EVA,³⁵ tous les modèles recèlent des limites inhérentes à leurs techniques de fonctionnement, à leur mise en œuvre et à leur interprétation. De plus, il y a des limites liées à l'utilisation du modèle. Ainsi, Caby et Hirigoyen (1997) montrent que la mise en application se heurte à deux problèmes. Le premier est lié à la nature de l'entreprise ; ainsi pour les petites et moyennes entreprises, il est très difficile de déterminer le coût du capital. Malgré le fait qu'il soit possible de déterminer le coût de la dette comme la valeur actuelle nette de l'ensemble des contrats d'endettement au taux actuel de la dette, il est difficile de déterminer la valeur des fonds propres pour ces sociétés. Le second problème est lié à la possibilité de manipulation des cours boursiers par les dirigeants d'entreprises, car les résultats comptables peuvent faire l'objet de manipulation des dirigeants afin de maintenir la confiance de leurs actionnaires. Par contre, la possibilité de manipuler les cours boursiers par les dirigeants s'est avérée impossible étant donné que le marché est supposé efficient.

C. Des limites liées à la performance sociale des modèles de création de valeur

Caby et Hirigoyen (1997) considèrent que l'application de ces modèles conduit les dirigeants à des licenciements massifs étant donné que les charges de personnel représentent la principale source de coût pour les entreprises et, par conséquent, le licenciement est un moyen potentiel pour maîtriser des gains importants. De plus, ils considèrent que les créations de valeur réalisées lors des OPA ne correspondent pas à une création de valeur mais à une redistribution de valeur au profit des actionnaires au détriment des autres *stakeholders*.

Vu que l'approche par la valeur est incomplète, plusieurs auteurs proposent une alternative. Ainsi, Charreaux et Desbrières (1998) considèrent la création de valeur pour les actionnaires comme trop restrictive pour construire une théorie pertinente du

³⁵ Pour plus de détails, voir l'annexe 1.

corporate governance et ils proposent une définition élargie de la valeur créée : la « valeur partenariale » (*stakeholder value*). Pour eux, la valeur actionnariale ne va pas de soi ; les intérêts des autres stakeholders³⁶ de l'entreprise (clients, créanciers, fournisseurs, salariés, pouvoirs publics) doivent également être pris en compte et sont aussi importants que ceux des actionnaires. Ainsi, selon eux, il conviendrait de remplacer la notion étroite de « **shareholder** » par celle plus large de « **stakeholder** » dans le processus de création de valeur. En effet, dans une optique de maximisation de valeur pour les actionnaires, les intérêts des autres parties prenantes risqueraient d'être lésés. Leur approche se base essentiellement sur l'obligation pour le dirigeant de l'entreprise de prendre ses décisions dans un cadre beaucoup plus large en prenant en considération l'unique intérêt de l'actionnaire mais également celui des clients, des fournisseurs, des créanciers, des salariés et des pouvoirs publics.

Puisque cette approche est plus complète, pourquoi, dans notre recherche, privilégions-nous la création de valeur actionnariale pour les actionnaires minoritaires ? Nous présenterons les justifications de notre choix dans la section suivante.

§ 3 – Les raisons pour conserver la valeur actionnariale

Charreaux et Desbrières (1998) affirment que « *cet élargissement de la valeur créée et la mesure qui lui est associée sont conformes à la vision pluraliste de la firme et permettent de mieux comprendre les mécanismes de création et de partage de la valeur en relation avec l'ensemble des parties prenantes qui concourent au fonctionnement de la firme* ». La méthode proposée présente principalement un intérêt théorique et ne prend pas en considération l'aspect pratique du problème. Autrement dit, leur méthode présente des difficultés de mesure, comme beaucoup d'autres propositions du même courant. De plus, ils n'arrivent pas à expliquer comment leur approche peut réussir à s'imposer comme outil de management car elle n'explique pas la répartition quantitative de la valeur créée entre les différentes parties prenantes. Or, pour rendre une entreprise plus performante, il faut éviter les conflits surtout par une juste répartition des gains réalisés. En effet, pour cette approche, en dehors d'un débat (plus ou moins dur) entre les différentes parties prenantes, il n'existe aucune règle optimale (et pour qui ?) de la répartition de la valeur créée.

³⁶ Au sens le plus large, les *stakeholders* représentent l'ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme. Les traductions les plus fréquentes de ce terme rencontrées dans la littérature francophone sont respectivement « **parties prenantes** » ou « **partenaires** ».

Le pilier de l'approche partenariale consiste à percevoir l'entreprise comme un nœud de contrats dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantages. Or, dans cette conception, le rôle du management est bien de défendre au mieux les intérêts des actionnaires minoritaires dans la mesure où l'on peut faire confiance aux autres parties prenantes (créanciers, fournisseurs, salariés, sous-traitants, pouvoirs publics) pour défendre leurs intérêts bien compris. L'idée que la fonction des dirigeants est d'arbitrer entre les intérêts divergents des différentes parties prenantes de l'entreprise revient à leur donner un rôle sans légitimité et sans instrument de mesure de leur efficacité.

Privilégier la valeur actionnariale à long terme ne veut pas dire ignorer les autres parties prenantes et leurs attentes. Créer de la valeur pour les actionnaires nécessite d'avoir une entreprise performante qui permettra de convaincre d'autres pourvoyeurs de fonds (actionnaires et créanciers) à investir dans l'entreprise. Leurs apports de ressources financières permettront à l'entreprise d'être plus compétitive, d'acquérir de nouveaux outils de production afin de présenter à ses clients de bons produits, développés par des employés motivés et de qualité, en liaison avec les meilleurs fournisseurs, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. De plus, la prise en compte des intérêts des autres *stakeholders* devient d'autant plus importante que leur pouvoir de négociation croît.

Les pourvoyeurs de fonds, à savoir les actionnaires minoritaires, ont le droit de recevoir un revenu satisfaisant pour les risques qu'ils ont encourus. Les employés doivent recevoir un salaire satisfaisant. L'entreprise doit payer des impôts pour contribuer à la répartition sociale des richesses. Les clients ont le droit de recevoir de bons produits et services juste à temps et avec la qualité qu'ils exigent. Les créanciers ont le droit de recevoir le remboursement de leurs créances à temps. Ainsi l'entreprise aura une image crédible devant eux et arrivera à les convaincre de la financer davantage, non pas uniquement à court terme mais aussi à long terme, pour créer de nouvelles divisions et activités qui permettront la création de nouveaux postes de travail. Les fournisseurs à leur tour ont le droit d'être payés à temps pour les produits et les services qu'ils accordent à l'entreprise. Enfin, en créant plus de valeur, l'entreprise payera plus d'impôts aux pouvoirs publics qui augmenteront leurs budgets en permettant ainsi d'augmenter les dépenses publiques. Donc le management doit prendre

des décisions qui contribuent à la réalisation des objectifs cités ci-dessus. Cela signifie acquérir des actifs (qu'il s'agisse d'actifs physiques ou intangibles aussi bien que le portefeuille d'investissements) au meilleur prix car un agent rationnel n'achète pas un actif à un prix plus élevé que sa valeur réelle. La valeur est la meilleure mesure qui puisse permettre la prédiction, la description et l'explication de la performance de la firme car cette mesure permet à l'ensemble des stakeholders d'avoir une image fidèle et complète de toutes les activités de la firme.

Quand le dirigeant se fixe un objectif de maximisation de la valeur créée, le fait de supprimer toute activité non rentable dans l'année ne signifie pas qu'il a une vision à court terme. En effet, s'il anticipe à court terme des pertes, sa décision de désinvestissement ne devra pas être interprétée comme une fermeture et un licenciement des employés à terme. Levasseur et Quintart (1998) affirment que le désinvestissement est une réponse parmi d'autres à un problème qui, de façon générale, concerne une activité dont la rentabilité est insuffisante.

En effet, la décision stratégique du dirigeant est de *savoir s'il faut désinvestir et quand il faut investir* ? Car le désinvestissement peut être aussi un redéploiement des actifs et une redistribution des ressources au sein de l'entreprise.³⁷ En revanche, le dirigeant peut être tenté de maintenir une activité non rentable à court, moyen et long terme en toute connaissance de cause, uniquement pour avoir une bonne image aux yeux des employés et des pouvoirs publics afin de poursuivre son objectif d'enracinement. Mais, il perdrait alors la confiance des actionnaires et des créanciers. De plus, il aurait du mal à lever des capitaux sur le marché financier pour financer des projets non rentables et l'entreprise finirait par disparaître sous l'effet d'une concurrence croissante.

Section II : L'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur la création de valeur

L'étude de la relation entre la performance financière des firmes et la structure de propriété constitue, nous le verrons, un courant théorique relativement fécond pour la recherche en finance. De nombreux travaux de recherche, tant théorique qu'empirique,

³⁷ Voir à ce propos Levasseur et Quintart (1998), section 2, chapitre 18.

ont été réalisés de manière fragmentée. Les résultats obtenus montrent la divergence d'opinions sur ce lien. Jensen et Warner (1988), p. 14, affirment ceci :

« [...] Le sens de la causalité entre la concentration de la propriété et les caractéristiques de la firme est une importante question soulevée, mais pas entièrement résolue, par des papiers exploitant des échantillons différents au niveau de la propriété. Bien que l'évidence indique que les caractéristiques de la firme et la propriété des actions par des internes (insider stock ownership) sont reliées, dénouer la relation causale entre la détention des titres par des insiders (internes) nécessite des investigations supplémentaires ».

Charreaux (1997b), p. 57, souligne que la plupart des études réalisées présentent une problématique de liaison entre les structures de propriété et de décision et la performance qui est, le plus souvent, insuffisamment approfondie. Nous proposons dans cette section d'effectuer une revue des principales études en insistant sur leurs résultats et leurs limites. Nous les regroupons en trois groupes de travaux : le premier avait pour objectif, en négligeant la structure de propriété, l'étude de lien entre le conseil d'administration et son influence sur la performance financière. Le deuxième vise uniquement à mettre en évidence le lien entre la structure de propriété (en tant que variable parfaitement exogène, c'est-à-dire déterminée en dehors du système) et la performance financière. Enfin, le troisième groupe d'études est allé jusqu'à *endogénéiser* la structure de propriété.

§ 1 – Conseil d'administration et valeur de la firme

Le débat sur le conseil d'administration, comme organe de contrôle du dirigeant, et son influence sur la valeur de la firme est un sujet d'actualité. Il existe déjà un certain nombre d'études qui peuvent être illustrées selon deux démarches : la première, empirique, fondée sur la composition du conseil d'administration et la seconde, théorique, fondée sur le type de conseil.

A. *L'influence de la composition du conseil d'administration sur la valeur de la firme*

Afin d'appréhender l'influence de la composition du conseil d'administration sur la valeur de la firme, nous examinons tout d'abord les études empiriques qui étudient

l'influence de la présence d'administrateurs externes (appelés encore *indépendants*) sur le contrôle des dirigeants.

Il existe dans les pays anglo-saxons de nombreuses études qui examinent le rôle joué par les administrateurs externes dans la surveillance du dirigeant. Weisbach (1988) trouve, lorsque le conseil est dominé par des membres externes, qu'il existe une forte corrélation entre la sous-performance et la révocation du dirigeant. L'étude de Hermalin et Weisbach (1988) révèle que de tels résultats sont également suivis d'une augmentation de la proportion des administrateurs externes. Brinkley et James (1987) concluent que ces derniers parviennent à contrôler les avantages de toute nature accordés aux dirigeants dans le secteur bancaire.

Fama et Jensen (1983b) affirment que la présence des administrateurs externes est un moyen pour surveiller les activités du dirigeant à travers la performance financière de la firme. Car ces derniers sont incités à maximiser la valeur de leur capital humain en gardant leur réputation d'être de bons surveillants. En effet, le marché du travail des administrateurs externes évalue la qualité de leur surveillance : Kaplan et Reishus (1990) affirment que les dirigeants de sociétés qui réduisent leurs dividendes³⁸ voient diminuer le nombre de poste de direction qui leur sont offertes par d'autres sociétés. Shivdasani (1993) soulève le problème de prise de contrôle hostile et trouve que la probabilité d'être la cible d'une prise de contrôle hostile est négativement corrélée avec le nombre de directorats dont les administrateurs sont titulaires. Enfin, Beatty et Zajac (1994) concluent que la composition du conseil d'administration est une variable peu importante en regard du mode de rémunération des dirigeants.

B. Le type de conseil et la valeur de la firme

Une deuxième approche proposée par Pearce et Zahra (1991) pour appréhender l'influence de la composition du conseil d'administration sur la création de valeur pour l'actionnaire, repose sur la typologie des conseils, selon deux dimensions, à savoir le pouvoir du conseil sur les dirigeants et l'activité du conseil. Leur typologie permet de compléter la compréhension du rôle disciplinaire du conseil d'administration par une dimension différente, son activité, qui peut d'ailleurs être assimilée au contrôle sur la

³⁸ L'échantillon est composé de 80 réductions de dividendes (d'une valeur minimum de 25% du montant du dividende correspondant à l'année fiscale) des sociétés américaines de 1980 à 1983. Maati (1999) argumente que prendre ce critère comme mesure de performance peut être contesté.

mise en œuvre (par opposition au contrôle sur les résultats). En se basant sur la typologie de ces auteurs, Charreaux (1997b) distingue quatre types de conseils : formel, contrôle, dominant et participatif.

Dans le contexte américain, Pearce et Zahra (1991) concluent que le conseil appartenant aux types dominant et participatif conduisent à une meilleure performance. Cette conclusion est rejetée par Charreaux et Pitol-Belin (1992) dans le contexte français en mesurant la performance réalisée à partir des taux de rentabilité des capitaux propres (établis à partir des valeurs de marché). Pour Charreaux (1997b), aucun type de conseil ne permet de réaliser une meilleure performance qu'un conseil de type formel.

Après avoir examiné les deux démarches, il faut noter que, si le poids des études empiriques qui traitent du lien entre la surveillance des dirigeants et la composition du conseil est assez important, celui des travaux qui relient cette dernière à la performance financière de la firme l'est beaucoup moins. Ainsi, Hermalin et Weisbach (1988) n'arrivent pas à mettre en évidence le lien entre la présence d'administrateurs externes et la performance de la firme. Par contre, Barnhart, Marr et Rosenstein (1994) suggèrent prudemment qu'il existe une relation non monotone. Enfin, Li (1994) arrive à détecter une relation positive à l'aide de comparaisons internationales. Toutefois, ces études ne tiennent pas compte du caractère endogène de la relation et n'intègrent pas le rôle joué par la structure d'actionnariat dans la composition du conseil. Il existe donc assez peu d'informations directes probantes en ce qui concerne la relation attendue entre la performance pour les actionnaires et la composition du conseil d'administration.

§ 2 – *Structure de propriété et performance financière*

Les économistes financiers soutiennent la thèse de la neutralité de la structure financière sur la performance financière. En d'autres termes, ils considèrent la structure de propriété comme une « variable exogène », c'est-à-dire déterminée par des contraintes externes ou internes. Certains auteurs tels que Demsetz et Lehn (1983) pensent que la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance ou, plus exactement, que toutes les structures de propriété sont équivalentes. Ils rejettent même l'idée que les firmes contrôlées (managériales) sont plus performantes que celles dont la structure est dispersée. Pour eux, la performance de la firme est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise.

Admettons que la structure de propriété soit déterminée en dehors du système, les études empiriques qui suivent évitent la problématique du sens de cette causalité. Normalement, ces études estiment le lien entre la performance financière et la propriété en utilisant la technique de régression des moindres carrés ordinaires. Néanmoins, il faut prendre les résultats avec précaution, car ces études souffrent d'un problème technique potentiel. En effet, si l'hypothèse de la variable exogène n'est pas valide, les variables explicatives seront corrélées avec le terme d'erreur et l'estimateur sera incompatible.

Demsetz et Lehn (1985), dans une étude portant sur un échantillon de 511 entreprises observées de 1980 à 1981, confirment l'absence de lien entre la performance de la firme et la concentration de son capital. Par contre, ils notent que l'actionnariat est d'autant plus concentré que le secteur est agité et la firme petite. Mais l'étude de Morck, Shleifer et Vishny (1988) est sans doute la plus citée dans la littérature sur le lien entre la structure de propriété et la valeur de la firme. Morck, *et al.* (1988) estiment une spécification non linéaire des effets de la propriété managériale sur la valeur de la firme. Ils utilisent des régressions linéaires sur un échantillon de 371 sociétés parmi les sociétés de *Fortune 500* de l'année 1980.³⁹

En fait, leurs résultats montrent que la part détenue dans le capital par le dirigeant peut avoir un impact différent sur la valeur de la firme selon son importance. Si cette participation représente de 0 à 5% des droits, son accroissement permet de valoriser la société grâce à l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Ensuite, la valeur de la société décroît si cette proportion évolue de 5 à 25% pour augmenter de nouveau ensuite. De plus, dans cette proportion (5 à 25%), les auteurs affirment que l'effet d'enracinement domine l'effet d'alignement des intérêts entre les actionnaires et la direction en place.

³⁹ En effet, ils régressent le Q de Tobin et le taux de profit sur trois variables de la part détenue dans le capital par les membres du conseil d'administration. Ces variables sont BRD.0to5, BRD.5to25 et BRD.OVER25. Où, BRD.XtoY est égale à la part de capital du conseil d'administration si la participation de ce dernier ne dépasse pas Y pour cent, mais dépasse X% et égale à Y une fois qu'elle dépasse Y. sinon, BRD.XtoY égale à zéro.

Toutefois, la relation qu'ils ont trouvée explique seulement 2% de variation dans l'échantillon. De plus, leur échantillon composé de 371 sociétés, est caractérisé par une faible variation au niveau de la propriété : uniquement dans 53 sociétés où les dirigeants détiennent une participation dépassant les 25% de capital et uniquement 15 des sociétés où les dirigeants détiennent plus de 50% du capital.

Wruck (1989) élabore un test qui est similaire à celui de Morck, *et al.* (1988), quoique l'auteur se concentre sur l'impact des ventes privées d'actions sur la valeur de la firme. En d'autres termes, Wruck (1989) utilise un échantillon composé de sociétés qui ont une expérience dans le changement de la structure de propriété.⁴⁰ Contrairement à Morck, *et al.* (1988), Wruck (1989) introduit surtout la participation non-managériale dans son modèle. L'omission de la propriété des « externes » (*outsiders*) est probablement l'un des défauts qui attire le plus l'attention dans le modèle de Morck, *et al.* (1988) et tous ceux qui se sont basés sur leur modèle. L'implication de cette omission est que les sociétés ayant les mêmes niveaux de propriétaires internes, mais avec des niveaux différents de propriétaires externes, sont supposés être en face d'un même niveau de coûts d'agences au cas où la surveillance est exercée par les actionnaires majoritaires. Cette hypothèse simplificatrice n'est pas uniquement intuitive, mais elle contredit surtout l'existence des théories sur les coûts d'agence. La mesure de propriété utilisée par Wruck (1989) est la participation totale dans le capital des six plus gros actionnaires.

McConnell et Servaes (1990b) procèdent à l'étude du problème de manière différente des deux papiers précédents. Ils introduisent la participation dans le capital détenu par les « insiders » (*internes*) et les « outsiders » (*externes*) en opérant clairement la distinction entre ces deux catégories de blocs de titres. Ils régressent le Q de Tobin sur la participation managériale, le carré de la participation managériale sur l'une des trois mesures différentes de la participation des externes.⁴¹ Ils observent une relation positive entre la valeur de la firme et la part de capital détenue par des investisseurs

⁴⁰ L'échantillon est constitué de 128 sociétés privées cotées sur le « NYSE » (le *New York Stock Exchange*) et l'« AMEX » (l'*American Stock Exchange*) de 1979 à 1985.

⁴¹ Ces trois mesures sont successivement LB1 qui représente la part de capital détenue par le plus gros actionnaire externe, LB2 représentant la somme des parts détenues par les détenteurs de blocs externes et LB3 qui est une variable binaire égale à un s'il existe un bloc de participation, sinon égale à zéro.

institutionnels.⁴² Par contre, ni la présence d'actionnaires détenant un bloc de titres (*blockholders*),⁴³ ni la part de capital qu'ils détiennent ne sont corrélées avec la valeur de la firme. Dans ce papier, ils analysent la relation entre le Q de Tobin et la propriété sur deux échantillons composés respectivement de 1173 sociétés pour 1976 et de 1093 sociétés pour 1986.

Anderson et Lee (1997) examinent la qualité de l'information contenue dans les différentes bases de données de l'actionnariat américain. Ils trouvent une différence significative au niveau de la qualité des informations contenues dans ces bases de données. Ils concluent que les résultats des études de Morck, *et al.* (1988) et McConnell et Servaes (1990b) ne peuvent être obtenus qu'en utilisant une base de données à qualité d'informations très faible.

Toutes les études mentionnées ci-dessus envisagent des sociétés dont le capital est éparpillé dans le public. Nous discutons maintenant les résultats des recherches qui envisagent les sociétés caractérisées par des niveaux de concentration très élevés et qui testent la validité du modèle de Morck, *et al.* (1988) sur une partie de la structure du capital. Slovin et Suchka (1993) examinent l'évènement du décès de l'un des actionnaires internes, détenant au minimum 5% des droits de vote, sur la valeur de la firme pour un échantillon composé de 85 entreprises. Ils trouvent que, durant deux jours après l'évènement, une rentabilité anormale est observée sur le marché si le décédé détient une part de capital comprise entre 20 et 30%. Malgré cela, ils ne trouvent aucun rendement anormal provenant du décès d'un actionnaire interne sur une période de deux à dix jours avant l'évènement. Il en va de même pour la période allant d'un jour jusqu'au dixième jour après l'annonce du décès. De plus, si le décédé détient une participation entre 5 et 10% uniquement, Slovin et Suchka (1993) n'observent aucun impact sur le rendement du marché. Ce résultat est spécialement intéressant car il contredit le résultat obtenu par Morck, *et al.* (1988).

D'autres auteurs comme Holderness et Sheehan (1988), montrent l'absence de différence de performance entre les firmes à capital diffus et celles dont le capital est

⁴² Toutefois cette relation est valable uniquement pour expliquer 3% de variation dans la performance de l'échantillon durant l'année 1976 et 6% durant 1986.

⁴³ McConnell et Servaes (1990b) définissent le *blockholder* par l'actionnaire détenant un bloc de titres dépassant le seuil de 5%.

détenu par un actionnaire majoritaire.⁴⁴ Ils observent aussi des réactions sur le cours boursier suite à la mise en vente des titres par l'actionnaire majoritaire. Les acheteurs et les vendeurs des blocs majoritaires sont divisés en deux : des individus et des sociétés. Les auteurs trouvent des évidences faibles (p-value de 0.07) d'un rendement anormal élevé si le vendeur est un individu. Toutefois, le plus important est que leurs résultats suggèrent que l'identité de l'acheteur n'implique aucune réaction au niveau du prix de l'action. Comme les rendements anormaux sont toujours positifs, quelle que soit l'identité de l'acheteur ou du vendeur, les auteurs affirment que c'est une incompatibilité avec la proposition que les actionnaires majoritaires, généralement, exploitent les minoritaires. Une fois encore, ces résultats sont en contradiction directe avec Morck, *et al.* (1988).

Chacune des études discutées jusqu'à présent, a utilisé un échantillon caractérisé par des firmes de grande taille ou par celles dont le niveau de concentration de propriété est élevé. En revanche, Mehran (1995) utilise un échantillon composé de 153 firmes industrielles américaines entre 1979 et 1980 qui présentent des caractéristiques différentes. Il trouve une relation linéaire positive entre le Q de Tobin⁴⁵ et la fraction des titres et des *stock-options* détenus par le président de la direction.⁴⁶ Toutefois, ces données ne présentent pas le lien entre la valeur de la firme et la propriété des externes.

La plupart de ces études se sont basées sur les travaux de Morck, *et al.* (1988) en faisant de petites modifications. Par exemple, utiliser des échantillons particuliers ou tester différentes caractéristiques fonctionnelles. Ces études affirment que la performance financière est conditionnée par la structure de propriété passée. Cependant, la signification de cette relation ainsi que sa forme diffèrent substantiellement d'une étude à l'autre.⁴⁷ En outre, généralement ces études semblent présenter quelques difficultés, surtout au niveau de la faible variation de la structure de propriété des entreprises étudiées ainsi qu'à la difficulté de mesurer exactement le Q de Tobin. Notre

⁴⁴ Ils examinent 114 sociétés américaines cotées entre 1978 et 1984 ayant un actionnaire détenant au minimum 50% de part du capital.

⁴⁵ Ce ratio, dénommé « Tobin's Q », a été popularisé par le prix Nobel d'économie James Tobin. C'est le rapport entre la capitalisation boursière d'une entreprise et la valeur comptable de ses actifs.

⁴⁶ La part des actions et des *stock-options* détenue par le dirigeant varie de 0 à 46%. Par contre, les droits de vote varient de 0 à 62% avec une moyenne de six et neuf respectivement dans leur échantillon.

⁴⁷ Il est intéressant de noter que les études qui ont reproduit l'article de Morck, *et al.* (1988) (utilisant par fois le même échantillon) ont trouvé, soit, des effets différents de la propriété managériale sur la valeur de la firme, soit aucun effet.

point de vue repose sur l'étude de Holderness et Sheehan (1988). En utilisant les cours boursiers et en examinant les firmes avec un actionnaire majoritaire, ces auteurs ne trouvent aucun lien entre la performance financière et la structure de propriété. De plus, toutes ces études concluent à la thèse de la neutralité concernant la performance de la firme. Cependant, Charreaux (1997b), p. 83, souligne que, dans une optique de maximisation de la valeur globale de la firme, la thèse de la convergence semble l'emporter : « La performance économique apparaît supérieure pour les firmes présentant une faible séparation propriété/décision ».

§ 3 – *La structure de propriété comme variable endogène*

Les études empiriques qui seront analysées dans cette section sont celles qui essaient d'étudier la structure de propriété de manière endogène. Elles étudient une méthodologie différente afin de mettre en évidence le lien entre la structure de propriété et la performance financière. Elles tentent plutôt d'étudier le sens de cette causalité, c'est-à-dire de vérifier si la performance influence la structure de propriété ou le contraire. Le nombre de ces études est très important. Cependant, Short (1994), dans une revue de la littérature, signale que la plupart de ces études n'ont pu parvenir à mettre en évidence un lien clair entre la structure de propriété et la performance financière.

Nous commençons par l'étude de Leech et Leahy (1991) qui trouve une relation positive entre la structure de propriété et la performance financière. Ces auteurs procèdent à l'estimation de six régressions (OLS) avec différentes variables dépendantes. Ces dernières sont des ratios d'évaluation de l'entreprise tels que la marge bénéficiaire sur le chiffre d'affaires, le ROE (*Return On Equity*), le taux de croissance des ventes, le taux de croissance de l'actif net et le salaire maximal payé au dirigeant. Leech et Leahy (1991) utilisent des variables binaires pour mesurer le mode de contrôle et de la propriété des entreprises étudiées. Les auteurs trouvent que les entreprises contrôlées se caractérisent par des ratios élevés. En utilisant des indices de concentration, les auteurs trouvent que la dispersion de propriété implique un ratio de la marge bénéficiaire sur le chiffre d'affaires et une augmentation au niveau du taux de croissance des actifs nets.

En changeant de méthodologie, les études menées par Kole (1996) prennent en considération les résultats de Morck, *et al.* (1988) et s'intéressent explicitement au problème du sens du lien entre la valeur de la firme et la propriété. Les deux études font appel à une relation inverse de la causalité, c'est-à-dire que la structure de capital influence la performance plutôt que l'inverse. Kole (1996) prétend que si la propriété influence la valeur de la firme, il devrait y avoir des transferts « *correctifs* » de titres entre le dirigeant et les non dirigeants. L'auteur teste la spécification de Morck, *et al.* (1988), mais néglige la variable binaire qui peut provoquer la *multi colinéarité*. Pour les sociétés qui disposent d'actionnaires qui détiennent entre 0 et 5 % du capital, Kole (1996) trouve un effet positif de la composition du conseil d'administration sur la valeur de la firme. Par contre, cet effet est négatif si la part détenue dans le capital est comprise entre 5 et 25 % et il n'y a pas d'effet si la participation dépasse 25 %. Ensuite Kole (1996) cherche à expliquer pourquoi la moyenne du Q de Tobin pour l'échantillon de Morck, *et al.* (1988), composé de 371 grandes sociétés, était uniquement de l'ordre de 0.85. Pour lui, ce résultat, en se basant sur le point de vue de Lindenberg et Ross (1981), est dû à l'utilisation du coût de production (le coût ajusté d'inflation de l'usine et de l'inventaire) plutôt qu'à l'utilisation du coût de remplacement.⁴⁸

Agrawal et Knoeber (1996) examinent l'utilisation de sept mécanismes pour contrôler les problèmes d'agence dans 400 grandes sociétés américaines. Ces mécanismes sont les suivants : les titres détenus par des *insiders*, les investisseurs institutionnels, les grands détenteurs de blocs, l'utilisation d'administrateurs indépendants, la politique d'endettement, le marché du travail et le marché pour le contrôle des sociétés. L'auteur trouve que les régressions linéaires de la performance de l'échantillon sur un seul mécanisme peuvent induire à l'erreur. Si chaque mécanisme est utilisé séparément dans une régression linéaire, il existe un lien direct entre la performance financière et quatre de ces mécanismes. Ces mécanismes sont respectivement la part du capital détenue par l'*insider*, l'administrateur indépendant, la structure de la dette et le marché pour le contrôle des sociétés.

Toutefois, quand tous les mécanismes sont regroupés dans une seule régression linéaire, il n'existe aucun lien direct entre la performance et la part de capital détenue

⁴⁸ La dépense minimale pour acquérir la capacité de production actuelle avec les technologies les plus modernes.

par l'insider. De plus, si un système d'équations simultanées est utilisé, le lien disparaît entre la performance et la dette d'une part, la performance et le marché pour le contrôle des sociétés d'autre part. Agrawal et Knoeber (1996) argumentent leur résultat avec la thèse que la structure de propriété est choisie de manière à maximiser la valeur de la firme. Les auteurs attribuent à des raisons politiques la tendance de ces dernières années à nommer plus d'administrateurs externes (*indépendants*) dans les conseils d'administration. En effet, quelques représentants sont des politiciens, des écologistes et des représentants des associations de consommateurs qui peuvent avoir des objectifs opposés à ceux de la firme. L'ensemble de ces administrateurs indépendants peut agir par procuration à cause de l'importance des contraintes politiques auxquelles la firme pourrait faire face.

Loderer et Martin (1997) construisent deux modèles, le premier à équation simple et le second à équations simultanées, pour expliquer la performance des fusions et acquisitions dans leur échantillon caractérisé par une propriété managériale. Il y a une faible probabilité que la performance dépende directement des participations managériales dans le cas du modèle à une simple équation. Toutefois, dans le cas du modèle à équations simultanées, ils ne vérifient pas que la participation managériale élevée dans le capital influence la réussite de l'acquisition en termes de performance. Ils concluent que les dirigeants peuvent être disciplinés effectivement par le marché du travail des dirigeants, le marché de contrôle des sociétés et la concurrence au niveau du marché des biens.

Le point positif de ces études, qui leur permet de justifier leur démarche, est l'existence d'autres caractéristiques relatives au capital qui favorisent l'accroissement de l'efficacité du contrôle exercé sur la gestion des entreprises. Par exemple, la présence d'actionnaires financiers ou institutionnels peut notamment jouer un rôle déterminant dans la création de valeur pour les actionnaires. Ces actionnaires sont supposés plus actifs et plus puissants que les actionnaires individuels. Ainsi, Mello et Parsons (1998) montrent que la vente d'actions à des actionnaires « actifs » a une incidence positive sur la performance de la firme.

En guise de synthèse, ces études essayent de mettre en évidence le lien entre la structure de propriété et la création de valeur pour les actionnaires avec beaucoup de

difficultés. Ces études trouvent que la structure de propriété dépend de facteurs tels que la volatilité de l'environnement et la taille de la firme. Par contre, elles n'arrivent pas à affirmer, avec des résultats significatifs, que la performance financière actuelle est le résultat de la concentration de propriété passée.

Section III : Nouvelle approche du problème

Selon la théorie de l'agence, une amélioration de la performance de la firme est attendue suite à des changements au niveau de deux facteurs de la structure de propriété, à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires. Néanmoins, le changement au niveau de ces deux facteurs pour une société ne se réalise qu'à l'occasion d'un changement fondamental au niveau de sa stratégie, voire de sa structure. En effet, l'entreprise peut être innovante, à fort potentiel de croissance ; les besoins en fonds propres peuvent ne pas être satisfaits par le seul autofinancement ou l'augmentation de capital par les associés d'origine (fondateurs). Dès lors, l'augmentation de son capital par appel à l'épargne (*Initial Public Offering*, appelé aussi IPO ou offre publique de vente) s'avère une meilleure solution pour attirer les fonds nécessaires afin de financer la croissance de la société tout en laissant le contrôle aux associés d'origine.

Cependant, si la croissance est très vive, la société doit attirer des masses plus importantes sur le marché afin d'assurer son financement. De plus, si les actionnaires fondateurs n'ont pas les moyens de poursuivre ce financement, ils seront contraints de céder le contrôle de leur société à de nouveaux investisseurs. Par conséquent, l'introduction en bourse ne peut s'effectuer sans qu'il n'y ait un changement au niveau de la concentration du capital, surtout pour les firmes de grande taille.

La théorie financière prévoit que les grandes firmes ont un niveau de dispersion plus élevé que celui des petites firmes. En effet, elle estime que l'actionnaire fondateur supporte des coûts importants s'il garde un bloc considérable d'actions dans sa société. De plus, une fois que la structure de la société devient dispersée, le fondateur peut garder un certain niveau de contrôle sur celle-ci avec une participation plus faible, car il est majoritaire parmi les minoritaires.

Dans des firmes qui se caractérisent par un niveau de risque élevé, telles que les firmes de haute technologie, les bénéfices obtenus d'une bonne diversification de portefeuille peuvent être plus importants que ceux obtenus du contrôle. Donc, nous pouvons prédire que les sociétés caractérisées par un niveau de risque élevé ont tendance à se caractériser par une structure de propriété plus dispersée après leur introduction en bourse. Le besoin d'une liquidité importante du marché peut amener les associés d'origine à céder leurs titres et, par conséquent, la structure de la propriété devient largement dispersée. Finalement, les sociétés ayant un niveau élevé de création de valeur peuvent permettre à leurs associés d'origine de maintenir le contrôle sur une longue période.

Nous poursuivons trois objectifs dans cette section. Dans un premier temps, nous identifions l'intérêt de notre plan d'expérimentation. Dans un deuxième temps, nous exposerons une brève synthèse des modèles explicatifs de l'évolution de la structure de propriété autour d'une opération d'introduction en bourse. Enfin, dans un troisième temps nous décrirons un schéma relationnel entre la structure de propriété et la performance au cours d'une introduction en bourse.

§ 1 – Ébauche d'un nouveau plan d'expérimentation

Durant la dernière décennie, des transformations profondes ont touché nos économies et ont assisté à l'important développement de la « nouvelle économie ». Cette expression décrit des aspects ou des domaines d'une économie qui produisent ou utilisent de façon intensive des technologies novatrices ou nouvelles. Ce concept relativement récent s'applique en particulier aux industries dans lesquelles les personnes dépendent de plus en plus des ordinateurs, des télécommunications et de l'Internet pour produire, vendre et distribuer des biens et services. Dans un contexte de globalisation, les marchés financiers semblent être le lieu privilégié qui permettra aux jeunes sociétés opérant dans ces secteurs à haut risque de lever les fonds nécessaires pour financer leur croissance. Par exemple, depuis sa création en 1970, le NASDAQ est le marché de référence pour le financement de cette catégorie d'entreprises.

La création d'un tel marché pour les entreprises européennes est intervenue tardivement. *Euronext Paris* fut la première bourse européenne à créer le segment Euro.NM Paris le 14 février 1996. L'Euro.NM est un réseau paneuropéen de marchés

boursiers, comprenant plusieurs segments. Ces segments sont successivement, la Bourse de Paris (Le Nouveau Marché), la Bourse d'Amsterdam (Nmax), la Bourse de Francfort (Neuer Markt), la Bourse de Bruxelles (Euro.NM Belgium) et la Bourse de Milan (Nuovo Mercato).⁴⁹ En effet, la nécessité d'un marché européen pour les valeurs de fort potentiel de croissance répondait à un besoin évident. D'ailleurs la Commission Européenne l'a souligné dans l'un de ces rapports.⁵⁰ Partant de l'idée que ces jeunes entreprises innovantes constituent des parts indispensables du tissu économique européen, il paraît indispensable de soutenir ces entreprises généralement confrontées à leur incapacité de lever des capitaux pour financer leur développement, et d'éviter qu'elles ne s'adressent au marché non européen de référence en la matière, à savoir le NASDAQ.

Malgré sa récente création, de nombreuses opérations d'introduction furent réalisées sur ces différents segments, plus de 550 sociétés cotées en janvier 2002. Ce phénomène soulève des questions fondamentales : *est-ce que ce marché se comporte de la même manière que le NASDAQ ? Est-ce que ces valeurs se comportent de la même manière après leur introduction en bourse sur les deux continents ? Les actionnaires d'origine de ces entreprises ont-ils le même comportement sur ces deux marchés ?* Dans un tel contexte, des thématiques de recherches se sont développées autour de plusieurs axes. Nous pouvons citer à titre d'exemple : l'explication du prix d'introduction et la performance à moyen et long terme, les politiques de rémunération des firmes après leur introduction, les opérations financières des entreprises après leur introduction ou encore les échecs après les introductions en bourse.

Consciente des diverses pistes de réflexion sur le sujet, notre recherche ne peut pas couvrir l'ensemble de ces thématiques. Nous sommes particulièrement intéressés par l'étude, de manière exhaustive, de l'évolution de la structure de propriété autour d'une telle opération et de son impact sur la performance et la liquidité de la firme. Ces deux facteurs sont d'importance majeure pour distinguer les différents systèmes de *corporate governance*. L'objectif de notre plan d'expérimentation est de vérifier à l'aide d'une étude empirique les différents comportements observés pour les entreprises

⁴⁹ Pour plus de détails sur le principe de fonctionnement et l'organisation du NASDAQ et de l'Euro.NM, voir l'annexe 2.

⁵⁰ Voir à cet égard, l'European Venture Capitalists Association, (1997), « Boosting Europe's Growing Companies », E.V.C.A. White paper.

technologiques après leur introduction en bourse. L'étude est menée distinctement sur deux échantillons, le premier constitué par les entreprises qui s'introduisent en bourse sur l'Euro.NM, le second par les entreprises ayant effectué des opérations similaires sur le NASDAQ.

§ 2 – *Modèles théoriques sur les introductions en bourse*

Leland et Pyle (1977) présentent un modèle de signalisation de la qualité (en matière de performance) de la firme dans un contexte d'asymétrie d'information.⁵¹ Toutefois, ce modèle peut également être interprété comme un modèle expliquant l'évolution de la propriété durant la période qui suit l'IPO. Dans ce modèle d'évaluation, la valeur actuelle de la firme dépend de la part (α) des titres détenus par le dirigeant de la firme. Les auteurs supposent que ce dernier connaît la valeur future des cash-flows espérés de sa firme quand il décide de la faire coter en Bourse, alors que les investisseurs externes l'ignorent. De plus, il est coûteux pour l'actionnaire dirigeant de garder une participation (α) élevée de titres, sinon son portefeuille sera non diversifié. Par conséquent, il préférera garder une proportion importante (une concentration de la propriété et du contrôle) uniquement s'il estime que les cash-flows futurs seront relativement plus élevés que la valeur actuelle de la firme. La part (α) agit donc comme un signal crédible de la valeur de la firme pour l'investisseur externe.

Dans le modèle de Leland et Pyle (1977), l'idée est que le degré de dispersion de la propriété de la firme n'est que le résultat d'un « **trade-off** » (*arbitrage*) auquel étaient confrontés les associés d'origine. En effet, la concentration ou la dispersion présente des bénéfices (par exemple, la diversification du portefeuille des actionnaires d'origine) mais aussi des coûts (par exemple, la perte du contrôle de la société). La distribution de ces coûts et bénéfices détermine le résultat de la structure de la propriété.

Pagano (1993) traite le problème du sous-développement des marchés financiers de quelques pays industrialisés ainsi que le fait d'avoir un taux de croissance substantiellement plus faible que le taux de croissance de l'économie en général. Dans son modèle, les actionnaires d'origine procèdent à la cotation de leur firme sur un marché financier, uniquement si les gains espérés d'un portefeuille diversifié après

⁵¹ Ces auteurs ont émis l'hypothèse selon laquelle une part élevée du capital détenu par les dirigeants signale une valeur par action élevée.

l'IPO sont plus élevés que les coûts liés à l'opération d'introduction de leur société en Bourse. La décision d'ouvrir le capital au public sur le marché financier provoque une extériorité positive sur d'autres investisseurs en termes de grande répartition du risque. De plus, si les marchés financiers ne sont pas efficaces, la décision de s'orienter vers eux implique une forte demande pour les titres des autres sociétés et une augmentation des prix de leurs actions. Par conséquent, d'autres entrepreneurs deviennent plus disposés à procéder à la cotation de leur firme.

Zingales (1995) présente un modèle où l'actionnaire d'origine est souvent confronté au problème de « **trade-off** » une fois que la société décide de s'orienter vers le marché financier. En effet, en acceptant de céder ses titres à un grand nombre d'investisseurs, l'actionnaire d'origine maximise ses revenus provenant de la vente de ses droits sur les cash-flows. D'autre part, considérant qu'en négociant directement avec un nouvel actionnaire potentiel pour le contrôle de la société, l'actionnaire d'origine sortant (c'est-à-dire celui qui veut quitter l'entreprise) maximise ses revenus provenant de la vente des droits de contrôle. De plus, Zingales (1995) affirme, dans le cas où l'actionnaire sortant procéderait à une trop grande liquidation de ses droits sur les cash-flows de la firme durant l'opération d'IPO, que l'actionnaire sortant perdra l'incitation à céder le contrôle à un acquéreur plus efficace dans le futur. Cette liquidation massive de titres a des implications négatives sur les richesses des autres actionnaires d'origine, c'est-à-dire ceux qui préfèrent garder leur participation dans l'entreprise. Il y a donc une limite aux bénéfices procurés suite à cette opération de vente qui détermine le point optimal de la propriété d'un *insider*.

Selon Bolton et Von Thadden (1998), l'actionnaire sortant est confronté à un « **trade-off** » similaire entre les bénéfices obtenus d'une propriété dispersée (c'est-à-dire une meilleure liquidité de marché) et les bénéfices provenant d'une propriété concentrée (c'est-à-dire un meilleur contrôle du dirigeant). Leur modèle suppose que la firme cotée en bourse, caractérisée par une structure de propriété largement dispersée, est contrôlée par un consensus. Par contre, pour celles à forte concentration de propriété, le modèle affirme l'existence d'un trade-off entre la liquidité et le contrôle.

§ 3 – Structure de propriété pour les entreprises qui s'introduisent en bourse

Les sociétés non cotées se caractérisent par une structure d'actionnariat assez dispersée, souvent sous le contrôle de familles ou d'un groupe de personnes. Après l'introduction en bourse, à cause de problèmes de succession au sein de ces groupes, on s'attend à ce que cette catégorie d'actionnaires d'origine procède à la réduction de sa participation dans la société, surtout dans le cas des sociétés qui s'approchent de la maturité.

Demsetz et Lehn (1985) affirment qu'il est plausible, en cas d'absence d'actionnaire majoritaire, de garder le contrôle sur une firme de grande taille avec une faible participation dans le capital. Par contre, il est plus difficile de contrôler une petite société avec une participation comparable. Par conséquent, la structure de propriété devient de plus en plus dispersée en fonction de la taille de la firme.

Il est possible que les associés d'origine ne disposent pas des moyens financiers suffisants pour suivre la croissance de la société et assurer son financement et se trouvent, par conséquent, face à d'importantes contraintes de liquidités. Ils préféreront céder une part importante de leur participation afin de pouvoir souscrire à la nouvelle augmentation du capital. Pour autant que la prime d'émission soit exigée, sinon ces actionnaires subissent une dilution importante. Ce type d'associés peuvent être forcés de vendre des droits en cash-flows dépassant même le seuil optimal. Pour ces entreprises, le nombre des titres détenus par les associés d'origine diminuent rapidement.⁵²

Selon Shleifer et Vishny (1986), les sociétés qui ont une structure de propriété très concentrée avant l'introduction en bourse est un signal que cette structure restera relativement concentrée, même quelques années après l'opération. Morck, *et al.* (1988) évoquent que, spécialement chez les jeunes sociétés, le fondateur joue souvent un rôle crucial dans la direction. Chung et Pruitt (1996), émettent l'hypothèse que le fondateur d'une société ou ses héritiers peuvent détenir une part substantielle du capital « *strictement à cause des circonstances historiques* ». Nous pouvons dire que si le

⁵² Pour une analyse plus détaillée de l'évolution de la structure du contrôle à la suite d'une IPO, voir Zingales (1995) et Bolton et Von Thadden (1998).

fondateur d'une société (de n'importe quelle taille) ou ses héritiers maintiennent une part de titres au moment de la cotation, cela explique que les profits personnels sont toujours significatifs (le statut social lié à la possession d'une société cotée, par exemple) et le contrôle sera lentement dispersé.

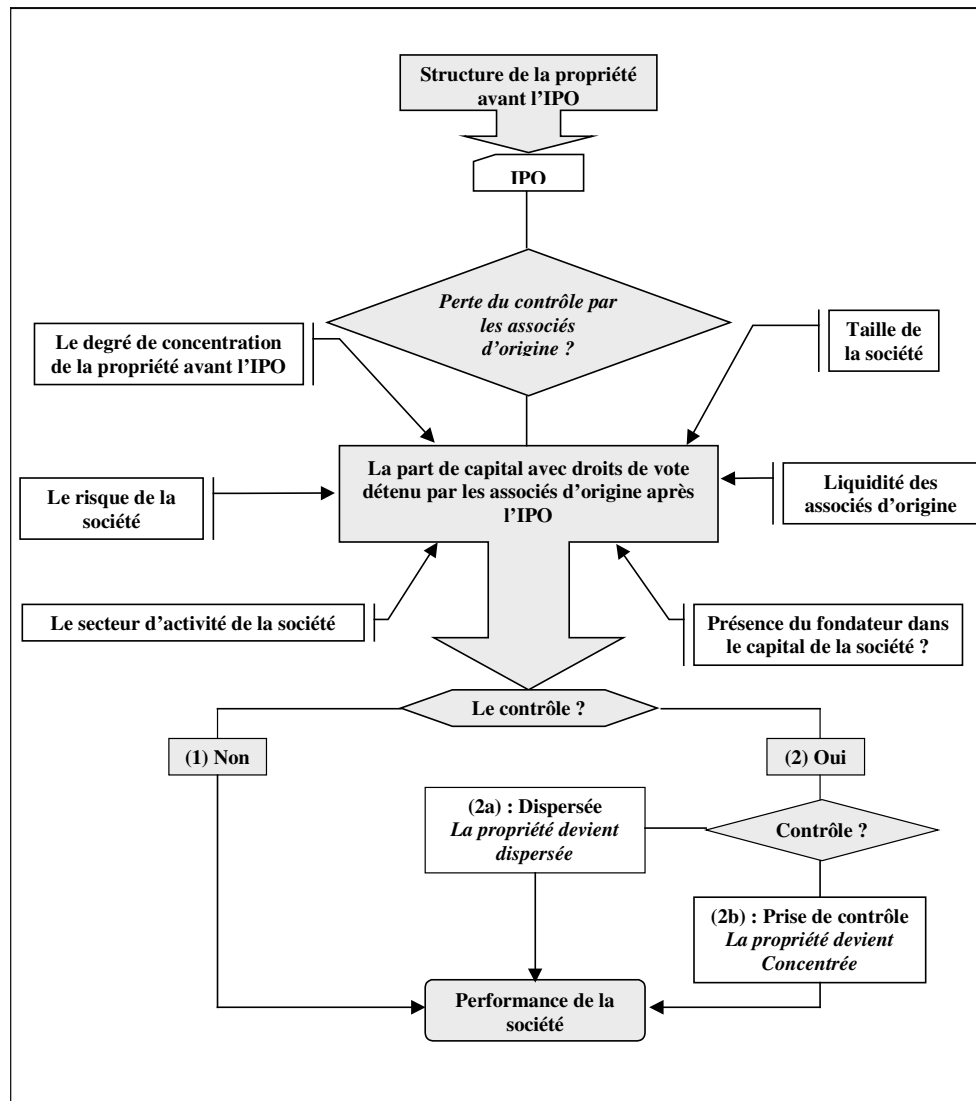
Pagano (1993), Admati, Pfleiderer et Zechner (1994) et Kahn et Winton (1998) affirment que les sociétés présentant un risque relativement élevé finissent par avoir une structure de propriété plus dispersée que celles qui se trouvent dans des secteurs industriels à faible croissance et avec des capacités d'endettement élevées.

La figure 3-A résume les différents modes de transfert du contrôle durant les opérations d'introduction en bourse (*IPO*). Nous distinguons trois formes possibles de structure de propriété que l'entreprise peut adopter à la suite de la cotation de ses actions sur un marché financier.

Généralement, avant l'introduction en bourse, la structure de propriété de l'entreprise est caractérisée par une très grande concentration de la propriété entre les mains de l'actionnaire fondateur ou des associés d'origine. Après la cotation, l'entreprise reçoit les souscriptions et les associés d'origine acceptent de liquider une petite partie du capital et de garder le contrôle de leur société (situation 1). Une deuxième possibilité (situation 2) est que les associés d'origine ne souhaitent plus garder le contrôle de leur société et choisissent de désinvestir partiellement ou complètement de celle-ci.

Deux cas sont alors envisageables dans cette perspective. Soit la situation (2a) où les associés d'origine choisissent de liquider leurs participations progressivement ; par conséquent, la structure de propriété de la société devient largement dispersée. La seconde possibilité (2b) prévoit que la propriété est transférée à un autre investisseur par une prise de contrôle (OPA) ou encore par une vente de blocs de participations.

Figure 3 - A : L'évolution de la propriété autour d'une introduction en bourse



Nous supposons qu'il n'y a aucune différence entre une société qui se caractérise par un actionnariat largement diffus juste après l'introduction en bourse et celle qui change de structure et devient avec une structure d'actionnariat dispersée progressivement dans le temps. Ce schéma se base sur le raisonnement suivant : le résultat final de la stabilité de la structure de la propriété dépend uniquement des conditions générales du marché qui sont hors du contrôle des actionnaires d'origine. Le seul facteur qui dépend des associés d'origine, c'est la contrainte de liquidité pour cette catégorie d'actionnaires. En effet, si la société a besoin de mobiliser des sommes importantes et que les associés d'origine n'ont pas les moyens de financer leurs parts

dans la nouvelle souscription, ils seront obligés de liquider la totalité ou une partie de leurs droits de souscription afin de pouvoir souscrire dans la nouvelle augmentation de capital et garder par la suite le contrôle de leur société. De plus, s'ils trouvent que la perte du contrôle de la firme est imminente et qu'avoir une participation faible dans le capital n'est pas bénéfique pour eux, ils préféreront sortir du capital et laisser le contrôle à une autre personne, car ils sont en possession de la meilleure information sur la situation de la société et sur le risque encouru malgré la vive croissance de celle-ci.

Conclusion du chapitre

L'analyse du contrôle montre que la structure de propriété de la firme agit comme un dispositif d'engagement pour déléguer un certain degré d'autorité de la part des actionnaires en faveur du dirigeant. Tandis que la dispersion de propriété accorde au dirigeant un pouvoir discrétionnaire important, la concentration de propriété a pour résultat un contrôle sévère et, par conséquent, moins d'initiatives prises en matière de gestion par le dirigeant.

Quels sont les effets de différentes structures de propriété sur la valeur de la firme et y a-t-il une structure de propriété optimale qui minimise les coûts d'agence ? Cette simple question n'a pas de réponse jusqu'à présent, malgré le nombre important de recherches effectuées dans ce domaine. Comme nous l'avons montré dans notre analyse, plusieurs études empiriques considèrent la structure de propriété comme variable exogène dans leurs modèles, c'est-à-dire déterminée aléatoirement. Néanmoins, ces études négligent le sens de la causalité entre la performance financière et la structure de propriété. D'autres études considèrent la structure de propriété comme une variable endogène. Ce sont les études qui examinent conjointement les causes et les conséquences de la structure de propriété. Malheureusement, la plupart de ces études se heurtent à une variation faible au niveau de la propriété ainsi qu'à des limites méthodologiques (la taille de l'échantillon, les mesures utilisées, la différence dans les normes comptables pour les études comparatives et l'absence des bases de données homogènes, etc.). De façon plus novatrice, il s'avère donc plus intéressant de choisir un plan d'expérience différent de celui utilisé dans les études citées auparavant, de manière à mettre en évidence le lien entre la structure de propriété et la performance financière de l'entreprise. Pour cela, nous avons présenté un schéma relationnel permettant de mettre en évidence la relation entre les actionnaires et la société. Toutefois, nous

n'avons pas présenté jusqu'à présent les hypothèses testables de ce plan d'expérimentation. C'est ce que nous développerons dans le chapitre suivant.

DEUXIÈME PARTIE

FORMULATION DES HYPOTHÈSES ET APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE

La première partie de notre recherche a poursuivi un objectif critique, visant à mettre en lumière les limitations des diverses études consacrées à la séparation de la propriété et du contrôle dans la société anonyme. Cette démarche a permis l'étude du cadre conceptuel et le positionnement de la recherche dans son cadre théorique. Dans cette deuxième partie, le point de vue est différent. Il s'agit maintenant de tirer les leçons positives de l'analyse critique et de présenter notre approche.

L'introduction en bourse, en anglais : *Initial Public Offering* (IPO), est une étape majeure de la vie d'une entreprise. Bien préparée et opportunément décidée, l'introduction permet non seulement de trouver des fonds propres supplémentaires et de diversifier les sources de financement de l'entreprise, mais aussi d'acquérir notoriété et crédibilité à l'échelle nationale et internationale. Afin de réussir une telle opération, l'entreprise doit procéder à un ensemble de réformes pour faire face aux exigences du marché : une restructuration juridique et financière, une réorganisation interne et une politique de communication interne et externe. Selon Ritter (1987), l'introduction en bourse apparaît donc comme un processus qui engendre des coûts directs et indirects pour la société candidate. Pourquoi alors une entreprise décide-t-elle d'aller en bourse, c'est-à-dire d'opérer ce changement de statut ? Pour une question aussi importante, très peu d'études ont été consacrées à ce sujet. Zingales (1995) affirme que, jusque dans les années 1980, la décision de l'introduction en bourse était considérée comme une simple

étape dans la vie de l'entreprise. Par la suite, les études qui se sont intéressées à la question ont pour la plupart analysé un aspect particulier des avantages⁵³ et des contraintes⁵⁴ de l'introduction en bourse. Toutefois, assez récemment, Pagano, Panetta et Zingales (1998) ont développé une théorie explicative de la décision d'introduction en bourse, en combinant plusieurs facteurs comblant relativement le vide théorique sur le sujet.

Par ailleurs, une fois l'entreprise cotée, certains phénomènes relatifs à ses performances sont observés sur le court, moyen et long terme : la sous-évaluation et la sous-performance. Ces phénomènes sont associés à l'introduction en bourse et par conséquent, ils élargissent le champ de la littérature de l'introduction en bourse.

L'objectif de cette partie est de revenir sur les grands traits du débat sur l'introduction en bourse dans le but de formuler les hypothèses de la recherche et de présenter notre méthodologie. Pour ce faire, elle s'organise de la manière suivante. Le chapitre 4 décrit le processus de l'introduction en bourse en précisant les avantages et les contraintes d'une telle opération. Cette étape est indispensable pour comprendre les arguments développés dans la suite du chapitre qui traite des thèses explicatives de l'introduction en bourse. Le chapitre 5 est intégralement consacré à la description de notre méthodologie pour mesurer la performance à court, moyen et long terme. Il s'agit de définir les voies et moyens qui ont permis de collecter les données, de les traiter et de restituer les résultats.

⁵³ Voir à cet égard Rajan (1992) ; Holmström et Tirole (1993) et Pagano et Röell (1998).

⁵⁴ Voir à cet égard Ritter (1987) et Chemmanur (1993)

Chapitre 4

ANALYSE THÉORIQUE ET FORMULATION DES HYPOTHÈSES

Une entreprise devient cotée, quand elle offre pour la première fois ses actions au public à travers une offre d'introduction en bourse, mieux connue sous le nom de « Initial Public Offering » (*IPO*). Durant les deux dernières, décennies un nombre considérable d'études à la fois théoriques et empiriques furent réalisées.

Notre objectif dans ce chapitre est de décrire le processus d'introduction en bourse et ensuite de présenter le cadre théorique qui guidera notre étude empirique. Nous sommes particulièrement intéressés par la sous-évaluation des offres des introductions en bourse, la sous-évaluation à long terme et le phénomène des fenêtres de marché.

Section I : L'entreprise et la bourse

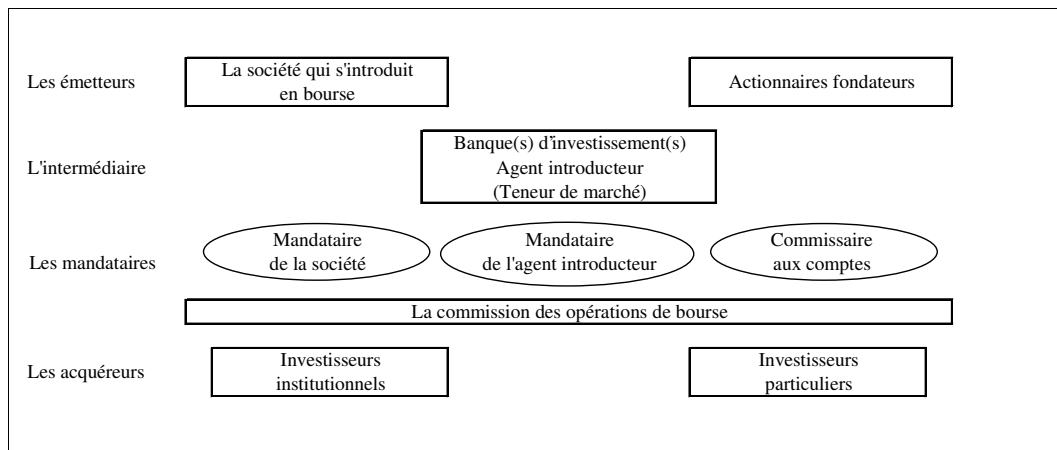
En dépit de son importance durant ces dernières années, le sujet des introductions en bourse est un thème pour lequel nous manquons encore d'explications dans la littérature économique et financière mais qui mérite toutefois d'être examinée. Afin de mieux comprendre les problèmes organisationnels provoqués par l'ouverture du capital au public, il est intéressant dans cette section de décrire le processus d'introduction en bourse et le rôle joué par les différents acteurs dans la transaction.

§ 1 – *Les acteurs*

Nous présentons dans cette section les différents acteurs qui interviennent dans une opération d'introduction en bourse. La figure 4-A présente un schéma simplifié des principaux acteurs et le rôle joué par chacun d'eux dans une introduction en bourse.

L'entreprise et ses *insiders*⁵⁵ mettent des actions à la disposition du public. L'agent introducteur fonctionne comme intermédiaire dans la transaction ; il s'occupe d'organiser la rencontre entre les acquéreurs et les vendeurs, et de veiller sur les aspects techniques de l'offre. Le commissaire aux comptes et les mandataires représentant la société et l'agent introducteur fournissent la première ligne de garantie fiduciaire par le biais d'un document appelé prospectus préliminaire d'introduction. Ce document est censé présenter une image sincère et fidèle de la situation passée et présente de l'entreprise ainsi que toutes informations susceptibles d'influencer la performance de la société dans un futur proche. Avant d'accorder son autorisation pour la cotation, l'autorité boursière⁵⁶ examine toutes les informations reprises dans le prospectus. Après avoir apporté les modifications nécessaires, la société publie le prospectus officiel de l'opération d'introduction en bourse. Enfin, nous trouvons comme derniers acteurs de l'opération les investisseurs institutionnels et les particuliers qui acquièrent les actions.

Figure 4 - A : Les différentes parties intervenant lors d'une transaction d'introduction en bourse



⁵⁵ Traduisez : « quelqu'un de l'intérieur ou plus exactement un initié ». C'est une personne clé de l'entreprise, directeur, PDG (*Président Directeur Général*), membre influent intervenant dans la stratégie de l'entreprise ou encore un *capital risquer*. Cela peut être aussi une personne extérieure à l'entreprise possédant un nombre notable des titres de la société. Les insiders sont aussi bien des particuliers que des entreprises et ont l'obligation de faire connaître les titres qu'ils possèdent de manière directe ou indirecte par le biais d'autres personnes.

⁵⁶ La commission des opérations de bourse (COB) sur l'Euro.NM et la Securities and Exchange Commission (SEC) pour le NASDAQ.

§ 2 – *Le processus*

A. *La décision d'introduction en bourse*

Le processus d'introduction en bourse commence quelques mois, voire quelques années avant que les transactions prennent place. Effectivement, ce processus débute quand ceux qui dirigent l'entreprise choisissent l'ouverture de son capital au public et entreprennent des décisions qui maximisent les chances que celle-ci accomplisse avec succès l'introduction en bourse. Ces activités visent également à forger une très bonne image de la société auprès du public. Par exemple, organiser des campagnes publicitaires, être présent dans des conférences et des salons interprofessionnels, développer une structure d'actionnariat et un conseil d'administration en toute transparence, résoudre tout litige en suspens dans lequel la société est impliquée, développer un système d'exploitation et de gestion financière efficace. Toutes ces activités ont pour but d'éliminer les facteurs qui augmentent le risque ou la perception du risque associé à l'investissement dans la société.

L'introduction de la société en bourse présente des avantages comme des inconvénients pour l'entreprise ; dans le tableau 4-A, nous en exposons quelques-uns.

Tableau 4 - A : Avantages et inconvénients de l'introduction en bourse

Avantages	Inconvénients
Cash-flow	Coût de l'introduction en bourse
Accès au marché financier	Charge de travail supplémentaire pour les dirigeants de l'entreprise
Augmentation de la valeur de l'entreprise	Perte de confidentialité
Augmentation de la notoriété / la réputation	Perte de contrôle et réduction de la marge discrétionnaire pour les dirigeants
Liquidité	Augmentation de la pression en termes de performance
Capacité de s'engager dans des fusions et acquisitions	Changement dans la nature des relations avec les investisseurs
Potentialité d'un mécanisme incitatif basé sur le marché financier	sur les ventes des titres par les insiders

Les entreprises s'orientent vers les marchés financiers pour différentes raisons telles que l'accès aux capitaux, l'amélioration du prestige et de la réputation et la liquidité pour la plupart des actionnaires, spécialement le(s) capital(s) risqué(s) fournissant le financement initial pour la société. Cependant, les coûts de l'introduction en bourse peuvent être exorbitants pour la société et les actionnaires. Nous analyserons en détails ces coûts dans la prochaine section. Hormis les charges financières liées à

l'introduction en bourse, il existe également d'énormes coûts en termes de temps, d'effort et de stress pour les dirigeants. L'équipe managériale de la société qui s'introduit en bourse, à cause des tâches administratives liées à la gestion quotidienne de celle-ci, ne dispose pas d'assez de temps pour s'occuper également des opérations supplémentaires sur le marché financier. Une fois que l'entreprise réussit son introduction en bourse, elle doit accepter la perte de contrôle et de confidentialité dont elle jouissait au moment où elle était contrôlée par quelques actionnaires bien connus. Elle doit également traiter avec une nouvelle catégorie d'actionnaires qui peuvent disposer d'horizons et de perspectives très différentes en ce qui concerne les méthodes de gestion des affaires. Cette catégorie d'actionnaires va jeter dorénavant la responsabilité des fluctuations du prix de l'action sur les dirigeants. Souvent ces derniers n'ont pas la capacité de contrôler une telle situation et n'ont par conséquent pas de solutions rapides.

B. Le choix de l'agent introducteur

Afin de garantir l'opération d'introduction en bourse, le choix d'une ou de plusieurs banques d'investissements est l'une des plus importantes décisions que la société doit prendre. Le « market Maker » (*agent introducteur appelé encore teneur de marché ou syndicat*) et le conseiller externe de l'entreprise sont responsables de la conduite de l'entreprise tout au long du processus d'introduction. L'agent introducteur doit être apte à mener des discussions avec l'autorité boursière dans le pricing des actions et doit disposer d'un réseau de distribution efficace. Si l'agent introducteur fait défaut dans un de ces domaines, l'introduction en bourse, à supposer qu'elle se réalise, va générer une perte considérable de revenus ainsi que des problèmes pour la société émettrice. Les grandes sociétés qui s'introduisent en bourse sont susceptibles de choisir parmi les plus expérimentés des agents introducteurs. Par contre, les entreprises les moins importantes, caractérisées par de faibles performances, sont obligées de choisir l'une des moins réputées parmi les banques qui sont prêtes à garantir les offres les plus risquées.

Pendant la négociation du contrat avec l'agent introducteur, trois considérations doivent être prises en compte : (i) les frais de la garantie, (ii) le choix de la méthode de

fixation des prix et (iii) la détermination de la « rallonge » (*overallotment option*).⁵⁷ Ces facteurs affectent la rémunération des agents introducteurs et leur exposition au risque. Welch (1996) affirme que les frais de l'agent introducteur représentent un pourcentage (5 à 12 %) de la taille de l'opération. La rémunération des agents introducteurs varie en fonction de la taille de l'opération. En plus, ils sont prêts à négocier un faible pourcentage lors d'une grande opération à cause de la concurrence avec d'autres agents désireux de réaliser de telles opérations. James (1992) ajoute qu'ils sont prêts à accepter une faible rémunération à cause de leurs souhaits de conduire la société lors de futures émissions. La banque d'investissement décide également de la nature de l'engagement envers la société qui s'introduit en bourse, à savoir un « engagement sur l'offre de la société » (*firm commitment offering*) ou encore les « meilleurs efforts » (*best efforts*). Dans le premier cas, la banque accepte d'acquérir la totalité de l'offre, garantissant ainsi pour la société émettrice de lever 100 % des capitaux prévus ; elle supporte alors le risque et le coût de tous les titres invendus. Quant à l'offre des meilleurs efforts, la banque accepte de faire de son mieux pour vendre les actions de l'entreprise, mais aucune garantie n'est accordée à l'émetteur sur les capitaux à lever lors de l'opération. Les banques appliquent ce dernier engagement si elles estiment avoir des difficultés à vendre les actions de la société.

Enfin, le syndicat des banques responsable de l'introduction en bourse a le droit d'exiger de la société qui s'introduit, un certain pourcentage d'actions prédéterminé de l'offre : c'est ce que l'on appelle une « rallonge » (*overallotment option*). Ce pourcentage acquis par le syndicat au prix de l'offre (moins sa ristourne) lui permet de satisfaire tout excès de la demande sur l'offre. Ainsi, le syndicat peut l'utiliser afin de stabiliser le prix sur le marché en créant un excès d'offre. Cette rallonge peut être utilisée aussi comme un substitut des frais payés au syndicat.

C. *Le processus d'inscription*

La dernière étape lors d'une introduction en bourse est la « phase de réservation » (*book building phase*). Cinq procédures sont d'application pour la fixation du prix, à savoir l'offre à prix ferme, l'offre à prix minimal, la cotation directe, le placement garanti et l'offre à prix ouvert.

⁵⁷ C'est une partie du contrat signé entre la société introduite et les différents agents introducteurs qui leur permet de se réserver plus d'actions que prévu (habituellement 15 %) à l'introduction, surtout quand ces agents croulent sous les demandes.

Pour la procédure de placement à prix ferme, un prix unique de vente des titres est fixé lors de la phase de réservation. Les ordres d'achat ne peuvent donc se faire qu'à ce prix. Les ordres sont ensuite classés en « Ordre A », ordres qui sont prioritaires et qui portent dans la plupart des cas sur 100 titres au maximum, et en « Ordre B » qui rassemble le reste des titres demandés. Cette classification a pour but d'éviter que les ordres portant sur un faible nombre d'actions soient servis d'autant plus mal que l'introduction remporte un franc succès. Les taux de service sont les mêmes pour l'ensemble des investisseurs particuliers. Ce type de placement porte sur 10 à 15 % des titres mis à la disposition des investisseurs.

Au cours d'une offre à prix minimal, le prix et le nombre de titres offerts sont fixés à l'avance, comme dans le cas de l'offre à prix ferme, mais la différence est que ce prix d'offre est minimal, c'est-à-dire que l'on peut passer des ordres à cours limité supérieurs à ce prix. Lors de la cotation, une fourchette de prix est déterminée au sein de laquelle les ordres seront servis. La difficulté consiste à évaluer correctement la société qui s'introduit en bourse pour se trouver dans la fourchette du prix. Ceci encourage la volatilité des cours, l'état du carnet d'ordres n'étant connu qu'au dernier moment. Une fois le carnet d'ordre rempli, le premier cours coté correspond alors à la limite inférieure de la dernière tranche d'ordres servis.

La troisième procédure est la cotation directe. Celle-ci est l'équivalent de l'offre à prix minimal, si ce n'est que les ordres stipulés « au prix du marché » sont acceptés. Autre différence, la société qui émet des actions les cède à des intermédiaires financiers à un prix déterminé, lesquels sont alors tenus de placer ces titres sur le marché.

Le placement garanti s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas tenu de garantir l'équité dans la répartition des titres. C'est le cas le moins favorable aux actionnaires individuels. L'introducteur (syndicat bancaire) décide d'allouer, et de façon discrétionnaire, les actions aux investisseurs. Evidemment, ce sont les investisseurs institutionnels qui sont privilégiés, la société qui s'introduit cherchant des actionnaires stables. S'il n'est pas associé à une offre à prix ferme (pour une partie des actions), le placement garanti est accompagné d'une cotation directe. Le prix des actions lors de cette procédure est supérieur ou égal au prix de l'offre à prix ferme.

Enfin, les particuliers étant rarement servis lors d'un placement garanti, une offre à prix ouvert y est parfois associée. Cette dernière est désormais la procédure d'introduction la plus courante. Une fourchette de prix est indiquée lors de la phase de réservation. L'investisseur fixe le prix auquel il souhaite acquérir les actions tout en demeurant dans la fourchette. Suite à la période de réservation, et ceci en fonction de la demande qui a été faite, un prix définitif est communiqué, prix auquel seront attribuées les actions. Les investisseurs ayant indiqué un prix supérieur au prix définitif verront leur ordre ramené à ce dernier. En revanche les investisseurs ayant indiqué un prix inférieur au prix définitif n'obtiendront aucune allocation. Les « Ordres A » et les « Ordres B » s'appliquent comme dans le cas de l'offre à prix ferme. Les taux de services sont les mêmes pour l'ensemble des investisseurs. Ce type de placement porte sur 10 à 15 % du capital mis à la disposition des investisseurs.

§ 3 – Coûts et bénéfices de l'introduction en bourse

Pagano, *et al.* (1998) récapitulent les différentes branches de la littérature économique et financière associées aux coûts et aux bénéfices de la décision d'introduction en bourse. Dans ces théories (voir le tableau 4-B), chaque coût ou bénéfice est associé au modèle le plus représentatif et avec les prédictions empiriques de ces modèles sur les variables susceptibles d'affecter la probabilité et les conséquences d'une introduction en bourse.

Selon ces théories, les variables susceptibles d'affecter une introduction en bourse sont de trois natures ; premièrement, des variables reflétant les caractéristiques financières de la société telles que la taille de celle-ci, le niveau d'endettement, les frais de recherche et de développement, les coûts de financement, le taux de croissance et le risque ; deuxièmement, des variables représentant les caractéristiques organisationnelles telles que la concentration de propriété et de la structure du contrôle ; troisièmement, des facteurs externes comme l'indice du marché financier. Nous exposons brièvement par la suite une synthèse des théories citées par Pagano, *et al.* (1998).

Tableau 4 - B : Prédictions théoriques des principales théories sur la décision d'introduction en bourse ; Source : Pagano, *et al.* (1998)

Ce tableau illustre les principaux coûts (panel A) et bénéfices (panel B) sur la décision d'introduction en bourse. Chaque coût ou bénéfice (première colonne) est associé au modèle le plus représentatif qui le capture (deuxième colonne) d'une part, et aux prédictions empiriques de ces modèles sur les variables affectant la probabilité de l'introduction en bourse (troisième colonne) et les conséquences probables de l'opération (quatrième colonne) d'autre part.

Modèle		Prédictions empiriques	
		Les effets sur la probabilité d'introduction en bourse	Conséquences après l'introduction en bourse
Panel A : Coûts de l'introduction en bourse			
Sélection adverse et hasard moral	Leland et Pyle (1977)	Probabilité faible pour les jeunes et petites entreprises	Relation négative entre la performance opérationnelle et la structure de propriété
Coûts fixes	Ritter (1987)	Probabilité faible pour les entreprises de faible taille	
Perte de confidentialité	Campbell (1979), Yosha (1995)	Les entreprises appartenant à des secteurs de haute technologie sont moins susceptibles de s'introduire en bourse	
Panel B : Bénéfices de l'introduction en bourse			
Surmonter les contraintes de l'endettement		Probabilité forte pour les entreprises à un fort niveau d'investissement et/ou d'endettement	L'endettement / fort potentiel d'endettement
Diversification	Pagano (1993)	Probabilité élevée pour les entreprises risquées	L'actionnaire de contrôle diminue son intérêt
Le contrôle par le marché financier	Holmström et Tirole (1993), Pagano et Röell (1998)	Probabilité plus élevée pour les entreprises avec des potentialités d'investissements élevés	Utilisation fréquente des contrats incitatifs basés sur les actions
Plusieurs variétés d'investisseurs potentiels	Merton (1987)		Dispersion de la structure de propriété
Augmenter le pouvoir de négociation avec les banquiers	Rajan (1992)	Probabilité élevée pour les entreprises qui accordent une meilleure rémunération du capital	Diminution des taux d'intérêt
Méthode optimale pour le transfert du contrôle	Zingales (1994)		Changement de contrôle élevé
Exploiter la mauvaise évaluation	Ritter (1991)	Un ratio MTBV élevé pour les industries de base	La sous-évaluation des introductions en bourse ; aucune augmentation dans les investissements

A. Sélection adverse

L'asymétrie d'information entre les investisseurs et les émetteurs sur la vraie valeur de l'entreprise qui s'introduit en bourse, affecte défavorablement la qualité des entreprises qui cherchent à émettre de nouvelles actions. En effet, pour réussir l'opération d'introduction, un faible prix de souscription semble être justifié. Ce dernier détermine par la suite l'amplitude la décote initiale. Ce coût de sélection adverse est un sérieux problème qu'affrontent les opérations d'introduction en bourse réalisées par des jeunes et des petites entreprises qui disposent d'un bref parcours professionnel ainsi

qu'une faible visibilité. En présence de sélection adverse, la probabilité d'introduction en bourse est positivement corrélée à l'âge et/ou la taille de la société.

B. Coûts et charges administratives

Une introduction en bourse implique des coûts directs considérables, des frais pour l'agent introducteur, des frais d'inscription, des frais légaux, des frais comptables et des frais payés à des analystes professionnels. En plus des frais payés à l'agent introducteur, d'autres frais liés aux exigences légales doivent être déboursés par la société : par exemple, les frais payés chaque année au commissaire aux comptes. Puisque ces frais n'augmentent pas en fonction de la taille de l'opération, ils sont plus significatifs pour les sociétés de petite taille. En conséquence, du fait de l'existence des coûts directs à la cotation du titre, il est très probable que l'introduction en bourse soit positivement corrélée à la taille de la société.

Ritter (1987) rapporte le coût d'introduction en bourse sur les marchés américains durant la période 1977-1982. Les coûts directs d'une introduction en bourse s'élèvent à \$250.000 plus des coûts variables qui peuvent atteindre 7 % des capitaux levés. En Europe, il n'y a pas d'études consacrées à ce sujet et nous manquons dès lors des preuves empiriques.

C. Surmonter les contraintes de l'endettement

Avoir accès à une source de financement supplémentaire différente des financements bancaires est le bénéfice le plus remarquable d'une introduction en bourse. Il s'agit du bénéfice le plus cité explicitement ou implicitement dans la plupart des modèles. L'opportunité de lever des fonds sur les marchés financiers intéresse surtout les entreprises qui disposent d'importants projets d'investissement ou d'un fort potentiel de croissance et de développement. Tous ces facteurs peuvent encourager la société à s'introduire en bourse. Normalement, à la suite d'une telle opération, les sociétés sont susceptibles d'augmenter leur niveau d'endettement. Par contre, elles deviennent de moins en moins disposées à payer des dividendes.

D. Créer un pouvoir de négociation avec les banquiers

Rajan (1992) évoque le fait qu'en accédant aux marchés financiers et en diffusant l'information aux investisseurs, l'entreprise crée une concurrence externe à sa banque et s'assure, de ce fait, d'importantes sources de financement externe.

Ainsi, pour réduire ses charges financières et accéder à des sources de financement alternatives, les entreprises ayant un coût d'endettement élevé sont davantage susceptibles de s'introduire en bourse. Après son introduction, l'entreprise dispose de plus de lignes des crédits à des coûts relativement plus faibles.

E. Liquidité et diversification de portefeuille

La décision d'introduction en bourse affecte la liquidité de l'action de la société et offre à ses actionnaires l'opportunité de diversification. Les actions des entreprises non cotées peuvent être échangées uniquement par une recherche informelle de la contrepartie au frais de la partie initiatrice. Par contre, les actions négociées sur un marché organisé sont beaucoup moins chères, spécialement pour les petits porteurs désireux de négocier à court terme. Si l'actionnaire d'origine est capable de lever des fonds de plusieurs investissements, il a en plus le bénéfice de liquidité qui s'ajoute après l'introduction de sa société en bourse. Étant donné que la liquidité des actions d'une société augmente en fonction du volume négocié, les grosses entreprises peuvent effectivement retirer ces avantages. En conséquence, les sociétés de grande taille sont plus susceptibles de s'introduire en bourse.

Une entreprise qui s'introduit en bourse peut également offrir à ses actionnaires d'origine une opportunité de diversification. Ceci peut être réalisé par le désinvestissement direct de l'entreprise en question et par le réinvestissement dans d'autres actifs ; ou encore en devenant indirectement actionnaire d'une entreprise détenant d'autres participations dans d'autres entreprises. La diversification est donc un facteur motivant pour que la société s'oriente vers le marché financier pour se financer. C'est la raison pour laquelle les entreprises les plus risquées préfèrent s'introduire en bourse. En outre, les actionnaires de contrôle sont aussi intéressés par cette opportunité qui leur permet de liquider une partie considérable de leurs actions dans le but de réduire les risques encourus.

F. Contrôle

Le marché financier fournit également un dispositif disciplinaire pour l'équipe de direction, que ce soit par la création de risques de prises de contrôle hostiles ou encore par l'exposition des décisions des dirigeants à l'évaluation par le marché.

D'ailleurs, les actionnaires d'une société cotée peuvent utiliser l'information incorporée dans le prix afin de créer un mécanisme incitatif à travers un plan d'intéressement mieux adapté pour ses dirigeants, par exemple, en indexant leurs rémunérations au cours boursier ou encore en offrant des *stock-options*.

G. Fenêtres d'opportunités

Ritter (1991) affirme que si les dirigeants de l'entreprise observent une surévaluation des titres d'autres entreprises du même secteur sur le marché des introductions en bourse pendant une période donnée, ils deviennent plus incités par l'IPO. Ritter (1984a) remarque que les dirigeants d'une entreprise deviennent motivés par l'introduction de leur société en bourse dès qu'ils observent une surévaluation élevée sur le marché des entreprises comparables. Pagano, *et al.* (1998) utilisent la médiane du ratio MTBV dans le même secteur pour mesurer la tendance du marché. Un ratio MTBV élevé peut également signifier que les investisseurs rationnels anticipent une future amélioration des opportunités de croissance dans un secteur industriel. Si ces opportunités de croissance exigent d'importants investissements, les entreprises seront introduites en bourse dans le but de lever les fonds nécessaires.

Section II : La sous-évaluation initiale des introductions en bourse

Le phénomène de la décote initiale des offres d'introduction en bourse est un sujet largement débattu au sein de la littérature économique et financière et mieux connu sous l'appellation anglo-saxonne de « Underpricing Initial Public Offering » (*sous-évaluation des introductions en bourse*). Loughran, Ritter et Rydqvist (2000) soulignent que la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse semble être une caractéristique commune de la plupart des marchés financiers internationaux. Le tableau 4-C rapporte une synthèse des plus récentes études empiriques relatives à cet aspect.

Les justifications de cette « anomalie » qui touchent les marchés financiers sont très nombreuses. Dans la plupart des cas, la sous-évaluation de ces offres est interprétée comme le résultat d'un équilibre conformément aux théories financières modernes. Toutefois, d'autres travaux associent la sous-évaluation aux « manies » du marché,⁵⁸

⁵⁸ Voir à cet égard Aggarwal et Rivoli (1990).

aux activités des « transactions bruitées »⁵⁹ (*noisy trading*), à l'excès d'optimisme de la part des investisseurs sur les perspectives de croissance⁶⁰ ou encore aux comportements irrationnels dus à des bulles spéculatives.⁶¹ Jusqu'à présent, la persistance du phénomène a conduit les chercheurs à concevoir des modèles théoriques dans lesquels la sous-évaluation est une solution rationnelle à l'asymétrie d'information, aux problèmes d'agence ainsi qu'aux arrangements institutionnels quand les sociétés ouvrent leur capital au public.

Tableau 4 - C : Résultats de quelques études réalisées sur la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse

Ce tableau présente une synthèse des résultats sur la sous-évaluation des offres publiques initiales dans différents pays. Les calculs des rendements sont effectués différemment d'un pays à l'autre sur différentes périodes. Dans la plupart des cas, les rendements sont ajustés par les mouvements du marché. Ils sont calculés sur base du prix de souscription et du prix de clôture le premier jour ou quelques jours après le début des négociations.

Pays	Étude	Période d'étude	Taille de l'échantillon	Rendement initial (en %)
Allemagne	Ljungqvist (1997)	1970-1993	180	9,2
Australie	Finn et Higham (1988)	1966-1978	93	29,2
Australie	Lee, S. et Walter (1996)	1976-1989	266	11,9
Brésil	Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	1979-1990	62	78,5
Canada	Jog et Srivastava (1996)	1971-1992	254	7,4
Chili	Aggarwal, <i>et al.</i> (1993)	1982-1990	19	16,3
États-Unis	Aggarwal et Rivoli (1990)	1977-1987	1.598	10,7
États-Unis	Ibbotson, Sindelar et Ritter (1994)	1960-1992	10.626	15,3
États-Unis	Ritter (1987)	1977-1982	664	14,8
États-Unis	Ritter (1987)	1977-1982	364	47,8
France	Jenkinson et Mayer (1988)	1986-1987	11	25,1
HongKong	McGuinness (1992)	1980-1990	80	17,6
Japon	Dawson (1987)	1979-1984	106	51,9
Japon	Jenkinson (1990)	1986-1988	48	54,7
Mexique	Aggarwal, <i>et al.</i> (1993)	1987-1990	37	33,0
Royaume-Uni	Jenkinson et Mayer (1988)	1983-1986	143	10,7
Singapour	Koh et Walter (1989)	1973-1987	66	27,0
Suisse	Kunz et Aggarwal (1994)	1983-1989	42	35,8

§ 1 – Théories sur l'évaluation des offres publiques initiales

Plusieurs théories sur l'évaluation des offres publiques initiales tentent d'apporter une réponse à la question suivante : *pourquoi les offres d'introduction en bourse sont-elles sous-évaluées ?* L'objectif poursuivi dans cette section est d'établir une typologie des différents courants théoriques. Celle-ci permet de distinguer quatre courants : (1) les théories qui invoquent l'asymétrie d'information existant entre les

⁵⁹ Voir à cet égard Chen, Hong et Wu (1999).

⁶⁰ Voir à cet égard Rajan et Servaes (1997).

⁶¹ Voir à cet égard Tinic (1988).

investisseurs en possession d'une information privée plus précise que celle détenue par des « externes » (*outsiders*) ; (2) les théories qui invoquent l'asymétrie d'information entre les investisseurs et l'organisme introducteur (appelé aussi *teneur de marché* ou encore *agent centralisateur*) ; (3) les théories qui invoquent l'asymétrie d'information entre la société émettrice et l'agent introducteur ; (4) les théories qui invoquent les coûts d'agence : dans ce cas-ci, l'accent est mis sur le phénomène de hasard moral et les conflits d'intérêt indépendamment de l'asymétrie d'information.

Dans le premier courant théorique, Rock (1986) est certainement l'un des premiers auteurs à avoir proposé une modélisation des introductions en bourse dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre investisseurs. Dans le cadre de son modèle, deux types d'investisseurs existent : les investisseurs informés et les investisseurs non informés sur la valeur intrinsèque de l'entreprise qui s'introduit en bourse. Les investisseurs informés peuvent distinguer les firmes sous-évaluées de celles surévaluées lors de l'introduction en bourse. Ces investisseurs souscrivent aux actions uniquement lorsque le prix d'offre est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action. Lorsque les actions sont surévaluées, seuls les investisseurs non informés transmettent des ordres d'achat ; ils reçoivent, dans ce cas, cent pour cent de leur demande.⁶² Ces investisseurs se trouvent face à la « malédiction du gagnant » (*Winner's curse*). En revanche, lorsque le prix d'introduction est sous-évalué, les deux types d'investisseurs souscrivent et l'offre d'actions devient rationnée entre les deux groupes. La sous-évaluation des entreprises doit donc être suffisamment importante pour permettre aux investisseurs non informés de réaliser en moyenne un gain sur leur stratégie consistant à souscrire à toutes les offres.

L'implication majeure de ce modèle peut s'énoncer de la manière suivante : plus grande est l'incertitude sur la valeur de la firme, plus le niveau de sous-évaluation doit être important pour attirer les investisseurs non informés.⁶³ Sur un marché où règne une forte incertitude, on devrait s'attendre à une sous-évaluation importante des actions lors de l'introduction en bourse.

⁶² D'autres auteurs, tels que Beatty et Ritter (1986) et Chowdry et Sherman (1996), adoptent la même distinction. Pour eux, les offres publiques initiales doivent être sous-évaluées afin d'attirer la participation des investisseurs non informés dans l'opération.

⁶³ Cette hypothèse est soutenue par Koh et Walter (1989), Levis (1990), Keloharju (1993) et Michaely et Shaw (1994).

Le deuxième courant suppose l'existence d'une asymétrie d'information sur le prix d'introduction et le niveau de la demande sur les actions, entre l'agent introducteur et les investisseurs. Benveniste et Spindt (1989) et Benveniste et Wilhelm (1990) affirment que la décote initiale n'est qu'un signal pour amener les investisseurs informés à révéler l'information privée sur la demande d'actions durant la phase de souscription, ce qui permet aux intermédiaires de mieux valoriser l'offre. Ritter (1984b) suppose que la relation entre le prix de souscription d'une offre publique initiale et le prix préliminaire permet de prévoir le signe du rendement initial des titres. Les actions qui sont évaluées à un prix plus élevé que le prix initial fixé se caractérisent par une meilleure performance à court terme. En outre, le prix de l'offre est « partiellement ajusté » à l'information obtenue sur la demande des investisseurs durant les activités institutionnelles de l'agent introducteur. Dans ce cas-ci, la décote initiale peut être utilisée pour récompenser les investisseurs pour l'information qu'ils ont fournie sur la société. En conséquence, plus l'information recueillie avant la période de souscription est efficace, plus élevé sera le niveau attendu de la décote⁶⁴. Krigman, Shaw et Womack (1999) et Aggarwal et Conroy (1999) trouvent que presque l'intégralité du rendement initial de l'offre initiale est réalisée le premier jour des négociations. Ceci confirme que les acquéreurs de blocs d'actions détiennent et mettent à jour l'information même à quelques minutes de l'ouverture du marché. L'information privée serait un déterminant du « processus du prix » (*discover price process*) plus important que le comportement même de l'investisseur. Loughran et Ritter (2002) proposent d'autres explications au sujet de l'ajustement partiel. Par exemple, l'agent introducteur essaierait d'ancrer le prix fixé afin de limiter les offres des réactions excessives des investisseurs en « s'inclinant contre le vent ».

Le troisième courant prend en considération une autre forme d'asymétrie d'information. Mandelker et Raviv (1977) et Baron (1979) mettent en relief la relation entre les dirigeants de la société et les intermédiaires. En conséquence, ils associent la sous-évaluation à l'aversion au risque de l'agent introducteur. Mauer et Senbet (1992)

⁶⁴ Voir à cet égard Maug (1998). Cornelli et Goldreich (1999) trouvent également que les traders des offres publiques qui fournissent une information de valeur à l'agent introducteur se voient attribuer d'une part plus importante des actions que les autres. Reese (1998) prouve que les offres publiques initiales dans lesquelles l'investisseur montre son intérêt à l'agent introducteur (mesuré par ses annonces dans la presse financière avant la période de souscription) ont tendance à être très sous-évaluées.

proposent une explication basée plutôt sur l'évaluation des titres sur des marchés financiers segmentés. Ils affirment, particulièrement, que l'existence de problèmes sur ces marchés, tels que l'accès incomplet et les contraintes, entraîne un risque considérable pour les investisseurs. Baron et Holmström (1980) affirment également à leur tour que la décote initiale est provoquée par l'asymétrie d'information, étant donné que l'intermédiaire dispose d'une information privée sur le niveau de la demande et que le vendeur n'est pas en mesure de vérifier l'effort de l'intermédiaire dans le sponsoring de l'offre.⁶⁵ Grinblatt et Hwang (1989), Allen et Faulhaber (1989), Welch (1989) et Chemmanur (1993) identifient, au lieu de cela, les dirigeants de la société comme étant la partie informée ; pour eux, la sous-évaluation de l'offre s'explique par un « signal » sur la qualité⁶⁶ de la société et comme un moyen pour équilibrer les coûts supportés par les investisseurs en collectant les informations.

Enfin, le quatrième courant prend en considération des problèmes d'agence avec un aléa moral ou risque moral (*moral hazard*). Ibbotson (1975) affirme que l'agent introducteur peut être incité à sous-évaluer les offres initiales afin d'attirer les acheteurs à souscrire dans des opérations futures. Allen et Faulhaber (1989) avancent l'hypothèse selon laquelle l'agent introducteur souhaite également gagner le goodwill des clients potentiels en leur allouant des actions sous-évaluées. Baron et Holmström (1980) soulignent que les dépenses marketing ont un rendement marginal décroissant ; par conséquent, il est moins onéreux de convaincre les investisseurs de souscrire à des offres sous-évaluées. Leland et Pyle (1977) soutiennent l'hypothèse selon laquelle les nouveaux actionnaires exigent des actions sous-évaluées afin de compenser les avantages en nature procurés de la société par l'entrepreneur fondateur, qui préfère à son tour garder le contrôle de sa société. Ainsi, la décote initiale serait étroitement liée aux motivations sous-jacentes à l'ouverture du capital au public et à l'évolution attendue de la structure de propriété. D'un côté, selon Brennan et Franks (1997), la décote initiale dépendrait de la volonté des dirigeants de stimuler la demande des petits investisseurs et d'empêcher des actionnaires de contrôle d'acquérir des blocs d'actions. D'un autre côté, Stoughton et Zechner (1998) affirment que les actionnaires de contrôle préfèrent

⁶⁵ Cette hypothèse a été rejetée par Muscarella et Vetsuypens (1989) qui trouvent un niveau significatif de sous-évaluation sur un échantillon des offres publiques initiales dans lesquelles l'intermédiaire cède ses propres actions (en absence d'asymétrie d'information).

⁶⁶ Jegadeesh, Weinstein et Welch (1993), Garfinkel (1993), Michaely et Shaw (1994) et Spiess et Pettway (1997) ont validé empiriquement la robustesse de cette hypothèse.

acquérir d'importantes participations afin de rassurer les autres investisseurs et de s'assurer eux-mêmes.

Baron (1982) associe dans un modèle les coûts d'agence, l'asymétrie d'information et le coût de contrôle qui lui permettent de prédire que les agents introducteurs ont tendance à sous-évaluer les offres afin de réduire au minimum leurs efforts de vente et de maximiser la probabilité de réussir l'opération.

§ 2 – *Tendances actuelles des travaux empiriques*

Parmi les explications précédentes sur la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse, les courants théoriques dominants sont ceux basés sur l'asymétrie d'information entre la société et les investisseurs. Afin de trouver des preuves empiriques sur ces théories, Beatty et Ritter (1986) testent empiriquement le concept clé du « risque ex-ante » en se basant sur la relation attendue entre le niveau de la sous-évaluation et le manque d'information. Les auteurs utilisent des approximations ex-ante. Les plus utilisées dans la littérature⁶⁷ sont l'âge de la société et la taille de l'actif. Ils utilisent également des approximations ex-post telles que la volatilité du prix, la fourchette du prix et la part détenue dans le capital par l'actionnaire de contrôle. En outre, le risque ex-ante peut être réduit moyennant une bonne stratégie de placement,⁶⁸ par la sélection des intermédiaires adéquats et du plus compétent commissaire aux comptes,⁶⁹ par la présence des sociétés à capital risque⁷⁰ ou encore en fournissant un engagement adéquat, par exemple en fixant une « période de blocage » (*lock-up provisions*).⁷¹

⁶⁷ Voir à cet égard Miller et Reilly (1987) et Garfinkel (1993).

⁶⁸ Voir à cet égard Loughran, Ritter et Rydqvist (1994).

⁶⁹ Voir à cet égard Booth et Smith (1986), Carter et Manaster (1990) et Carter, Dark et Singh (1998). Toutefois, cette hypothèse a été rejetée par Michaely et Shaw (1994), Beatty et Welch (1996). D'ailleurs, ces derniers affirment, conformément à la thèse de pouvoir monopsonne introduite par Ritter (1984b), que dans les offres qui se caractérisent par une forte demande, les agents introducteurs très réputés sont en mesure de profiter de leur position dominante de négociation et de sous-évaluer plus sévèrement ces opérations.

⁷⁰ Voir à cet égard Megginson et Weiss (1991), Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990). Plus récemment, Ljungqvist (1999) affirme une apparente inversion dans cette relation, expliquée par les conflits d'intérêts qui opposent le capital risque, le teneur de marché et l'entrepreneur.

⁷¹ Lorsqu'une entreprise fait une offre publique initiale, l'émission d'actions représente généralement de 15% à 25% des actions de la société. La vaste majorité des actions reste détenue par les « initiés » (les *insiders*, soit les dirigeants de l'entreprise, soit les investisseurs de capital risque). Souvent, ces initiés se voient obligés par la société qui les introduit en bourse (banque d'affaires) de conserver leurs titres pendant une certaine période de temps, pour éviter qu'ils ne participent à une vente massive dès l'arrivée du titre en bourse. Voir à cet égard Brav, Geczy et Gompers (2000).

Actuellement, le débat s'oriente vers les procédures optimales de vente, à savoir l'offre à prix ferme versus l'offre à prix ouvert versus le placement garanti. Jenkinson (1990) mène une étude comparative sur la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse en Grande Bretagne, au Japon et aux Etats-Unis et avance la thèse selon laquelle les réglementations qui organisent le placement de nouvelles émissions permettent d'expliquer la détermination des prix dans ces différents pays. Benveniste et Spindt (1989) prouvent que la procédure de placement garanti est plus efficace, puisqu'elle conduit les investisseurs, contrairement à l'offre à prix ouvert, à révéler leurs croyances et permet à l'agent introducteur d'effectuer une discrimination dans le processus d'allocation des actions. Sherman et Titman (1999) construisent un modèle qui suggère que pour les entreprises pour lesquelles la collecte d'informations est onéreuse, le nombre d'investisseurs participant dans l'opération est très élevé et le niveau de la décote initiale est élevé. En effet, si l'information est coûteuse, plusieurs investisseurs sont invités à participer à la « phase de réservation » (*book building phase*), mais l'augmentation accrue des participants augmente la rationalité et le niveau de la sous-évaluation.

Benveniste et Busaba (1997) soulignent que la procédure d'introduction par placement garanti génère un produit brut plus élevé que celui obtenu par l'offre à prix ferme. Leite (1999) propose un modèle qui montre que l'utilisation de la procédure de placement garanti permet de déterminer le pricing de l'offre avec beaucoup plus de précision. Ceci améliore le problème de sélection adverse que les investisseurs moins informés affrontent et, par conséquent, réduit le besoin de sous-évaluation.

Biais, Bossaerts et Rochet (1998) affirment que l'offre à prix ouvert est plus optimale, étant donné que celle-ci est en mesure d'incorporer les informations à partir des récents mouvements du marché sur le pricing de l'offre. Kandel, Sarig et Wohl (1999) corroborent ces résultats dans le cas des introductions en bourse à prix ouvert réalisées sur le marché israélien. Les auteurs prouvent qu'à chaque fois les investisseurs obtiennent l'information sur l'élasticité de la demande sur l'action, ces derniers révisent leurs prix en fonction de cette information. Dans ce cas, la sous-évaluation est jugée nécessaire à cause de l'incertitude liée à l'élasticité de la demande.

D'autres caractéristiques gouvernant les dispositifs des offres d'introduction en bourse ont été analysées. Benveniste, Busaba et Guo (2001) essaient de modéliser l'option de retirer l'offre comme une part entière de la procédure de placement. Ils constatent que le niveau de la sous-évaluation diminue en fonction de la perception de l'investisseur d'un possible échec de l'opération. Fernando, Krishnamurthy et Spindt (1999) trouvent une relation non linéaire (en forme de U, quadratique) entre le choix de la procédure de fixation du prix d'introduction et le niveau de la sous-évaluation. Les faibles prix d'offre découragent l'intérêt de l'institutionnel. En outre, les offres d'introduction à des prix faibles semblent viser une clientèle de détail qui souffre du problème de sélection adverse provoquée par la sous-évaluation. Les prix élevés de l'offre encouragent l'attention de l'institutionnel et provoquent une sous-évaluation très élevée qui s'interprète comme une compensation aux institutions pour la collecte de l'information.

Cependant, Habib et Ljungqvist (2001) soulignent que la sous-évaluation n'est pas la préoccupation primordiale de l'entrepreneur. Selon la définition de Ritter (1984a), on s'attend à ce que les entrepreneurs réduisent au minimum le « money left on the table » provoqué par la sous-évaluation de l'émission. Cette destruction de valeur augmente en fonction de la sous-évaluation, d'une part, et en fonction du nombre d'actions anciennes vendues dans le public durant l'opération d'autre part. Toute étude qui veut analyser et prévoir le niveau de la sous-évaluation des offres d'introduction doit prendre en considération les différents facteurs incitatifs des pertes de richesses plutôt que de se limiter seulement à la sous-évaluation intrinsèque. Loughran et Ritter (2002) observent que « l'argent laissé sur la table » (*money left on the table*) est en moyenne plus important que les frais d'introduction en bourse, soit une moyenne de \$9.1 millions durant les années 90. Néanmoins, les auteurs soulignent que les émetteurs se sont rarement intéressés à ce sujet. En créant la théorie sur le « comportement des émetteurs » (*prospect theory*), les auteurs affirment que les offres d'introduction pour lesquelles les pertes de richesses sont considérables sont toujours celles ayant le prix de l'offre et le prix du marché plus élevé que ce qui avait été initialement anticipé. Ainsi, les émetteurs de contrôle découvrent qu'ils sont beaucoup plus riches qu'ils ne le prévoyaient et la sous-évaluation peut être considérée comme une forme indirecte de compensation de l'agent introducteur.

En fait, d'autres explications de la sous-évaluation ont été avancées dans la littérature, qui ne se réfèrent pas strictement à notre typologie de la section précédente. Dans son travail, Welch (1992) suppose que les investisseurs ne prennent pas contact simultanément. En plus, une offre peut échouer à cause d'un effet « cascade », puisque les investisseurs peuvent être irrationnellement conditionnés par le comportement d'autres investisseurs. Loughran, *et al.* (1994) expliquent l'énorme niveau de sous-évaluation des offres d'introduction sur les marchés dits « émergents » en attribuant la cause aux règles institutionnelles imposées. Hughes et Thakor (1992) et Drake et Vetsuypens (1993) évoquent le fait que l'agent introducteur sous-évalue délibérément les nouvelles émissions afin d'éviter les risques de litige. Su et Fleisher (1999) admettent que la corruption peut expliquer également le niveau élevé de sous-évaluation des offres publiques initiales.⁷²

Quelques papiers dans la littérature se sont intéressés spécifiquement aux opérations d'introduction en bourse réalisées par les sociétés privatisées. Meggison et Netter (2001) soulignent que les gouvernements peuvent avoir de grandes marges discrétionnaires dans le pricing des actions et ce à des fins économiques et politiques. En effet, d'une part, Huang et Levich (1998) soulignent que les offres publiques de privatisation peuvent être perçues comme ayant des cash flows à faible risque ; d'autre part, plusieurs études prouvent que la stratégie de l'entreprise peut expliquer la sous-évaluation des titres à court terme. Ibbotson, *et al.* (1994) affirment que la dispersion de propriété provoque une sous-évaluation afin d'encourager les petits investisseurs à participer à l'opération. Il s'agit aussi d'une tentative d'établir une culture d'investissement privé et d'approfondir les marchés financiers. Toutefois, Dewenter et Malatesta (1997) concluent que les rendements initiaux observés pour des offres d'introduction d'entreprises à privatiser sont très similaires à ceux observés pour des offres d'introduction d'entreprises privées. Huang et Levich (1998), en utilisant des offres de privatisation, affirment que la théorie classique utilisée pour modéliser le comportement des offres publiques conventionnelles peut être également utilisée dans les offres de privatisation.

⁷² Les auteurs argumentent leur analyse par le scandale qui a touché les offres sur le marché japonais appelé : *Japanese scandal of cosmos*. Intentionnellement, des actions avaient été sévèrement sous-évaluées et attribuées à des hommes politiques.

En conclusion de cette revue de la littérature, nous constatons que la plupart de ces théories se basent sur l'asymétrie d'information entre les différents acteurs intervenant dans l'opération d'introduction pour expliquer le phénomène de la décote initiale. Ces théories supposent généralement que la sous-évaluation des offres est une fonction linéaire de l'incertitude liée à la valeur de l'offre. Ceci implique que les offres réalisées par les jeunes sociétés qui opèrent dans de nouveaux secteurs technologiques, doivent être beaucoup plus sous-évaluées que les offres d'autres entreprises établies dans des industries stables. Cette revue de la littérature montre aussi que plusieurs facteurs sont avancés pour expliquer la sous-évaluation des émissions. Parmi ces facteurs, nous distinguerons la structure de contrôle. En effet, l'étude de la structure d'actionnariat de la société est un facteur déterminant du niveau de la sous-évaluation. En outre, elle affecte également la liquidité du titre de la société après son introduction. Nous éluciderons cette relation dans la section suivante.

§ 3 – Structure de propriété et liquidité

La liquidité, par son caractère multidimensionnel, est au centre des interdépendances micro-structurelles. D'ailleurs, depuis longtemps, la littérature financière s'est intéressée à ce concept et propose maintes définitions. Par exemple, Demsetz (1968) définit l'absence de liquidité par le manque de continuité des négociations qui se caractérise par un degré de disparité entre acheteurs et vendeurs de titres sur une place et à un moment donné. D'après l'auteur, cette disparité dépend du nombre d'actionnaires. Pour Black (1971), un marché est liquide si, à tout moment, il existe un prix d'achat et un prix de vente pour un investisseur désirant vendre ou acheter une quantité minimale imposée par les autorités de marché. Selon Kyle (1985), l'étude de la liquidité permet d'appréhender la vitesse d'exécution d'un ordre par le marché, et de quantifier sa capacité à absorber des volumes importants sans impact sur les prix.

Plus récemment, Hasbrouck et Schwartz (1988) soulignent qu'un marché liquide se caractérise par sa profondeur, sa largeur et son élasticité. La profondeur se réfère à l'existence d'ordres d'achat et de vente très proches du prix actuel du titre. La largeur signifie l'existence d'ordres réels sur le volume et l'élasticité signifie la sensibilité de nouveaux ordres aux changements de prix provoqués par les flux d'ordres déséquilibrés du court terme. D'autres auteurs, tels que Amihud et Mendelson (1986), définissent la liquidité par la fourchette de prix observée. Malgré la pluralité des définitions, la

liquidité demeure un concept complexe, difficile à quantifier. Son caractère multidimensionnel explique ses difficultés d'appréhension et sa complexité. Ainsi, il ne faut pas utiliser qu'une seule mesure pour la déterminer.

D'une manière conventionnelle, la théorie financière prévoit l'existence d'une relation positive entre la liquidité des titres d'une société et la présence d'un actionnaire ou d'une catégorie d'actionnaires dans le capital de celle-ci. Demsetz (1968) affirme que le nombre d'actionnaires est un facteur déterminant de la liquidité. Plus le nombre de personnes qui détiennent une action particulière augmente, plus le nombre d'intervenants intéressés par la négociation sur le marché augmente dans la même proportion. En conséquence, le nombre de transactions par unité de temps augmente également. Dans ces travaux, l'auteur observe que le nombre de transactions est fortement corrélé au volume négocié. La seconde conséquence liée à l'augmentation du nombre d'actionnaires est la baisse du niveau de la fourchette des prix.

Benston et Hagerman (1974) observent l'existence d'une relation positive entre la participation des *initiés* et la fourchette des prix. En effet, les initiés détiennent des actions dans le but d'exercer le contrôle sur la société. En conséquence, ils ont le privilège d'accéder à l'information privée dont le public ne dispose pas. Ils sont susceptibles d'influencer le prix. Pour cela, afin de réduire leurs pertes potentielles résultant des négociations avec des initiés et/ou des investisseurs informés, les agents introducteurs ont tendance à élargir leurs fourchettes de prix.

Bhide (1993) souligne que la liquidité peut s'améliorer dans le cas de la dispersion de la structure de propriété. Autrement dit, le capital de la société est détenu en majorité par des petits porteurs. Holmström et Tirole (1993) élucident cette notion en faisant la distinction entre les investisseurs stratégiques du long terme et les « opérateurs du court terme » (*liquidity traders*) qui préfèrent la liquidité. Le degré de dispersion fait référence à la deuxième catégorie d'actionnaires. En outre, ils affirment que la concentration de propriété entre les mains des actionnaires «stratégiques» (*investisseurs à long terme*) affaiblit la liquidité des titres de la société. Selon les auteurs, l'absence de liquidité sur les titres est due au fait que les opérateurs de liquidité (*investisseurs à court terme*), qui sont relativement moins informés, procèdent à la réduction de leurs fréquences de négociations et/ou augmentent les primes des transactions afin d'éviter

une perte potentielle. Amihud et Mendelson (1986), en s'appuyant sur ces arguments, prouvent l'existence d'une corrélation positive entre la fourchette des prix et le niveau de concentration de la structure de propriété.

Toutefois, selon Jensen et Meckling (1976) et Shleifer et Vishny (1986), atteindre un niveau de liquidité élevé à travers la dispersion de l'actionnariat provoque des inconvénients significatifs pour la société. En effet, si la structure de propriété est dispersée, les petits porteurs réduisent le gain marginal lié à la collecte d'informations et au contrôle des activités de la société.⁷³ Même si la bonne information est obtenue, la dispersion de la propriété crée un sérieux problème d'action collective. Ce dernier empêche les actionnaires de corriger, de manière efficace, de possibles activités de la part des dirigeants dont les intérêts divergent de ceux des actionnaires. Par contre, la concentration de propriété incite l'investisseur actif à surveiller et contrôler la société puisque l'absence de liquidité sur les titres de celle-ci augmente les barrières à la sortie. Plus récemment, Kahn et Winton (1998), p. 122, soulignent que les niveaux de concentration doivent être relativement plus élevés dans des industries « transparentes » que dans des industries où l'information est difficile à obtenir et les effets d'intervention peuvent être plus incertains. Par conséquent, pour certaines sociétés qui s'introduisent en bourse, les actionnaires d'origine peuvent renoncer à la liquidité, une fois qu'ils aperçoivent des gains considérables procurés par le contrôle et la surveillance de leur société.⁷⁴

Nous pouvons contester la validité du principe de compromis (*trade-off*) entre liquidité et contrôle. Par exemple, Holmström et Tirole (1993) soutiennent l'idée selon laquelle le marché liquide a la capacité de toujours surveiller la performance de la société par le mécanisme de fixation de prix (*price-discovery mechanism*). Si le capital d'une société est détenu par des petits porteurs, supposés non informés, le spéculateur peut encourir un coût pour collecter l'information qui lui confère des avantages à chaque fois qu'il passe des ordres sur le marché. Par la suite, l'information privée se

⁷³ Le concept « contrôle » se réfère aux efforts engagés par les actionnaires pour découvrir, corriger ou évaluer les activités du management afin de réduire les coûts d'agence et maximiser la valeur de la société.

⁷⁴ Wruck (1989) fournit certaines preuves empiriques en montrant qu'un tel « trade-off » peut être bénéfique. Dans son étude sur le marché américain, l'échange des blocs de titres passant par le canal de placement privé sur le marché secondaire conduit toujours à un rendement anormal positif, le titre d'action augmente en moyenne de 4.5 %.

manifestera sur le marché en agissant sur le cours de l'action jusqu'à atteindre sa valeur d'équilibre. Dans le modèle développé par Holmström et Tirole (1993), une liquidité élevée a pour conséquence, en dépit d'une information incomplète, d'affaiblir le mécanisme de fixation du prix. En pratique, si les titres d'une société sont liquides, l'incompétence du dirigeant se répercutera sur le cours de l'action, rendant la société vulnérable à une prise de contrôle hostile. En revanche, si la structure de propriété est très concentrée, les actions correctives engagées par les actionnaires majoritaires peuvent être inefficaces, une fois que ces derniers essayent d'évaluer les compétences du dirigeant. En plus, il est clair qu'un marché financier liquide permet de corriger et de sanctionner les erreurs de mauvaise gestion plus rapidement et plus efficacement que la surveillance à travers le contrôle d'un certain nombre de blocs d'actions.⁷⁵

Cet argument soulève la question suivante : si la liquidité confère de tels avantages, pourquoi les sociétés ne s'orientent-elles pas vers le marché financier de manière à réduire la concentration de propriété ? Une explication à cette question est que le fait d'obtenir et de maintenir un niveau élevé de liquidité impose à la société de supporter des coûts indirects. Ces coûts comprennent le coût de compensation des petits porteurs qui sont défavorisés du point de vue informationnel et perdent généralement de l'argent en investissant dans les offres publiques initiales. Afin d'obtenir une structure d'actionnariat largement et parfaitement dispersée, nous supposons que la sous-évaluation d'une offre publique initiale est utilisée comme un mécanisme compensatoire qui permet d'améliorer la liquidité après l'introduction.

§ 4 – *Sous-évaluation des offres d'introduction et structure de propriété*

Nous avons vu dans la section précédente qu'il existe plusieurs modèles dans la littérature financière pour expliquer la sous-évaluation des introductions en bourse en se basant sur les asymétries d'information qui existent entre les différents participants à l'offre (*offreur, agent introducteur, investisseurs, etc.*). La distinction entre types d'investisseurs, faite par Rock (1986), p. 205, nous semble fondamentale pour comprendre cette relation. Intuitivement, les investisseurs informés qui encourent des coûts pour collecter l'information seraient susceptibles de participer plus souvent aux « bonnes » émissions, c'est-à-dire celles avec une décote plus élevée. En conséquence, à cause de l'absence d'information, les investisseurs non informés se voient allouer une

⁷⁵ Pour une discussion théorique plus approfondie, voir Burkart, *et al.* (1997) et Maug (1998).

faible proportion des offres sous-évaluées et raflent la totalité de celles qui sont sur-évaluées. Pour cette raison, les investisseurs non informés sont susceptibles de baisser leurs évaluations pour n'importe quelle nouvelle émission, étant donné qu'ils n'ont aucune information sur la vraie valeur du titre. D'une manière générale, les investisseurs non informés se retirent du marché à moins que le prix d'émission soit suffisamment bas pour les rémunérer de cet inconvénient.

Toutefois, la limite du modèle de Rock (1986) est qu'il ne prend pas en considération l'avantage accru pour l'émetteur, dû à la participation des investisseurs non informés. De nombreuses études ont élucidé cette piste en soutenant l'hypothèse selon laquelle, étant donné que les investisseurs non informés sont vraisemblablement des petits porteurs, il est crucial, pour réussir une nouvelle émission, d'attirer le plus grand nombre de tels investisseurs.⁷⁶ Une raison pour ceci est que les réglementations dans plusieurs pays, afin de réduire les inconvénients pour les petits porteurs, exigent un degré de dispersion significatif dans toute opération d'introduction en bourse. Bhidé (1993) souligne d'ailleurs que la réglementation est différente d'un pays à l'autre. Les politiques financières, dans les pays du système anglo-saxon (appelé encore : *système orienté-marché*), particulièrement aux États-Unis et au Royaume Uni, visent à promouvoir la liquidité et, par conséquent, exigent plus de participation de la part des petits porteurs. Par contre, les politiques dans les pays du système « orienté-banque », plus particulièrement en Allemagne et au Japon, favorisent les avantages procurés par le contrôle à travers une structure de propriété concentrée.

Une deuxième raison est proposée par Chowdry et Sherman (1996). Pour eux, le fait de favoriser les petits porteurs peut amener à accroître les revenus attendus de l'émission pour l'agent introducteur. Les auteurs affirment que la présence d'un nombre élevé de petits porteurs (non informés) réduit le risque de « propager l'information » (*information spillover*) privée durant la phase qui précède l'introduction du titre dans la cotation officielle. La propagation de l'information fait référence à la fuite potentielle de la *mauvaise* information avant le début des échanges. En conséquence, l'allocation des titres favorise les actionnaires minoritaires. De manière similaire, Mello et Parsons (1998) fournissent un argument théorique sur en suggérant que la stratégie optimale, lors du processus d'introduction en bourse, pour maximiser la valeur de la société,

⁷⁶ Voir à cet égard Koh et Walter (1989), Ibbotson et Ritter (1995) et Brennan et Franks (1997) (1997).

devrait commencer par la vente de titres aux petits porteurs passifs lors d'une introduction en bourse, tandis que les cessions des blocs d'actions potentiels de contrôle devraient survenir à la suite suite d'opérations ultérieures de ventes ou de nouvelles émissions de titres.

Si la stratégie de développement d'une structure d'actionnariat largement dispersée est achevée, celle-ci dépendra donc significativement de la fixation du juste prix de l'émission. Le modèle théorique de Booth et Chua (1996) corrobore ce point de vue. Les auteurs affirment que la décote initiale est utilisée par les banques d'investissement qui gèrent une émission comme un moyen pour compenser les investisseurs des coûts qu'ils ont supportés pour collecter l'information. La raison de ce mécanisme compensatoire est que la banque d'affaires qui a effectué l'opération a limité ses capacités marketing. En conséquence, elle est incapable de lancer l'information privée, concernant la vraie valeur de la société, à tous les investisseurs et elle la garde uniquement pour les clients institutionnels les plus fidèles. Cependant, ces investisseurs ne transmettent pas volontairement cette information à d'autres investisseurs sans être financièrement rémunérés. A chaque fois que le nombre d'investisseurs exigés augmente, il devient beaucoup plus difficile pour un investisseur supplémentaire de conquérir l'accès à l'information. Etant donné que les investisseurs doivent encourir des coûts supplémentaires pour recueillir l'information nécessaire, une sous-évaluation plus importante sera exigée afin de convaincre d'autres investisseurs de participer à l'opération.

Brennan et Franks (1997) affirment également que la sous-évaluation des offres est utilisée essentiellement pour assurer la sur-souscription. Une fois cet objectif atteint, les agents introducteurs et les propriétaires disposent d'une large discrétion dans le processus d'allocation des actions. En particulier, afin d'assurer la protection des initiés de la société contre une prise de contrôle hostile, ils sont susceptibles de faire la discrimination entre les demandeurs de grands nombres d'actions. Les résultats empiriques de leur étude prouvent qu'une sous-évaluation élevée est fortement corrélée aux petits blocs d'actions détenues par les nouveaux investisseurs. Toutefois, il y a des modèles théoriques qui affirment que le processus d'allocation discriminerait toujours les

actionnaires minoritaires.⁷⁷ Néanmoins, ces modèles s'intéressent principalement aux procédures d'introduction à prix garanti et manquent de validation empirique.

Si nous supposons que la liquidité est déterminée par la structure de propriété, on s'attend à ce qu'il y ait une relation positive entre la liquidité et le degré de sous-évaluation d'un titre. L'étude de Miller et Reilly (1987) est la seule étude, à notre connaissance, qui s'est intéressée à cette question. Les auteurs trouvent, sur une fenêtre d'observation de 21 jours, une différence statistiquement significative au niveau des volumes échangés entre les offres sous-évaluées et celles surévaluées. Reese (1998) confirme l'existence de cette relation sur une période plus longue de 3 ans. Dans notre étude, nous nous concentrerons sur les 60 premiers jours qui suivent le début des échanges. Le choix de cette période d'étude est conforme aux propos d'Aggarwal et Rivoli (1990) selon lesquels, une fois que le niveau de liquidité d'une société est établi, il est susceptible de rester stable.

§ 5 – Formulation des hypothèses

Nous présupposons que les actionnaires de contrôle préfèrent garder le contrôle de la société après son introduction en bourse avec le seul objectif d'éviter la possibilité d'une menace de prise de contrôle hostile.⁷⁸ Ainsi, ils sont prêts à supporter une destruction de valeur de leur portefeuille comme le prix à payer pour se procurer l'accès au marché financier et ses avantages. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer la liquidité pour leurs titres et la possibilité de lever des fonds pour financer des projets d'investissement afin de récompenser la perte engendrée par la décote initiale. Toutefois, cette catégorie d'actionnaires, comme tout autre *insider* d'ailleurs, est tenue par les restrictions aux ventes d'actions de la part des autorités boursières pour une certaine période afin éviter l'effondrement du cours boursier. La meilleure stratégie pour eux est la suivante : *sous-évaluer les émissions d'une offre peut réduire les risques d'une prise de contrôle, étant donné que la sous-évaluation peut conduire à la sur-souscription*. Celle-ci permet à l'émetteur de rationner l'allocation des titres et de discriminer les demandeurs potentiels afin de réduire au maximum la part détenue dans le capital par chaque nouvel actionnaire et d'assurer par la suite une bonne dispersion du capital après l'introduction.

⁷⁷ Le lecteur pourra se référer à ce sujet à Stoughton et Zechner (1998) et Benveniste et Spindt (1989).

⁷⁸ Voir à cet égard Shleifer et Vishny (1986).

En effet, la dispersion de la structure de propriété réduit les motivations des nouveaux investisseurs de surveiller les dirigeants.

En dépit du mécanisme incitatif des actionnaires d'origine d'allouer la totalité des actions aux souscripteurs minoritaires avant la clôture de l'opération, il est plus efficace d'allouer tout d'abord les actions aux gros souscripteurs, même si l'émission est sur-souscrite. Sans un tel engagement, les gros souscripteurs risquent de disparaître du marché, ce qui réduit la chance de réussir l'émission. Ceci, selon Benveniste et Spindt (1989), fournit un rôle supplémentaire à l'agent introducteur qui a la capacité de fixer les règles d'allocation pour les gros souscripteurs, compte tenu de son apparition régulière sur le marché. Chowdry et Sherman (1996) affirment que, sous certaines conditions, la discrimination envers les gros demandeurs peut maximiser le revenu, puisqu'elle permet de réduire le problème de sélection adverse créé par les petits investisseurs non informés.

La dispersion de la propriété affaiblit le dispositif mis en place pour surveiller les dirigeants, ce qui conduit à son tour au mauvais fonctionnement de la gestion de la société, provoquant finalement une diminution de la valeur de l'action. De plus, le coût lié à cette diminution, entièrement supporté par les actionnaires d'origine, est utilisé afin de créer un excès de souscription sur l'offre d'introduction en bourse. Toutefois, les investisseurs supportent différemment ce coût en fonction de leur engagement dans l'offre d'introduction, ce sont les investisseurs qui choisissent de vendre des titres dans l'opération qui s'y exposent le plus. Par contre, ceux qui choisissent de garder leurs titres supportent une portion plus faible de ce coût. Ainsi, nous pouvons tester l'hypothèse selon laquelle le niveau de la décote initiale est positivement corrélé à la structure de propriété formée après le processus d'allocation (*hypothèse 1*). Nous pouvons également examiner l'hypothèse suivante : plus grande est la part détenue dans le capital par les anciens actionnaires, plus élevé est le niveau de la sous-évaluation. Également, plus le nombre d'actions proposées par les initiés dans l'opération est grand, plus élevé est le niveau de la décote initiale (*hypothèse 2*).

Booth et Chua (1996) soulignent un autre avantage de la dispersion de la propriété. En effet, celle-ci peut améliorer la liquidité. Cette stratégie a tendance à affaiblir le taux de rendement exigé par les investisseurs et ainsi le prix de l'action de la

société va s'équilibrer. Ce résultat est important à chaque fois que les initiés de la société liquident des actions supplémentaires après l'introduction. Ainsi, nous pouvons vérifier si le niveau de liquidité après l'introduction est négativement influencé par la structure de propriété formée à la suite de cette opération (*hypothèse 3*). En effet, on s'attend à ce qu'il y ait une relation positive entre le degré de sous-évaluation et le niveau de la liquidité des titres après l'introduction en bourse (*hypothèse 4*).

Section III : Analyse du cadre théorique de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse

La plupart des études empiriques sur la performance boursière des introductions en bourse ont été réalisées sur le marché américain. Les résultats sont très concordants et la plupart des études confirment que les performances boursières à long terme de ces entreprises se dégradent de manière significative pendant les années qui suivent l'introduction en bourse. En ce qui concerne le marché européen et plus précisément les valeurs technologiques, nous manquons encore d'explications sur ce phénomène.

Afin de mieux cibler notre question de recherche pour la performance à long et moyen terme des introductions en bourse, nous examinerons dans un premier temps la littérature sur cette thématique. Ensuite, dans un deuxième temps, nous examinerons les différents arguments développés par la littérature pour expliquer la sous-performance. Enfin, dans un troisième temps, nous aborderons les limites liées aux méthodologies et aux différentes mesures de la performance développées par la littérature.

§ 1 – Recherches sur les introductions en bourse : une revue de la littérature

Les travaux sur les introductions en bourse ont révélé, avec plus ou moins d'homogénéité, l'existence de deux anomalies. Premièrement, l'existence d'un rendement initial élevé pour la plupart des études réalisées sur les introductions en bourse dans différents pays. Deuxièmement, et plus récemment, différentes études ont analysé la performance boursière à long terme des introductions en bourse. Ces analyses consistent à comparer le rendement des entreprises après l'introduction à celui des sociétés qui n'ont pas fait l'événement. Ces études ont donné lieu à la deuxième anomalie qui touche les introductions en bourse et qui consiste généralement en une

sous-performance de ces opérations par rapport aux portefeuilles de référence.⁷⁹ Le tableau 4-D présente une synthèse de ces travaux et des résultats obtenus.

Tableau 4 - D : Résultats antérieurs sur la performance boursière à long terme

Ce tableau présente une synthèse sur la performance à long terme des introductions en bourse dans différents pays. La fenêtre désigne la durée de l'étude de la performance à long terme. Les rendements sont calculés sur une fenêtre d'observation sans tenir compte de la décote initiale. La plupart de ces rendements sont ajustés en utilisant une variété de portefeuilles de référence, à l'exception de quelques-uns où le rendement est ajusté par celui du marché. En outre, la méthodologie pour calculer la rentabilité varie d'une étude à l'autre.

Pays	Étude	Période	Taille de l'échantillon	Fenêtre (ans)	Rendement (en %)
Allemagne	Ljungqvist (1997)	1970-1993	180	3	-12,1
Australie	Lee, <i>et al.</i> (1996)	1976-1989	266	3	-51,0
Brésil	Aggarwal, <i>et al.</i> (1993)	1980-1990	62	3	-47,0
Canada	Shaw (1971)	1956-1963	105	5	-32,3
Chili	Aggarwal, <i>et al.</i> (1993)	1982-1990	28	3	-23,7
Corée	Kim, Krinsky et Lee (1995)	1985-1989	169	3	+91,6
États-Unis	Simon (1989)	1926-1933	35	5	-39,0
États-Unis	Aggarwal et Rivoli (1990)	1977-1987	1.598	1	-13,7
États-Unis	Ritter (1991)	1975-1984	1.526	3	-29,1
États-Unis	Cusatis, Miles et Woolridge (1993)	1965-1988	146	3	+33,6
États-Unis	Loughran (1993)	1967-1987	3.656	6	-33,3
États-Unis	Loughran et Ritter (1995)	1970-1990	4.753	5	-30,0
États-Unis	Brav et Gompers (1997)	1972-1992	934	5	43,4
France	Sentis (2001)	1991-1995	79	3	+29,9
Finlande	Keloharju (1993)	1984-1989	80	3	-21,1
Hong Kong	McGuinness (1993)	1980-1990	72	2	-18,3
Japon	Cai et Wei (1997)	1971-1990	172	3	-27,0
Malaisie	Paudyal, <i>et al.</i> (1998)	1984-1995	95	3	± 0,0
Royaume-Uni	Levis (1993)	1980-1988	712	3	-8,1
Suède	Loughran, <i>et al.</i> (1994)	1980-1990	162	3	+1,2
Suisse	Kunz et Aggarwal (1994)	1983-1989	34	3	-6,1

Dans l'une des premières études sur le sujet, Ibbotson (1975) soutient l'hypothèse selon laquelle les rendements après bourse sont différents de zéro. Récemment, Paudyal, Saadouni et Briston (1998) soulignent que la performance des entreprises qui s'introduisent en bourse en Malaisie n'est pas différente de celle du portefeuille du marché. Ces auteurs prouvent empiriquement que la performance à long terme des entreprises caractérisées par une décote initiale élevée est inférieure à celle du marché. Par contre, les entreprises dont la décote est faible ont une performance plus importante que la performance du marché. En outre, ils montrent l'existence d'une relation linéaire entre la décote initiale et la réputation de l'agent introducteur-teneur de marché. Ce résultat est fondamental car, s'il se confirme, la décote initiale explique la sous-performance des introductions en bourse.⁸⁰ Du côté européen, Jacquillat, Mac Donald et Rolfo (1978) affirment l'existence d'une moyenne positive des rendements anormaux après les introductions en bourse des entreprises sur le marché français pour la période 1966-1974. Sentis (2001) conclut à l'absence de performances négatives sur

⁷⁹ Bien que ces études utilisent différentes fenêtres d'observation, les plus souvent utilisées sont 1, 3 et 5 ans.

⁸⁰ Afin de séparer l'aspect court terme et la sous-performance, il est fondamental de distinguer la performance à partir de la date d'introduction et à partir du premier jour de négociation.

l'ensemble de la période d'observation de l'étude. Toutefois, il signale que la performance boursière de son échantillon augmente continuellement sur deux ans, puis commence à s'infléchir sur la troisième année.

Kim, *et al.* (1995) observent sur le marché coréen un rendement anormal en utilisant comme ajustement des sociétés de contrôle. Les auteurs soutiennent l'idée selon laquelle un « biais élevé de causalité » explique la sous-performance après bourse observée sur les marchés américains et d'autres marchés internationaux. A titre d'exemple, Ritter (1991) rapporte que 17 % des entreprises de son échantillon se distinguent par des différences significatives au niveau des caractéristiques de cotation. Ce biais est plus remarquable selon Levis (1993), qui rapporte que 30 % des entreprises qui s'introduisent en bourse au Royaume-Uni sont radiées de la cote trois ans après la date d'introduction. Kim, *et al.* (1995) soulignent également que la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse peut expliquer leurs résultats. En effet, en excluant de leur calcul le rendement après bourse relatif au premier mois, les auteurs trouvent que les entreprises qui s'introduisent en bourse présentent exactement le même rendement que le marché, c'est-à-dire que le rendement anormal est égal à zéro.

Contrairement aux études précédentes, d'autres travaux montrent une dégradation au niveau de la rentabilité des entreprises qui s'introduisent en bourse. Levis (1993) observe une dégradation moyenne de -22,96 % durant une période de trois ans sur un échantillon constitué de 712 entreprises ayant réalisé une offre d'introduction en bourse au Royaume-Uni pour la période 1980-88. Dans le cadre d'une comparaison à l'échelle internationale, Aggarwal, *et al.* (1993) observent une dégradation des rentabilités de -47 %, -19,6 % et -23,7 % respectivement sur le marché brésilien, mexicain et chilien. Firth (1997) observe que la performance des introductions en bourse est significativement plus faible que celle du marché. L'auteur attribue le niveau de la sous-performance à l'exactitude des prévisions des bénéfices, des flux des revenus et du taux de croissance de la société. Sur le marché allemand, Ljungqvist (1997) observe une performance négative pour les entreprises étudiées ; néanmoins, ses résultats ne sont pas statistiquement significatifs.

Brav et Gompers (1997) examinent les introductions en bourse réalisées par les sociétés à capital risque pour la période 1972-92. Les auteurs trouvent que les

introductions en bourse de ces sociétés présentent, en moyenne après cinq ans, un rendement anormal de 45%. Brav et Gompers (1997) utilisent une variété d'ajustements pour contrôler le rendement anormal, tels que des portefeuilles de référence et des sociétés de contrôle. Néanmoins, ces auteurs observent l'absence d'une dégradation de la performance en ajustant le rendement par le rendement d'un portefeuille des sociétés pairées par taille et par ratio « BTMV » (Book-to-Market Value⁸¹). D'ailleurs, Ritter (1991) suggère que la sélection du portefeuille de référence, la longueur de la période sur laquelle la performance est mesurée et les critères de sélection de l'échantillon peuvent expliquer les différences au niveau des observations sur les rendements anormaux. En conséquence, les divergences sont dues essentiellement à deux types de raisons. Le premier est le choix méthodologique effectué pour calculer le rendement anormal ; ce choix est très important car il permet également de déterminer la robustesse du test statistique. Le second type se manifeste dans les caractéristiques réelles de l'échantillon, à savoir le mécanisme d'introduction ou encore les caractéristiques même des sociétés. Avant de débattre du choix méthodologique, il est indispensable d'examiner d'abord les facteurs explicatifs de la sous-évaluation avancés par la littérature : c'est l'objet de la section suivante.

§ 2 – *Explication théorique de la sous-performance*

La sous-performance est observée quand la différence entre le rendement à long ou moyen terme des introductions en bourse est plus faible que celui d'un rendement supposé normal, par exemple le rendement du portefeuille de référence ou des sociétés de contrôle. Comme nous l'avons montré dans la section précédente, de très nombreux travaux empiriques dans différents pays ont confirmé la sous-performance des introductions en bourse. Aggarwal et Rivoli (1990) observent, une année après la date d'introduction en bourse, une dégradation de -13,7% au niveau du rendement des introductions en bourse sur le NASDAQ pour la période 1977-1987. Ritter (1991) et Loughran, *et al.* (1994) confirment ce résultat en utilisant une fenêtre d'observation de trois ans de même que Loughran et Ritter (1995) en utilisant une fenêtre d'observation de cinq ans. Toutefois, les économistes financiers sont toujours à la recherche de réponses appropriées pour expliquer la sous-performance de nouvelles émissions, en

⁸¹ Le ratio book-to-market value est le rapport entre la valeur comptable des fonds propres de la firme et leur valeur de marché, c'est-à-dire la capitalisation boursière de l'entreprise.

particulier les offres d'introduction en bourse. Notre objectif dans cette section est d'exposer les trois théories explicatives de la dégradation de la performance.

A. *Première théorie*

Dans le premier courant, Levis (1990) mentionne que la littérature propose deux hypothèses pour expliquer la surévaluation temporaire des titres d'une société, à savoir l'hypothèse des « fenêtres d'opportunité » et l'hypothèse d'« euphories » (*fads*). Bien qu'elles soient marquées par différentes appellations, ces deux hypothèses sont construites sur le même phénomène de surévaluation. Il semble que cette différence s'est développée autour de l'opinion des deux principaux acteurs de l'entreprise.

Du point de vue du dirigeant, Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) proposent l'hypothèse des « fenêtres d'opportunité ». Cette hypothèse prévoit qu'en cas de surévaluation significative des titres de la société, les dirigeants deviennent plus motivés par de nouvelles émissions afin de profiter de l'avantage de la période, c'est-à-dire un faible coût du capital. Pour justifier cette hypothèse, Loughran et Ritter (1995) se basent sur l'observation empirique des entreprises qui s'introduisent en bourse plutôt que sur la justification théorique. Les auteurs montrent l'existence d'une relation directe entre le timing de ces périodes et le faible rendement anormal à long terme.

Du point de vue des investisseurs, De Bondt et Thaler (1985) et Shiller (1990) pensent que les marchés financiers sont « euphoriques », ⁸² ce qui a un effet sur les prix du marché. Selon De Bondt et Thaler (1985), la surévaluation du marché des introductions en bourse est un excellent exemple pour la présence des euphories. ⁸³ Les auteurs rapportent que le marché des offres d'introduction en bourse se caractérise par des anomalies et que ces opérations sont sous-évaluées par les banques d'investissement afin de faire apparaître un excès sur la demande. Cette hypothèse prédit que plus le niveau de la décote initiale est grand, plus importante est la correction que les investisseurs font ultérieurement sur le prix. En conséquence, le rendement après

⁸² Le concept en anglais « Fads » est défini par Camerer (1989) comme la surévaluation temporaire provoquée par l'excès d'optimisme d'une classe d'investisseurs.

⁸³ Il s'agit d'un courant de recherche novateur, aujourd'hui en plein développement, que l'on a coutume de désigner par le terme de finance comportementale. La finance comportementale propose un paradigme alternatif à la théorie de l'efficacité des marchés. Ce paradigme, encore incomplet et instable, repose sur l'hypothèse, souvent vérifiée par expériences, que les individus commettent des erreurs systématiques dans la façon dont ils traitent l'information. Pour une excellente revue de la littérature de ce courant, voir De Bondt et Thaler (1985) et Shiller (1990).

l'introduction en bourse est d'autant plus faible. Camerer (1989) pense que les euphories sont susceptibles de toucher les titres de jeunes entreprises risquées et les titres détenus par les *noise traders*.

Cependant, Jung, Kim et Stulz (1996) et Kang, Kim et Stulz (1999) rejettent l'hypothèse de « fenêtres d'opportunité » car, pour eux, il est improbable que la surévaluation temporaire soit corrigée par le marché dans le temps. En utilisant la technique de régression LOGIT pour développer un modèle prédictif sur les préférences de financement par fonds propres ou fonds empruntés, Jung, *et al.* (1996) rapportent que l'utilisation des rendements anormaux, ajustés par les portefeuilles de référence par « taille », sont non-significatifs, ce qui est contradictoire avec l'hypothèse. En procédant à l'ajustement des rendements à long terme par le rendement des portefeuilles par le ratio « BTMV », Kang, *et al.* (1999) observent que la sous-performance à long terme persiste, ce qui est également contradictoire avec l'hypothèse. Lee (1997) examine les augmentations de capital des sociétés américaines et se demande si les dirigeants savent que les émissions sont surévaluées. L'auteur conclut que les dirigeants ne connaissent pas forcément le degré de surévaluation de leurs sociétés.

En moyenne, il est vrai que les entreprises qui s'introduisent en bourse sont moins performantes que le marché ou les portefeuilles de référence. Toutefois, comme nous l'avons cité dans la section précédente, quelques travaux dans la littérature montrent une meilleure performance des nouvelles émissions comparativement à différents portefeuilles de référence. L'étude de Purnanandam et Swaminathan (2002) est la première à examiner la performance à long terme des introductions en faisant la différence entre les offres sous-évaluées et les offres surévaluées. Les auteurs observent une dégradation dans la performance à court terme des introductions en bourse, initialement sous-évaluées, ensuite un redressement sur le long terme. Pour les introductions en bourse initialement surévaluées, malgré leurs faibles rendements à court terme, ces opérations réalisent des rendements élevés sur le long terme. Ni la thèse des « fenêtres d'opportunité » ni celle de « l'euphorie des marchés » sont capables d'expliquer la sur-performance des introductions en bourse sur le marché ou les portefeuilles de référence. Dans ce cas, la sur-performance désigne bien la sous-évaluation observée à l'offre d'introduction.

B. Deuxième théorie

Le deuxième courant théorique soutient l'hypothèse de l'existence de coûts d'agence. En effet, à cause des divergences d'intérêt qui existent entre les dirigeants et les actionnaires, Jensen (1986) pense que les dirigeants préfèrent investir les capitaux levés lors de nouvelles émissions ainsi que les cash-flows libres dans des investissements non rentables au détriment de la richesse des actionnaires. Outre le comportement opportuniste du dirigeant, l'excès de cash dans le bilan de la firme justifie la thèse de destruction de valeur de Jensen.⁸⁴ Conformément à cette explication avancée par la théorie de l'agence, McLaughlin, Vasdevan et Saffieddine (1996) observent que la dégradation de la performance opérationnelle à long terme est beaucoup plus importante chez les entreprises disposant d'importants free cash-flows. Les introductions en bourse et les augmentations de capital fournissent un intéressant plan d'expérimentation empirique dans lequel une hypothèse reliée aux coûts d'agence émerge parce que les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires deviennent faiblement alignés du fait de la diminution de la participation de l'actionnaire dirigeant et du fait de la dispersion de la structure d'actionnariat. En conséquence, la performance devrait souffrir après l'introduction de l'entreprise en bourse. Jain et Kini (1994) observent une dégradation au niveau de la performance opérationnelle (*comptable*) des entreprises qui s'introduisent en bourse par rapport à leur performance avant l'introduction en bourse. Ils affirment également pour ces sociétés, l'existence d'une relation significativement positive entre la performance opérationnelle et la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. Par contre, Mikkelsen, Partch et Shah (1997) rejettent l'existence de relation entre la performance opérationnelle et les changements dans les parts détenues par les dirigeants dans les entreprises qui s'introduisent en bourse.

Dans le même courant, Cai et Loughran (1998) avancent l'hypothèse selon laquelle il existe une relation entre la performance opérationnelle après bourse et le niveau des coûts d'agence avant les nouvelles émissions. Pour eux, puisque les nouvelles émissions conduisent souvent à une diminution de la part détenue par les dirigeants dans le capital de la société, il faut s'attendre à une diminution des incitations de ces derniers pour la maximisation de la valeur. Les auteurs choisissent comme plan

⁸⁴ Jensen (1989) se justifie en citant la politique d'investissement suivie par les entreprises japonaises à la fin des années 80 et au début des années 90 comme meilleur exemple d'activités destructrices de valeur.

d'expérimentation pour valider cette hypothèse, les augmentations du capital réalisées par les entreprises japonaises. Toutefois, Cai et Loughran (1998) n'observent aucun déclin dans la performance à long terme relié au changement du mécanisme incitatif engendré par la diminution de la participation des dirigeants dans le capital ou la concentration de l'actionnariat après l'offre. Leur résultat corrobore la thèse de Mikkelsen, *et al.* (1997). Malheureusement, l'étude de Cai et Loughran (1998) et celle de Mikkelsen, *et al.* (1997) ne fournissent pas de réponses satisfaisantes à ce qu'ils observent respectivement sur l'échantillon américain et japonais.

D. Troisième courant

Le troisième courant soutient l'hypothèse de gestion des revenus. Comme nous l'avons signalé plus haut, l'étude réalisée par Jain et Kini (1995) et celle de Cai et Loughran (1998) montrent que les entreprises qui s'introduisent en bourse réalisent une performance opérationnelle au-dessus et au-delà de la moyenne réalisée par les sociétés de contrôle sur une période allant jusqu'à 12 mois avant la date de l'offre. Loughran et Ritter (1995) observent également que les entreprises qui réalisent des augmentations du capital offrent un rendement total de 72 % pour l'année qui précède l'offre. Cette dernière observation nous conduit à pressentir une gestion des revenus agressive qui est prévue pour amener les investisseurs à adopter des comportements excessivement optimistes à l'égard des perspectives de l'émetteur. Teoh, Welch et Wong (1998) affirment que si les revenus élevés ne peuvent être maintenus, les investisseurs insatisfaits réévaluent la société à la baisse jusqu'à atteindre le niveau jugé satisfaisant à leurs principes fondamentaux. En décomposant le « revenu net » en « flux de revenus d'exploitation » (*cash flow from operations*) et en « comptes de régularisation discrétionnaires » (*discretionary accruals*), les auteurs observent que la sous-performance est positivement corrélée à la taille de ces comptes. Quand les comptes de régularisation sont décomposés encore en quatre catégories, à savoir par période de temps (courante et à long terme) et par nature de contrôle par le dirigeant (*discrétionnaire ou non-discrétionnaire*), Teoh, *et al.* (1998) constatent que les comptes de régularisation discrétionnaires mènent à la dégradation des revenus juste après l'offre et permettent la prévision de la dégradation de la performance boursière du titre. De manière générale, nous pouvons conclure que le comportement de l'investisseur envers une offre d'introduction en bourse est un facteur fondamental de la mauvaise performance de celle-ci.

§ 3 – Analyse théorique critique de la méthodologie des rendements anormaux à moyen et long terme

La littérature économique et financière avance plusieurs explications sur la dégradation de performance après bourse des sociétés. Ritter (1991) affirme que le choix du portefeuille de référence, la longueur de la fenêtre d'observation sur laquelle la performance est mesurée, ainsi que le critère de sélection de l'échantillon peuvent expliquer les divergences des résultats obtenus. Notre objectif dans cette section est de présenter les différentes approches méthodologiques pour calculer les rendements anormaux à long terme et de justifier notre choix dans le cadre de notre recherche.

La méthodologie des études d'évènement est restée durant de nombreuses années l'outil indispensable pour tester l'efficacité des marchés financiers. Après que l'efficacité fut devenue l'hypothèse incontournable et après que le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) fut devenu la référence pour estimer les rendements attendus, les études d'évènement devinrent l'indispensable méthode pour mesurer l'impact d'une annonce ou d'une décision sur le cours boursier de l'entreprise. Durant la dernière décennie, face aux sérieuses critiques à l'égard du MEDAF, les études d'évènement sont restées crédibles parce que ce modèle de rendement attendu n'est pas crucial pour l'inférence statistique sur des fenêtres d'annonce de très courtes périodes. En revanche, les rendements anormaux à long terme deviennent de plus en plus utilisés pour les travaux empiriques. L'intérêt économique de cette méthodologie est d'importance majeure, surtout pour quelques classes de données imposées par le chercheur ou par l'ampleur de l'inefficacité du marché.⁸⁵ Il est donc primordial de mesurer convenablement les rendements anormaux à long terme, puis ajuster ce rendement par celui d'un *benchmark* supposé normal et ensuite effectuer le test adéquat. Dans la pratique, la mesure, le *benchmark* utilisé et les tests statistiques ont montré leurs propres limites, que nous essaierons de décrire par la suite afin de bien choisir notre approche.

Dans la littérature financière, les rendements ont été estimés souvent par le rendement total sur un portefeuille rééquilibré en utilisant deux méthodes. La plus

⁸⁵ Parfois, les classes de données sont motivées par l'inefficacité, comme c'est le cas dans les études des fonds mutuels de placement, telles que l'étude de Carhart (1997) et celle de Daniel, Grinblatt, Titman et Wermers (1997).

souvent utilisée est la méthode dite « achat - conservation » (*buy-and-hold*) et la méthode des rendements cumulés (*cumulative return*). Juger le rendement d'un titre comme « anormal » exige l'ajustement du rendement observé sur le titre après l'évènement en utilisant des modèles d'évaluation des actifs financiers. Suite à la détérioration de crédibilité du MEDAF, les modèles empiriques sont de plus en plus utilisés dans la littérature financière, comme par exemple, le modèle à trois facteurs de Fama et French, le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997), le rendement de portefeuille « Taille » et/ou « BTMV » ainsi que le rendement des sociétés de contrôle. L'approche des facteurs explicatifs permet d'estimer le rendement en utilisant la technique de régression des « Calendar-Time » sur l'alpha de Jensen et d'autres variables explicatives.⁸⁶ Par contre, l'approche de portefeuille de référence et les sociétés de contrôle consiste à calculer simplement le rendement attendu en utilisant la méthode dite « buy-and-hold » ou encore la méthode des rendements cumulés. Une fois les rendements anormaux calculés, il est indispensable d'effectuer les tests statistiques. La plupart des études ont utilisé l'un des deux tests statistiques *t* pour tester les hypothèses, à savoir le test statistique *t* standard (calculé à partir de l'erreur-type des rendements anormaux en coupe transversale) ou la variance ajustée de la *skewness*⁸⁷. Quelques études ont utilisé la procédure de « ré-échantillonnage » (*bootstrap*) pour estimer empiriquement la distribution de l'échantillon étudié sous l'hypothèse nulle, c'est-à-dire l'absence de rendements anormaux.

La diversité des méthodes utilisées pour le calcul des rendements anormaux à long terme peut se justifier par le nombre considérable de nouveaux plans d'expérimentation ainsi que par la découverte des biais que présentent ces approches.⁸⁸ Barber et Lyon (1997) et Kothari et Warner (1997) évoquent trois biais, à savoir le biais de nouvelles introductions, le biais de rééquilibrage des portefeuilles et le biais de la *skewness*.

⁸⁶ Voir à cet égard, Carhart (1997), Daniel, *et al.* (1997), Loughran et Ritter (1995) et Brav et Gompers (1997).

⁸⁷ *Skewness* : mesure de la non-symétrie d'une distribution. Les distributions symétriques ont un *skewness* égal à zéro. Une distribution avec un *skewness* négatif aura donc plus d'observations dans son extrémité (*tail*) gauche tandis qu'une distribution avec un *skewness* positif aura plus d'observations dans son extrémité droite.

⁸⁸ Pour une analyse très détaillée de ces biais, voir Lyon, Barber et Tsai (1999).

Dans la section précédente, nous avons vu qu'en général, les études montrent une dégradation de la performance des introductions en bourse par rapport au rendement supposé normal des sociétés de référence, appelé rendement du benchmark. Si les rendements attendus sur les différents « *benchmarks* » sont influencés par l'évènement (c'est-à-dire les sociétés qui constituent le « *benchmark* » ont aussi réalisé l'évènement), ce rendement supposé normal est donc biaisé. En conséquence, les tests pour détecter la présence d'une performance positive des introductions en bourse étudiées deviennent biaisés. C'est le cas où le « *benchmark* » est constitué par l'indice du marché ou encore des portefeuilles sélectionnés par « Taille » et/ou « BTMV » sans effectuer le rééquilibrage annuel des portefeuilles.

Blume et Stambaugh (1983) montrent que l'approche de rééquilibrage introduit un biais ascendant dans la mesure des rendements des portefeuilles constitués par des sociétés de petite taille à cause des transactions asynchrones et du « rebond de la fourchette du prix » (*bid-ask bounce*).⁸⁹ Lorsque le portefeuille « *benchmark* » est rééquilibré, ce biais ascendant (*downward bias*) se transmet à la mesure des rendements anormaux car le portefeuille de l'échantillon étudié n'est pas parfaitement rééquilibré et le benchmark est retranché. Ainsi, le biais de rééquilibrage est la juste solution en cas de présence d'un rendement anormal positif. De ce fait, la solution le plus souvent suggérée est d'utiliser l'approche « achat-conservation » pour le portefeuille « *benchmark* ». Barber et Lyon (1997) suggèrent l'utilisation de la méthode dite « achat-conservation » des rendements anormaux (*Buy and hold Abnormal Return ou BHAR*) plutôt que l'utilisation de la méthode des « rendements anormaux cumulés » (*Cumulative Abnormal Return ou CAR*) car celle-ci est un estimateur biaisé pour mesurer les rendements anormaux à long terme. L'avantage de cet estimateur est qu'il permet de mesurer « l'expérience » de l'investisseur sur la période étudiée. Par contre, selon Brav (2000), cette approche est plus sensible au problème de dépendance entre les entreprises de l'échantillon. De plus, il y a le biais de la *skewness* des rendements qui devient plus important en fonction de la longueur de l'horizon de l'étude. La *skewness*

⁸⁹ Après le rebond descendant (ascendant) du prix à travers le *spread*, l'action est implicitement achetée (vendue) pour maintenir les valeurs équi pondérées. En l'absence de n'importe quel changement au niveau du point médiane de la cotation, le prochain rebond est susceptible d'être ascendant (*downward*). Avec le temps, cet effet impose une corrélation entre les changements de la pondération et le prochain rendement de différentes actions, favorisant de ce fait un biais ascendant pour le rendement du portefeuille contre le buy-and-hold. Cet effet est plus remarquable pour les actions des sociétés de petite taille puisqu'elles ont les fourchettes de prix les plus larges.

impose un sérieux biais descendant pour le test statistique utilisé pour évaluer les rendements anormaux selon la méthode *buy-and-hold*. De ce fait, cette approche devient incapable de détecter la réelle présence des rendements anormaux et rejette en conséquence l'hypothèse nulle en faveur d'une alternative de rendement anormal négatif plus probable.

Pour surmonter ces problèmes, Ikenberry, Lakonishock et Vermaelen (1995) et Lee (1997) suggèrent l'utilisation de l'approche de « ré-échantillonnage » (*bootstrap*) qui permet de résoudre le problème d'inférence statistique. Toutefois, plusieurs chercheurs semblent sceptiques vis-à-vis de l'utilisation de cette approche. Mitchell et Stafford (2000) soulignent le problème des corrélations « cross-sectional » (*en coupe transversale*) et précisent que les décisions stratégiques des entreprises ne sont que des événements aléatoires. En outre, les auteurs écartent le fait que les échantillons d'entreprises concernées par l'événement ne sont pas composés d'observations indépendantes. En particulier, les événements se regroupent par secteur industriel, ce qui donne une corrélation positive des rendements anormaux et rend par la suite les tests statistiques biaisés. Lyon, *et al.* (1999) constatent également que cette approche peut ne pas produire une inférence statistique fiable dans le cas où l'échantillonnage serait effectué en utilisant des critères communs. Jegadeesh (2000) conclut que l'approche de *bootstrap* est lourde à mettre en place.

Cependant, Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) recommandent une deuxième approche qui se base sur le « Calendar-Time Portfolios ». Ces auteurs affirment que les mesures de performance à long terme, telles que les rentabilités anormales cumulées et les régressions des séries chronologiques avec une fréquence mensuelle, par exemple, sont moins susceptibles de conduire à rejeter l'hypothèse de l'efficience du marché qui calcule le *buy-and-hold* des rentabilités en composant le rendement d'une seule période. La méthode *achat-conservation* peut amplifier la dégradation dans la performance, même si celle-ci est observée sur une seule période. En effet, comme le souligne Fama (1998), tous les biais composés de la méthode *buy-and-hold* se trouvent dans le « benchmark ». En conséquence, si l'on étudie les rendements anormaux sur une période suffisamment longue, les biais se multiplient et

amènent à rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle il n'y a pas des rendements anormaux à long terme.⁹⁰

Pour Fama (1998), le point fort de l'approche des « Calendar-Time Portfolios » est qu'elle neutralise le problème des corrélations « cross-sectional » entre les entreprises qui composent un échantillon, puisque les rentabilités des entreprises de l'échantillon sont agrégées dans un seul portefeuille. Néanmoins, Fama (1998) évoque que cette approche, contrairement à l'approche achat-conservation, ne permet pas de mesurer l'expérience de l'investisseur et est sensible au problème du « bad-model ». Fama (1998), p. 283, note que *« les problèmes du bad-model sont de deux types. D'abord, n'importe quel modèle d'évaluation d'actifs n'est qu'un simple modèle avec ses propres limites et ne permet pas en conséquence de décrire complètement les rentabilités attendues. (...). Si l'échantillon des entreprises constituant l'événement ne se compose que d'entreprises de petite taille, l'ajustement du risque par le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) génère des rendements anormaux élevés. En second lieu, même si l'on trouve un modèle parfait, n'importe quelle période d'échantillon produit des déviations systématiques à partir des prévisions du modèle »*.

Lyon, *et al.* (1999) affirment également que la méthode des « Calendar-Time » est impuissante à détecter la performance anormale car elle calcule la moyenne sur les mois « événements » et ne prend pas en considération les fenêtres d'opportunité, à savoir les périodes « chaudes » et « froides ». Pour résoudre le problème, Mitchell et Stafford (2000) suggèrent de standardiser les séries de rendements anormaux obtenues par la méthode des « Calendar-Time » en utilisant comme estimation l'écart type du portefeuille. D'autre part, Mitchell et Stafford (2000) contestent les résultats de Loughran et Ritter (2002) préconisant la méthode *buy-and-hold*. En effet, les auteurs confirment que l'approche « Calendar-Time portfolio » est robuste et surmonte tous les sérieux problèmes statistiques.

Il est clair qu'en termes de propriétés statistiques, aucune méthodologie n'a émergé comme étant la plus optimale. Étant donné que le but de notre recherche n'est

⁹⁰ Les mêmes biais se produiront avec des rendements cumulés non composés mais, pas sur une très courte période. La principale cause est que le biais s'accumule au taux N (ou plus rapide, avec la composition), contrairement à l'erreur-type qui augmente au taux de $\sqrt{N}$.

pas de tester statistiquement les limites de ces différentes approches mais plutôt de savoir si les sociétés de notre échantillon réalisent ou non des rendements anormaux, nous proposons comme solution d'utiliser plusieurs approches pour mesurer les rendements anormaux à long terme.

En effet, en comparant les différentes approches, nous serons en mesure de tester la robustesse de nos résultats. La stratégie dite « achat-conservation » est facile à appliquer par un investisseur particulier. Ce dernier se caractérise par une stabilité dans la gestion de son portefeuille et il est rare qu'il procède à une ré-allocation de ses richesses. Toutefois, les investisseurs institutionnels sont intéressés par une fréquence élevée des négociations afin de s'assurer une bonne liquidité d'une part, et aussi par des rééquilibrages systématiques de leurs portefeuilles d'autre part. Toutefois, dans notre recherche, nous ne devons pas négliger un problème lié au coefficient de pondération dans le portefeuille. Loughran et Ritter (2000) soulignent que le choix du coefficient de pondération a la même importance que le choix de l'approche utilisée pour calculer le rendement anormal. En conséquence, *faut-il équipondérer les rendements anormaux ou les pondérer par leur valeur dans le portefeuille ?*

Brav, *et al.* (2000) et Lyon, *et al.* (1999) conseillent l'utilisation des rendements équipondérés plutôt que la pondération par la valeur, surtout que la dégradation de la performance est plus sensible au sein des entreprises de petite taille. Loughran et Ritter (2000) notent, p. 363, : « (...) *la méthodologie des études d'événements classiques, dans laquelle toutes les observations sont équipondérées, permet d'estimer un point qui reflète le point de vue du dirigeant, de l'investisseur ou du chercheur qui essaye d'anticiper les rendements anormaux associés à un événement aléatoire. Plus généralement, comme le note Fama (1998), la pondération doit être déterminée par l'intérêt de l'hypothèse économique* ». En s'appuyant sur tous ces arguments, nous choisissons l'équipondération des rendements. Toutefois, afin de quantifier le changement moyen de la richesse des investisseurs après l'événement, nous présentons également les résultats en utilisant une pondération par la valeur.

En guise de synthèse, nous pouvons conclure que le choix d'une méthodologie détermine directement la taille et la robustesse du test statistique. Fama (1998), p. 3, affirme que si les rendements anormaux disparaissent avec le changement de la méthode

par laquelle ils sont estimés, l'anomalie n'est qu'une illusion et les introductions en bourse appartiennent à cette catégorie. Ainsi, s'il y a une anomalie qui touche les introductions en bourse, il semble qu'elle soit en grande partie limitée à des sociétés de très petite taille. Étant donné que la plupart des entreprises étudiées dans notre échantillon appartiennent à cette catégorie, nous espérons que cette partie de notre recherche apportera des réponses satisfaisantes et pertinentes à ces questions.

Chapitre 5

COLLECTE DES DONNÉES ET MÉTHODOLOGIES DE LA RECHERCHE

Section I : Sources des données et processus de sélection de l'échantillon

Nous sélectionnons un ensemble d'opérations sur le nouveau marché européen, Euro.NM, et un ensemble d'opérations équivalentes sur les deux compartiments⁹¹ du NASDAQ entre 1997 et 1999. Cet échantillon est donc établi sur une durée de trois ans ou 36 mois pour notre étude des facteurs explicatifs du contrôle de la liquidité et de la performance des introductions en bourse à court terme.⁹²

Dans un premier temps, nous nous concentrons sur les 322 opérations effectuées sur les différents segments de l'Euro.NM (Amsterdam, Bruxelles, Frankfort, Milan et Paris) et qui sont fournis par le service statistique de la bourse de Bruxelles. Le tableau 5-A présente successivement le nombre des introductions en bourse réalisées sur l'Euro.NM et les capitaux levés pour la période 1997-1999.

Tableau 5 - A : Statistiques des entreprises qui s'introduisent en bourse sur l'Euro.NM

Secteur	1997		1998		1999		Grand total	
	N	Montant (en M€)	N	Montant (en M€)	N	Montant (en M€)	N	Montant (en M€)
Biotechnology	4	445.237	4	402.359	7	371.872	15	1.219.468
Financial Services					7	1.272.005	7	1.272.005
Industrial & industrial Services	7	229.183.	11	379.707	5	185.118	23	794.008
IT Services	3	454.832	17	1.327.968	58	3.649.518	78	5.432.318
Media & Entertainment	3	98.978	8	497.858	22	1.672.904	33	2.269.741
Medtech & Health Care	2	93.200	6	225.889	5	174.701	13	493.790
Software	9	449.564	19	800.484	34	1.849.697	62	3.099.746
Technology	8	714.832	25	1.077.136	32	2.623.560	65	4.415.528
Telecommunications	2	85.590	11	1.021.023	10	1.084.854	23	2.191.468
Autres sans indices	1	18.241.921	1	24.772.958	1	17.581.700	3	60.596.579
Grand total	39	2.589.659	102	5.757.198	181	12.901.812	322	21.248.669

⁹¹ Le NASDAQ est composé de 2 compartiments correspondant à deux profils de sociétés. Le « NASDAQ National Market » créé en 1982 et qui représente le marché le plus important en nombre de titres. Le « NASDAQ Small Cap Market » créé en 1993, et qui regroupe les petites capitalisations. Pour plus de détails, voir l'annexe-2.

⁹² Ce même échantillon servira à l'étude de la performance des introductions en bourse à moyen et long terme.

Ensuite, dans un deuxième temps, nous nous concentrons sur les 1252 opérations réalisées sur le NASDAQ pendant la même période. Ces deux sélections sont utilisées pour constituer deux échantillons comparables, l'un européen et l'autre américain. Enfin, dans un troisième temps, nous imposons des critères de sélection pour que notre échantillon ne soit pas influencé par des opérations de grande taille, par la spécificité ou la dominance du secteur : (1) les introductions des sociétés à portefeuille ou des banques sont écartées de notre échantillon. (2) pour chaque opération d'introduction sur l'Euro.NM, nous sélectionnons une opération de même taille réalisée la même année sur le NASDAQ et qui appartient au même secteur d'activité. (3) nous retirons les secteurs qui ne sont pas comparables sur les deux marchés. (4) nous retirons les opérations qui sont suivies d'une radiation du marché boursier quelques semaines après l'introduction à la cote officielle. Le tableau 5-B présente les statistiques pour un premier pairage par secteur d'activité des introductions en bourse sur le NASDAQ pendant la période 1997-1999.

Tableau 5 - B : Statistiques des entreprises qui s'introduisent en bourse sur le NASDAQ

Secteur	1997		1998		1999		Grand total	
	N	Montant (en M\$)	N	Montant (en M\$)	N	Montant (en M\$)	N	Montant (en M\$)
Biotechnology	25	2.411.347	7	1.390.651	9	2.370.490	41	6.172.488
Industrial & industrial Services	92	8.271.946	36	7.191.375	35	14.458.650	163	29.921.973
IT Services	9	809.511	19	6.446.229	55	23.489.651	83	30.745.391
Media & Entertainment	3	83.675	1	96.350	4	2.481.741	8	2.661.766
Medtech & Health Care	29	2.654.793	9	2.150.677	3	254.844	41	5.060.314
Software	61	9.016.394	41	8.101.645	86	32.842.087	188	49.960.126
Technology	48	8.740.420	16	6.824.308	52	59.393.624	116	74.958.352
Telecommunications	23	7.530.467	13	9.922.635	58	48.393.007	94	65.846.110
Grand total	290	39.518.554	142	42.123.871	302	183.684.094	734	265.326.520

Pour chacune de ces opérations, nous devons disposer du prospectus d'introduction pour les sociétés européennes et du document S-1 ou le document 424-B⁹³ pour les sociétés américaines. Les critères de sélection cités ci-dessus sont très exigeants, car nous devons retirer 7 observations européennes du secteur financier. Les deuxième et troisième critères font retirer tout le secteur « Media & Entertainment », car sur l'Euro.NM 33 opérations ont été réalisées pendant cette période, alors que sur le NASDAQ on n'en compte que 8. Enfin, l'obligation d'obtenir une copie du prospectus

⁹³ Le document préliminaire à toute opération d'introduction en bourse, exigé par la SEC (*Security Exchange Commission*) conformément à la loi du 1933, est appelé : rapport S-1. Après vérification et acceptation de l'opération par la SEC, la société porte les rectifications nécessaires sur le document S-1 et porte le nom du document 424-B, c'est le prospectus d'introduction.

d'introduction et l'élimination de cas de radiation de la société nous obligent à retirer 12 observations supplémentaires.

Cet échantillonnage nous permet d'utiliser un ensemble de 277 introductions en bourse sur chaque marché, pour lesquelles nous menons une étude de la décote initiale, du processus d'allocation du capital, de la structure du contrôle et de la liquidité des introductions en bourse.

Pour toutes les observations de nos deux échantillons, les données sur la date d'introduction, le prix d'introduction, le nombre de titres mis à la disposition du public par la société et par ses actionnaires, les capitaux levés et l'identité de l'introducteur teneur du marché sont collectées à partir des prospectus d'introduction. Les données sur le prix à l'ouverture, de clôture, le plus haut, le plus bas, bid / ask, le volume traité et le ratio MTBV⁹⁴ sont extraites de la base de données *Datastream*.

L'information sur la structure d'actionnariat avant l'opération provient du prospectus d'introduction. Par contre, pour la structure d'actionnariat après l'introduction, elle provient du rapport de notification sur la propriété exigé par les autorités boursières de chacune des bourses européennes et américaines.

Section II : Méthodologie pour l'analyse de la décote initiale et ses déterminants

L'objectif que nous poursuivrons dans cette partie de l'étude est d'expliquer de manière précise l'allocation du capital et la liquidité des titres après l'introduction en bourse. Dans un premier temps, nous discuterons notre méthodologie pour mesurer les coûts supportés par les différentes parties à la suite de la cotation. Ensuite, dans un deuxième temps, afin de mener à bien notre étude comparative sur les deux marchés, nous utiliserons une série de variables susceptibles d'expliquer le phénomène de la décote initiale.

§ 1 – Allocation des coûts de la décote initiale

Plusieurs mesures sont suggérées par la littérature financière pour quantifier le transfert de richesses engendré par la sous-évaluation (*la décote initiale*) de l'offre au profit de nouveaux investisseurs. Dawson (1987) propose une mesure de destruction de

⁹⁴ Si cette information est manquante dans la base de donnée *Datastream*, nous calculons le ratio en utilisant la valeur comptable des fonds propres mentionnée dans le rapport annuel de la société pour l'année $t-1$.

valeur pour les actionnaires d'origine à la suite de l'introduction en bourse de leur société. Cependant, cette mesure est applicable uniquement pour les offres d'introduction réalisées par la vente d'actions existantes (*offre sans nouvelles émissions*). Barry (1989) considère que le coût de la sous-évaluation n'est qu'un transfert de richesses de la part des anciens au profit des nouveaux actionnaires. Dans son modèle, il examine l'allocation du coût total, engendré par la sous-évaluation, entre les actionnaires qui cèdent une partie ou la totalité de leurs actions et ceux qui préfèrent garder leurs titres. Ce modèle est valable pour mesurer le coût lié à la sous-évaluation de la décote pour les introductions réalisées par de nouvelles et/ou anciennes émissions. Brennan et Franks (1997) valident empiriquement le modèle de Barry (1989) pour mesurer l'allocation des coûts de la sous-évaluation entre les *insiders* et les *institutionnels* pour notre échantillon de l'Euro.NM et du NASDAQ.

Dans cette section, nous reprenons le modèle de Barry (1989) pour analyser l'allocation des coûts de la sous-évaluation entre les *insiders* et les *institutionnels* pour notre échantillon de l'Euro.NM et du NASDAQ.

Le rendement initial, c'est-à-dire la décote initiale, noté RI_i :

$$RI_i = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (1)$$

où $P_{i,0}$ représente le prix de souscription pour la société i , $P_{i,1}$ est le prix de clôture au premier jour de négociation pour la société i . Le coût total de la sous-évaluation pour une société et pour ses actionnaires vendeurs d'actions est appelé par les praticiens : « l'argent laissé sur la table » (*Amount of money left on the table*), noté TC_i . TC_i représente les gains réalisés, évalués au prix de souscription $P_{i,0}$, par les acquéreurs de nouvelles actions émises par la société i (*offre primaire*) et celles cédées par les actionnaires d'origine (*offre secondaire*).

$$CTi = RI_i * P_{i,0} * (S_{i,n} + S_{i,0}) = RI_i * P_{i,0} * S_{i,v} \quad (2)$$

où $S_{i,n}$ représente le nombre de nouvelles actions émises par la société i au cours de l'opération d'introduction ; $S_{i,0}$ représente le nombre d'actions cédées dans

l'opération par les actionnaires d'origine et $S_{i,v}$ est le nombre total d'actions proposées au public dans l'opération, tel que $S_{i,v} = S_{i,n} + S_{i,0}$. Etant donné que durant l'opération d'introduction, il n'y a qu'une partie qui est vendue au public, le coût de la sous-évaluation, représenté par RI_i , est une fraction plus petite que la valeur globale de la société. Par conséquent, nous définissons $DEC_{i,p}$, le coût de la décote comme une proportion de la valeur de la société avant son introduction, évaluée au prix de souscription :

$$DEC_{i,p} = \frac{CT_i}{N_{i,0} P_{i,0}} = RI_{i,p} \frac{S_{i,v}}{N_{i,0}} \quad (3)$$

où $N_{i,0}$ représente le nombre d'actions constitutif du capital pour la société i avant son introduction en bourse. Ensuite nous déterminons le coût de la sous-évaluation par action pour les investisseurs qui cèdent des actions et ceux qui les maintiennent dans l'offre. En effet, si l'offre se réalise sans nouvelles émissions d'actions, l'intégralité de ce coût est supportée par les actionnaires qui cèdent des actions durant l'opération. Toutefois, les nouvelles émissions sont émises avec un discount qui engendre une dilution pour les actionnaires d'origine qui conservent leurs actions. Ainsi, nous définissons le coût de la sous-évaluation, provoqué par la dilution due aux nouvelles émissions, supporté par chaque ancienne action par l'expression suivante :

$$WL_{i,N_{i,0}} = \frac{RI_i * S_{i,n} * P_{i,0}}{N_{i,0}} \quad (4)$$

où $WL_{i,N_{i,0}}$ est la *perte de richesse* « wealth loss » supportée par ancienne action.

Ainsi, le coût de la sous-évaluation supporté par les actionnaires qui préfèrent conserver des actions, évalué au prix de souscription ; noté $DEC_{i,r}$, est obtenu en divisant l'expression précédente par P_0 .

$$DEC_{i,r} = \frac{RI_i * S_{i,n}}{N_{i,0}} \quad (5)$$

Le coût supporté par les investisseurs qui préfèrent céder des actions dans l'offre, noté $DEC_{i,v}$, est beaucoup plus complexe à calculer, étant donné que le premier prix $P_{i,1}$ est réduit par la sous-évaluation de l'émission. Si la décote n'est pas positive,

cela signifie que les actions sont évaluées à un prix supérieur à $P_{i,1}$; c'est-à-dire $P_{i,s} + RI_i * S_{i,n} * P_{i,0} / S_{i,0}$. Le dernier terme de l'expression précédente représente l'effet de dilution provoqué par l'émission de nouvelles actions avec un « discount ». Ce qui laisse entendre que $DEC_{i,v}$, le coût supporté par action vendue, évalué au prix de souscription $P_{i,0}$, pour l'investisseur qui préfère vendre ses actions dans l'opération est donné par l'équation suivante :

$$DEC_{i,v} = \frac{P_{i,1} + \left(\frac{RI_i S_{i,n} P_{i,0}}{S_{i,0}} \right) - P_{i,0}}{P_{i,0}} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} + \frac{RI_i S_{i,n}}{S_{i,0}} = RI_i + DEC_{i,r} \quad (6)$$

Nous déterminons le coût supporté par les insiders de la société i , noté $C_{i,Ins}$, et le coût supporté par les institutionnels de i , noté $C_{i,Inst}$, par les deux équations suivantes :

$$C_{Insiders} = (S_{i,rIns} DEC_{i,r} + S_{i,vIns} DEC_{i,v}) P_{i,0} \quad (7)$$

$$C_{Institutionnel} = (S_{i,rInst} DEC_{i,r} + S_{i,vInst} DEC_{i,v}) P_{i,0} \quad (8)$$

où $S_{i,rIns}$ et $S_{i,vIns}$ représentent respectivement le nombre d'actions conservées et le nombre d'actions vendues par les insiders ; $S_{i,rInst}$ et $S_{i,vInst}$ représentent le nombre d'actions conservées et le nombre d'actions vendues par les institutionnels. À noter que $CT_i = C_{Insiders} + C_{Institutionnel}$. En dérivant $C_{Insiders}$ par rapport à la variable DEC_i , nous obtenons le coût marginal de la décote pour les *insiders*, donné par l'équation suivante :

$$\frac{dC_{Insiders}}{DEC_i} = \left(\frac{S_{i,n}}{N_{i,0}} + \frac{S_{i,vIns}}{S_{i,Ins}} \right) S_{i,Ins} P_{i,0} \quad (9)$$

où $S_{i,Ins}$ représente le nombre d'actions possédées par les insiders. D'après l'équation précédente nous constatons que le coût marginal de la décote augmente en fonction du facteur de dilution ($S_{i,n} / N_{i,0}$) et du facteur de participation ($S_{i,vIns} / S_{i,Ins}$) dans l'opération.

Finalement, nous exprimons le coût de la sous-évaluation pour les insiders et les institutionnels comme une proportion de leur portefeuille dans la société avant son introduction en bourse par les deux équations suivantes :

$$C_{Insider} = \frac{C_{Ins}}{(S_{i,vIns} + S_{i,rIns})P_{i,0}} \quad (10)$$

$$C_{Institutionnel} = \frac{C_{Inst}}{(S_{i,vInst} + S_{i,rInst})P_{i,0}} \quad (11)$$

§ 2 – Variables à expliquer

A. Mesure de la décote initiale

Pour chacune des observations de nos deux échantillons, les rendements ont été calculés selon des mesures de rentabilité cohérentes à celles qui se trouvent dans la littérature.⁹⁵ Dans un premier temps, nous calculerons la décote initiale, c'est-à-dire le rendement anormal observé le premier jour des négociations par rapport au prix de souscription. Ensuite, nous le comparerons à des rendements observés à différentes périodes dans le temps. Les taux de rentabilité initiaux sont calculés de la manière suivante :

$$RI_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,o}) / P_{i,o} \quad (12)$$

Ainsi, $RI_{i,t}$ représente le return non-ajusté du titre de la société i , déterminé par la différence entre le prix de clôture ($P_{i,t}$) le jour t après l'introduction ($t = 1, 7, 21, 30, 60$ et 90) et le prix de souscription ($P_{i,o}$) figurant dans le prospectus d'introduction.⁹⁶ Ensuite, nous ajustons les rendements ainsi calculés par le rendement du marché, l'équation (12) devient :

$$RIA_{i,t} = RI_{i,t} - \frac{M_t - M_o}{M_o} \quad (13)$$

où $RIA_{i,t}$ (*décote*) est le return ajusté par le rendement du marché pour la société i , le jour t après l'introduction ($t = 1, 7, 21, 30, 60$ et 90), M_t est la valeur de clôture de

⁹⁵ Le lecteur pourra se référer à Aggarwal, *et al.* (1993), Ibbotson et Ritter (1995), Lee, *et al.* (1996) et Dewenter et Malatesta (1997).

⁹⁶ Le return peut être calculé autrement, en utilisant le logarithme selon la formule suivante : $RI_{i,t} = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1})$; Néanmoins, le logarithme crée un biais à la hausse, c'est pour cela que nous préférons la mesure présentée dans l'équation (13). Pour une discussion plus approfondie sur ces méthodes de calcul, le lecteur peut se référer à Campbell et Andrew (1997).

l'indice du marché le jour (t) et M_o représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse.⁹⁷

B. Évaluation à court terme d'une introduction en bourse

Pour évaluer la performance à court terme d'une opération d'introduction en bourse, nous utilisons une méthodologie identique à celle de Aggarwal, *et al.* (1993). A partir des rendements déjà calculés par l'équation (12) et le rendement du marché r_m , le rendement anormal ($AR_{i,t}$) du titre i au temps t ajusté par le rendement du marché pour chaque opération est calculé de la manière suivante :

$$AR_{i,t} = \left[\frac{(1 + RI_{i,t})}{(1 + r_{m,t})} - 1 \right] \times 100 \quad (14)$$

Cette mesure des rendements anormaux ne prend pas en considération le risque systématique lié à chacune des opérations d'introduction. En effet, ($AR_{i,t}$) est interprété comme le rendement anormal selon l'hypothèse que le risque systématique des opérations d'introduction est le même que celui de l'indice du marché. En d'autres termes, la moyenne des bêtas de toutes les opérations est égale à 1. Ibbotson (1975) montre que la moyenne des bêtas des sociétés récemment cotées est supérieure à un. Ainsi, Aggarwal, *et al.* (1993) rapportent que le rendement anormal tel qu'il est calculé par l'équation (14) présente un certain biais de la performance de l'opération relativement à chaque marché. Toutefois, nous supposons qu'il est improbable qu'une moyenne des coefficients bêtas affecte l'essentiel de nos résultats.

La mesure de performance d'un ensemble d'opérations d'introduction en bourse sera estimée selon la même méthodologie que celle utilisée par Ritter (1991), Levis (1993) et Ljungqvist (1997), telle qu'elle est présentée par l'équation (15). WR est la « richesse relative » (*Welth Relative*) ; $RI_{i,t}$ est le rendement du titre i sur la période t ; $r_{m,t}$ est le rendement du marché sur la même période. Le nombre d'opérations dans l'échantillon est présenté par N . Une « richesse relative » supérieure à un signifie que la performance des opérations d'introduction dépasse celle du marché. Par contre, si elle

⁹⁷ Pour les sociétés de l'Euro.NM, nous utiliserons l'indice « Euro.NM All share Index » ; cet indice est calculé en fonction de la valeur de toutes les sociétés qui sont cotées. Pour les sociétés de notre échantillon du NASDAQ, nous utiliserons l'indice « NASDAQ Composite » qui est calculé aussi en fonction de toutes les sociétés cotées sur ce marché.

est inférieure à un, l'ensemble des introductions est moins performant que le marché. Similairement, les richesses relatives sont calculées pour $t = 1, 7, 21, 30, 60$ et 90 jours.

$$WR_{i,t} = \frac{1 + \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RI_{i,t}}{1 + \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_{m,t}} \quad (15)$$

La moyenne de rendement anormale de notre échantillon pour le jour t , $\overline{AR}_{i,t}$, peut être considérée comme un indice de performance reflétant le rendement, en excès par rapport au rendement du marché, sur une unité monétaire investie d'une manière équitable sur les N nouvelles émissions de chaque échantillon :

$$\overline{AR}_{i,t} = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (16)$$

C. Mesure de la liquidité

Au regard des différentes définitions qui se trouvent particulièrement dans la littérature sur la microstructure des marchés financiers, le concept de liquidité apparaît d'une nature complexe⁹⁸ dans la littérature. D'une part, chaque auteur appréhende le concept de liquidité de façon plus ou moins « standard », privilégiant l'étude d'une ou plusieurs dimensions. D'autre part, la notion de liquidité est différente selon qu'il s'agit d'un marché gouverné par les prix ou d'un marché gouverné par les ordres. Notre étude s'efforce de mesurer l'ensemble des dimensions de la liquidité. C'est dans cette optique que nous avons sélectionné deux critères.

Le premier appréhende la liquidité par sa dimension volume. Il s'agit de la vitesse de rotation des titres telle qu'utilisée par Krigman, *et al.* (1999). Cette mesure fait référence au nombre d'actions d'une société qui sont en circulation et changent de main, durant une journée de négociation sur le marché, par rapport au nombre total des titres admis à la cote. Comme son nom l'indique, elle nous permet de comprendre l'activité de négociation des titres de la société, indépendamment du volume de titres cotés. A noter que l'utilisation de la rotation des titres peut biaiser notre étude dans le sens où cette variable peut être excessivement élevée durant les premiers jours de

⁹⁸ Pour une analyse plus approfondie, voir Hamon et Jacquillat (1991).

négociation. En cas d'une sous-évaluation d'une IPO, le volume de négociation est souvent élevé du fait que les *traders* informés s'engagent dans des activités d'achat et de vente jusqu'à ce que le prix atteigne la « vraie valeur » perçue par le marché. D'ailleurs, Krigman, *et al.* (1999) présentent également des preuves empiriques dans ce sens des *flip traders*,⁹⁹ qui essayent de capturer des profits instantanés de la sous-évaluation de l'introduction en bourse. En conséquence, les volumes négociés le premier jour sont souvent significativement plus élevés que ceux négociés sur le long terme.¹⁰⁰

En conséquence, la vitesse de rotation des négociations ($TURNOVER_i$) est calculée, comme une approximation de la liquidité du prix de l'action, de la manière suivante :

$$TURNOVER_i = \frac{\sum_{d=5}^{30} VOLUME_{i,d}}{26 \times CapitalEmis_i} \quad (17)$$

où d est le nombre de jours après l'introduction de la société i , $VOLUME_{i,d}$ représente le nombre de titres échangés durant le jour d , $CapitalEmis_i$ est le nombre d'actions qui sont négociables.

La deuxième mesure appréhende la liquidité par sa dimension prix. Il s'agit des différentes fourchettes proposées dans la littérature.¹⁰¹ Reese (1998) souligne que l'utilisation de cette mesure comme approximation peut être biaisée, car les opérateurs n'ajustent pas leurs estimations sur la fourchette bid-ask aussi rapidement que les changements sur le marché. Afin de garder la cohérence de notre méthodologie, nous gardons la même fenêtre utilisée dans la mesure de la vitesse de rotation des négociations pour estimer la moyenne de la fourchette des prix. La mesure de la

⁹⁹ Ce concept est cité dans la littérature anglo-saxonne pour désigner la cession d'un bloc de titres par un investisseur au moment de l'introduction en bourse de la société. L'investisseur est appelé « Flippers ».

¹⁰⁰ Krigman, *et al.* (1999) trouvent que la médiane de la rotation du volume de titres des IPOs américaines est de 33%.

¹⁰¹ Différentes fourchettes sont mentionnées dans la littérature, à savoir la fourchette affichée, la fourchette effective et la fourchette réalisée. La littérature associe au concept de liquidité celui de fourchette affichée. Lorsque cette donnée est disponible, sa mesure permet une approche immédiatement perceptible de la liquidité. Pour une réflexion plus approfondie, voir Hamon et Jacquillat (1991), Huang et Stoll (1996), Handa, Tiwari et Schwartz (1996), Blume et Goldstein (1997).

moyenne de la fourchette est basée sur le prix de clôture *ask* et *bid*, calculé de la manière suivante :

$$BIDASK_i = \frac{1}{26} \sum_{d=5}^{30} \left[\frac{Ask_{i,d} - Bid_{i,d}}{\left(\frac{Ask_{i,d} + Bid_{i,d}}{2} \right)} \right] = \frac{1}{26} \sum_{d=5}^{30} \left[\frac{Fa_{i,d}}{Mid_{i,d}} \right] \quad (18)$$

où Ask_i est le prix de clôture auquel se réalise les achats de titres de la société i le jour d , Bid_i est le prix de clôture auquel se réalise les ventes de titres de la société i le jour d , $Fa_{i,d}$ est l'écart entre les deux prix de clôture pour la société i le jour d , ($Bid_{i,d}$ et $Ask_{i,d}$), $Mid_{i,d}$ est le milieu de la fourchette le jour d .

§ 3 – Variables de contrôle

A. Mesures des variables du contrôle de la société

Dans la littérature économique et financière, il existe différentes manières de mesurer la concentration (ou dispersion).¹⁰² Toutefois, la difficulté qu'affrontent les études sur la structure de propriété et du contrôle est l'absence d'une mesure unique, convenue, du degré de concentration de l'actionnariat. Cette ambiguïté résulte du fait que la structure de propriété d'une société consiste en la distribution des valeurs qui reflète la taille des actions en possession d'un investisseur. Utiliser une mesure unique sous la forme d'une moyenne ou d'une proportion ne suffit pas pour décrire les distributions de différentes formes de structure de propriété. Donc, nous proposons de mesurer la structure de propriété en faisant référence simultanément à deux dimensions distinctes. La première cherche à mesurer l'importance des différents actionnaires selon leur identité ; quant à la seconde, elle se base sur l'égalité de la distribution des actionnaires.¹⁰³

L'ampleur de la répartition de l'actionnariat reflète la taille et la variété des anciens actionnaires après la clôture des souscriptions dans les titres proposés lors de l'opération d'introduction. Manifestement les grandes opérations d'introduction

¹⁰² Le lecteur pourra se référer à Demsetz et Lehn (1985), Morck, *et al.* (1988) et McConnell et Servaes (1990a).

¹⁰³ Les variables conçues dans cette section pour mesurer la structure de propriété, prennent en considération la distinction entre les actionnaires d'origine (les offreurs) qui existaient avant l'introduction en bourse.

impliquent un nombre important d'investisseurs. Par conséquent, les actionnaires d'origine sont susceptibles de perdre le contrôle de leur société. Nous mesurons l'importance des associés d'origine par la somme des parts détenues par ces derniers.

La distribution de la structure de propriété fait allusion à la différence dans les proportions d'actions détenues par les différentes catégories d'actionnaires. Les études antérieures dans ce domaine ont utilisé une variété de méthodes afin de mesurer cette différence. Particulièrement, Sarin, Shastri et Shastri (1996) regroupent les actionnaires en deux catégories : la première comprend les institutionnels (actionnaires majoritaires), la seconde les petits porteurs. La limite de leur mesure est qu'elle ignore la possibilité que des investisseurs non-institutionnels puissent détenir une participation importante dans la société et, en conséquence, influencer sur le processus de gouvernance de la société.

Pour cela, nous proposons une catégorisation alternative, l'ensemble des participations détenues par les investisseurs institutionnels et celles détenues par les « insiders ». Cette typologie nous permettra de distinguer l'impact du rôle des *insiders* sur les deux systèmes les plus connus de *corporate governance*. Le groupe d'investisseurs institutionnels comprend les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les banques et les sociétés à capital risque. Nous définissons les initiés (*insiders*) par les actionnaires qui maintiennent une relation de long terme avec la société. Cette définition comprend les familles, les holdings et les investisseurs industriels. Cette catégorie d'actionnaires est susceptible d'avoir une vision stratégique attachée à leur portefeuille d'actions. En effet, en tant qu'investisseurs stratégiques, ils sont soit les fondateurs soit, les héritiers de la société.

Wruck (1989) définit comme « *blockholder* » l'actionnaire qui détient un bloc de titres représentatif du capital de la société dépassant le seuil de 5 %. Par niveau de concentration (CONC, ci-après), nous entendons le pourcentage d'actions (α) des n principaux actionnaires.¹⁰⁴

¹⁰⁴ La réglementation sur la transparence de structure de propriété, que ce soit dans les bourses européennes ou américaines, oblige tout investisseur détenant une propriété de 5 % à la déclarer officiellement auprès des autorités boursières. Une déclaration complémentaire est également exigée à chaque fois que la participation de l'investisseur dépasse un multiple de 5 %. Pour certaines sociétés, leur statut exige la déclaration au seuil de 3 %.

$$CONC_i = \sum_{k=1}^n \alpha_{i,k} \quad (19)$$

où k représente le $k^{ème}$ actionnaire, dans un rangement par ordre décroissant d'importance. Nous utilisons cette variable pour déterminer l'importance des cinq et des vingt premiers actionnaires, respectivement TOP_5 et TOP_{20} .

D'autres études utilisent, pour mesurer la concentration de propriété, un indice de nature statistique, l'indice d'*Herfindahl-Hirschman* (H_i). Il se calcule, souvent pour les dix premiers actionnaires de la manière suivante :

$$H_i = \sum_{k=1}^n (P_{i,k})^2 \quad (20)$$

où $P_{i,k}$ est la participation détenue par l'investisseur k dans la société i et n est le nombre d'actionnaires. Cet indice accorde à chaque actionnaire une pondération équivalente à la part relative d'actions avec les droits de vote qu'il détient. La concentration est maximale lorsque l'indice est égal à l'unité. Elle est minimale lorsque tous les actionnaires ont une même participation dans le capital. Dans ce dernier cas, l'indice s'identifie à $1/n$. La mesure d'*Herfindhal* tient compte à la fois du nombre d'actionnaires et de leur distribution. La concentration est d'autant plus grande que le nombre d'actionnaires est faible et que l'asymétrie par rapport à $1/n$ est grande. La limite de cet indice est d'accentuer l'importance des actionnaires majoritaires puisque toutes les parts détenues dans le capital sont élevées au carré.

B. Mesures du risque

La principale critique adressée au calcul des rendements anormaux des opérations d'introduction en bourse est le problème de la mesure du risque ex-ante. Ceci est très complexe car il n'y a pas de données historiques permettant de l'estimer. L'écart type des rendements générés par les transactions « après bourse » (*revenus générés par les premiers achats*) a été utilisé d'une manière fréquente dans la littérature comme approximation du risque ex-ante. Par convention, l'écart type des vingt premiers jours est utilisé. Toutefois, cette approximation n'a pas prouvé sa robustesse dans des travaux empiriques. Johnson et Miller (1988) affirment que l'écart type des rendements générés par les transactions après bourse est une faible mesure du risque ex-ante. C'est pour

cette raison que Carter et Manaster (1990) utilisent différentes approximations pour mesurer le risque ex-ante.

Beatty et Ritter (1986) ont montré que le risque affecte les rendements générés par les transactions après bourse. Ils utilisent deux approximations pour mesurer le risque ex-ante. La première est le « proceeds » (*montant des capitaux levés*) mentionné dans le prospectus d'introduction. La seconde est l'inverse du produit brut pour une émission. Leur justification, pour l'utilisation de ces deux mesures, est la régularité dans les résultats empiriques, selon laquelle les petites émissions sont moins spéculatives que celles de taille plus grande. Beatty et Ritter (1986) trouvent que ces deux mesures sont statistiquement significatives comme variables explicatives de la décote initiale. Toutefois, le R^2 de leur régression multi-variée n'est que de 0,07.

Carter et Manaster (1990) utilisent aussi l'âge de la société comme approximation pour le risque. On s'attend, par conséquent, à ce que les sociétés les plus jeunes soient les plus risquées. Toutefois, la plupart des sociétés étudiées dans nos deux échantillons sont jeunes (l'âge ne dépasse les cinq ans que pour quelques observations). Une mesure assez fréquente utilisée dans la littérature¹⁰⁵ est la renommée du teneur de marché. En effet, les teneurs de marché les plus réputés disposent d'une information plus complète et plus fiable que les investisseurs. Ils doivent en conséquence garantir le succès des opérations de sociétés dont le risque est faible et ce afin d'éviter la perte de leur capital, et par delà leur renommée. Toutes ces études prouvent que ces approximations pour le risque ex-ante sont statistiquement significatives et expliquent le niveau de la décote initiale.

Finalement, Parkinson (1980) démontre que si le logarithme normal du prix d'une action suit une distribution normale, l'approche des valeurs extrêmes est un excellent estimateur de l'écart-type du return d'une action. En validant empiriquement son approche, l'auteur trouve que le logarithme normal du ratio (prix le plus haut divisé par le prix le plus bas d'une action) est le meilleur estimateur de la variance du taux de rendement sur un intervalle de temps donnée. Cependant, dans une étude plus récente, Barry et Jennings (1993) trouvent, en subdivisant leur échantillon en deux sous-groupes, l'un sous-évalué et l'autre surévalué, qu'il y a des différences dans les résultats en

¹⁰⁵ Par exemple, Johnson et Miller (1988), Carter et Manaster (1990) et Carter, *et al.* (1998).

utilisant cette mesure du risque. Cependant, leur étude présente une limite méthodologique. En effet, la taille de leur échantillon n'est que de 229 sociétés ; de plus, les auteurs ignorent les sociétés dont les données boursières sont manquantes et les cas considérés comme spéculatifs.

Pour notre part, nous utiliserons deux approximations pour mesurer le risque des sociétés étudiées. La première mesure est estimée par la valeur extrême de Parkinson ; elle se calcule de la manière suivante :

$$LOGHL_{i,t} = LOG\left(\frac{H_{i,t}}{L_{i,t}}\right) \quad (21)$$

avec : $H_{i,t}$ est le prix le plus haut durant la journée t .

$L_{i,t}$ est le prix le plus bas durant la journée t .

La seconde mesure est l'inverse du produit brut ($INVPB_i$) de l'opération pour chacune, c'est le produit du prix de souscription et du nombre de titres vendus.

§ 4 – Construction des modèles

Nous utiliserons la méthodologie habituelle de régression (univariée) à l'aide des moindres carrés ordinaires pour expliquer la relation entre le niveau de la sous-évaluation et la structure d'actionnariat (*hypothèse 1*). La même méthodologie est utilisée pour étudier la relation entre la liquidité et la structure d'actionnariat (*hypothèse 3*). L'hypothèse 2, qui concerne la relation entre la sous-évaluation et ses facteurs explicatifs, est testée en utilisant une série de régressions multivariées à l'aide des moindres carrés ordinaires. Enfin, pour l'hypothèse 4, qui concerne la relation positive entre le degré de sous-évaluation et le niveau de la liquidité des titres après l'introduction, la même méthodologie est utilisée. Suivant notre démarche, nous ne cherchons pas uniquement à confirmer la relation entre la sous-évaluation et la liquidité, mais nous développons également des modèles pour expliquer la liquidité des titres après l'introduction. En construisant nos modèles, nous sommes conduits à utiliser une série de variables de contrôle.

Premièrement, pour expliquer la sous-évaluation, RIA_i , nous définirons défini quatre variables indépendantes. La première, $Risq_i$, est la moyenne du risque sur une période de 20 jours, calculée selon l'équation 21. La deuxième, $CRET_i$, est une variable de contrôle qui permet de mesurer l'importance des actionnaires d'origine après l'opération d'introduction. La troisième, $FDEL_i$, est une variable qui sert à mesure la dilution pour les insiders. La quatrième, $RPART_i$, est un ratio qui permet de mesurer l'importance de la participation des insiders dans l'opération. En plus des variables de notre modèle de base, nous introduisons une série de variables dichotomiques. La variable, $MARCHÉ$ sert à neutraliser l'effet possible du marché financier ; c'est une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la société est cotée sur l'Euro.NM et la valeur 0, dans le cas contraire. Les variables dichotomiques $VBSIC_i$ sont utilisées pour classer les 7 secteurs industriels de notre échantillon. Enfin, nous utilisons deux variables indépendantes, $IDIL$ et IRP ; ce sont des termes d'interaction égaux respectivement au : produit du facteur de dilution et de la variable dichotomique $MARCHÉ$; produit du ratio de participation et de la variable dichotomique $MARCHÉ$. L'introduction de ces termes vise à vérifier la façon dont l'interaction des deux marchés financiers peut influencer le niveau de la sous-évaluation.

Nous effectuerons plusieurs régressions. Tout d'abord dans le modèle de base nous régressons les quatre variables principales. Ensuite, nous introduisons la variable $MARCHE$, puis les variables $IDIL$ et IRP . Enfin, nous injectons les variables $VBSIC_i$. Le modèle général se formule par l'équation suivante :

$$RIA_i = \alpha + \beta_1 Risq_i + \beta_2 CRET_i + \beta_3 FDEL_i + \beta_4 RPART_i + \beta_5 MARCHE_i + \beta_6 IDIL_i + \beta_7 IRP_i + \sum_{j=1}^{7-1} \gamma_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i \quad (22)$$

où ε_i représente le terme d'erreur, supposé suivre une loi normale avec une moyenne de zéro et une variance constante égale à 1.

Deuxièmement, si nous mesurons la liquidité par la fourchette de prix, une série de variables supplémentaires doivent être prises en considération. Selon Lee, Mucklow et Ready (1993), les traders sur le marché financier, par crainte d'être désavantagés par l'information, sont découragés par l'achat et la vente des actions des sociétés

caractérisées par une structure d'actionnariat très concentrée. Dans la situation des offres d'introduction en bourse, l'asymétrie d'information peut être représentée par le niveau de sous-évaluation (RIA_i), supposé fonction de la dispersion de la structure d'actionnariat. En outre, pour une société à risque financier élevé, l'effet de sélection adverse doit être multiplié puisque les parties défavorisées en matière d'information sont très hésitantes à engager des échanges sur le marché. Pour mesurer le niveau du risque financier, nous utilisons la moyenne du risque observée sur les 20 premiers jours ($Risque_i$). La troisième variable, $TVOLUME_i$, est utilisée pour déterminer l'impact du volume sur la fourchette de prix. Des variables dichotomiques, $VBSIC_{i,j}$, sont utilisées pour contrôler l'effet du $j^{ème}$ secteur industriel, les détails sont fournis dans le tableau 5-C.¹⁰⁶ En additionnant ces variables explicatives, notre modèle de régression s'exprime par l'équation suivante :

$$BIDASK_i = \alpha + \beta_1 LN(RIA_i) + \beta_2 LN(TVOLUME_i) + \beta_3 LN(Risque_i) + \sum_{j=1}^{7-1} \gamma_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i \quad (23)$$

Le volume de rotation des négociations (*Trading Turnover*) est utilisé comme une approximation alternative de la liquidité. Le problème avec cette mesure est que le nombre total de titres cotés comprend ceux détenus par les actionnaires d'origine. Ces derniers souvent désirent garder leurs titres au minimum pour une période de 12 mois.¹⁰⁷ Barclay et Holderness (1989) affirment également que les actionnaires détenteurs de grands blocs d'actions ne peuvent pas céder facilement leurs titres, dès le premier jour de négociations, sans perdre de la valeur. En conséquence, les actionnaires d'origine ou de contrôle ne peuvent souvent pas participer immédiatement aux activités d'échanges sur le marché, mais choisissent plutôt de liquider leurs titres à travers des émissions de droits de souscription ou encore des émissions dans le public. Par conséquent, cette mesure peut être faussée puisqu'elle présente les sociétés pour lesquelles les actionnaires d'origine gardent une part importante du capital comme étant les moins liquides, bien que leurs titres puissent être négociés activement entre les nouveaux actionnaires. Reese (1998) surmonte ce problème en utilisant la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine.

¹⁰⁶ Cette classification se base sur les classifications sectorielles effectuées par les autorités boursières de chaque marché qui se réfère à l'activité principale de la société.

¹⁰⁷ Voir à cet égard Lee, *et al.* (1996).

Tableau 5 - C : Classification sectorielle des deux échantillons

Ce tableau présente la classification sectorielle selon les autorités boursières de l'Euro.NM. Pour notre échantillon des entreprises cotées sur le NASDAQ se basent sur le code SIC (Standard Industrial Classification) qui est utilisé par les autorités de ce marché pour accepter ou refuser l'entrée d'une entreprise dans le calcul des indices. Cette classification nous permet d'utiliser des variables dichotomiques conformément à la méthodologie de Lee, *et al.* (1993).

Industrie	Nom de la variable	Fréquence des opérations	Pourcentage
Biotechnologie	VBSIC ₁	15	5,42
Industriel & industriel services	VBSIC ₂	23	8,30
IT services	VBSIC ₃	77	27,80
Medtech & Health Care	VBSIC ₄	13	4,69
Software	VBSIC ₅	61	22,02
Technologie	VBSIC ₆	65	23,47
Télécommunications	VBSIC ₇	23	8,30
Échantillon Euro.NM		277	100,00
Biotechnologie	VBSIC ₁	15	5,42
Industriel & industriel services	VBSIC ₂	23	8,30
IT services	VBSIC ₃	77	27,80
Medtech & Health Care	VBSIC ₄	13	4,69
Software	VBSIC ₅	61	22,02
Technologie	VBSIC ₆	65	23,47
Télécommunications	VBSIC ₇	23	8,30
Échantillon NASDAQ		277	100,00
Échantillon global		554	

Troisièmement, si nous utilisons cette mesure comme offre de la liquidité, nous devons introduire d'autres variables pour surmonter le problème précédent. Outre les variables utilisées dans l'équation précédente, nous utilisons la variable indépendante, $INVGP_i$, qui sert à neutraliser l'effet volume de l'offre et l'effet des capitaux levés lors de l'opération. Les autres variables indépendantes sont définies dans la section précédente. En conséquence, le modèle de régression de la liquidité s'écrit de la manière suivante :

$$TVOLUME_i = \alpha + \beta_1 RIA_i + \beta_2 RISQ_i + \beta_3 INVGP_i + \beta_4 CRET_i + \beta_5 FDIL_i + \beta_6 RPART_i + \sum_{j=1}^{7-1} \gamma_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i \quad (24)$$

Pour les investisseurs qui ne peuvent pas se procurer une part dans l'offre, acquérir des titres après l'opération sur le marché financier est la seule alternative pour satisfaire leur demande pour les actions. Selon Mauer et Senbet (1992) les nouvelles industries sont susceptibles d'avoir des activités de négociation qui surpassent celles des industries plus mûres, à chaque fois qu'il y a un nombre insuffisant d'investisseurs sur le marché.

§ 5 – Statistiques descriptives

Notre échantillon se compose de 277 sociétés qui ont procédé à l'introduction d'actions ordinaire sur l'Euro.NM entre 1997 et 1999. Notre échantillon comparable se compose de 277 sociétés introduites pendant la même période sur le NASDAQ. Ce

pairage est effectué par taille de société au moment de l'introduction, par année d'introduction et par secteur industriel (Nous renvoyons le lecteur au tableau 5-C pour la répartition sectorielle de nos échantillons). Le tableau 5-D présente les caractéristiques des offres pour les deux échantillons.

Tableau 5 - D : Statistiques descriptives de l'ensemble des introductions en bourse sur l'Euro.NM et leurs équivalentes sur le NASDAQ entre 1997 et 1999

Ce tableau présente les statistiques descriptives (Moyenne, médiane, écart-type, minimum, maximum et skewness) des introductions en bourse effectuées entre 1997 et 1999 sur les différents segments de l'Euro.NM (Amsterdam, Bruxelles, Francfort, Milan et Paris) et pour notre échantillon des opérations réalisées sur le NASDAQ.

Panel A. Caractéristiques des introductions sur l'Euro.NM (N=277)						
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skew
Volume de l'offre	1.774.705	1.050.000	2.249.935	133.334	21.000.000	4,18
Titres proposés par la société (% de l'offre)	78,63	80,90	21,67	0,00	100,00	-1,16
Titres proposés par les actionnaires existants (% de l'offre)	21,45	19,42	21,64	0,00	100,00	1,16
Volume de la rallonge (Green-Shoe)	231.778	147.000	293.407	0	2.225.000	2,87
Prix de souscription (en €)	25,73	21,00	35,66	0,76	559,87	12,37
Taille de l'opération (en millions d'€)	34,89	20,90	44,39	2,96	447,90	4,50
Capitalisation boursière à l'introduction (en millions d'€)	123,39	72,00	14.167	10,12	899,50	2,68
Panel B. Caractéristiques des introductions sur le NASDAQ (N=277)						
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skew
Volume de l'offre	3.202.306	2.880.000	1.924.788	700.000	14.678.000	1,93
Titres proposés par la société (% de l'offre)	94,91	100,00	12,27	26,32	100,00	-2,73
Titres proposés par les actionnaires existants (% de l'offre)	5,22	0,00	12,40	0,00	76,68	2,67
Volume de la rallonge (Green-Shoe)	406.179	375.000	299.487	0	1.406.250	0,72
Prix de souscription (en \$)	10,19	9,50	4,43	3,50	30,25	1,11
Taille de l'opération (en millions \$)	36,26	29,17	31,27	3,50	187,00	1,85
Capitalisation boursière à l'introduction (en millions \$)	157,79	99,60	176,72	9,17	1.053,3	7,54

Les résultats montrent que les sociétés du NASDAQ émettent en moyenne deux fois plus de titres que les sociétés de l'Euro.NM. De plus, afin d'assurer la liquidité de leurs titres, ces sociétés proposent à la souscription leurs titres à des prix deux fois moins chers. Quant à la taille des opérations pour nos deux échantillons, la taille moyenne d'une opération sur l'Euro.NM est de 35 millions d'euros et de 36 millions de dollars sur le NASDAQ. La troisième caractéristique qui distingue les deux marchés est la « rallonge » (*Green-Shoe*) que les sociétés mettent à la disposition de l'organisme introducteur teneur du marché afin de stabiliser les prix. Elle est beaucoup plus importante pour les sociétés du NASDAQ (une moyenne de 406 000 titres) que pour celles de l'Euro.NM (232 000 titres).

Enfin, le tableau 5-D montre que les actionnaires d'origine des sociétés de notre échantillon de l'Euro.NM participent à hauteur de 21.45% dans l'opération. Par contre, ceux de notre échantillon du NASDAQ ne participent que pour 5.22% dans l'opération.

A priori, les sociétés du NASDAQ favorisent l'introduction en bourse par augmentation de capital, contrairement aux sociétés de l'Euro.NM, dont les actionnaires ont tendance à privilégier la liquidité immédiate.

Le tableau 5-E présente les statistiques sur la décote initiale pour les 544 observations de notre échantillon étudiées sur les deux marchés. La moyenne des rendements ajustés (et bruts) observée sur notre échantillon de l'Euro.NM le premier jour est plus importante que celle observée sur le NASDAQ. Avec un rendement ajusté moyen de 130,84%, le segment italien de l'Euro.NM est le plus élevé. Par contre, le segment belge présente la moyenne du rendement la plus faible (4,10%) avec une tendance à devenir négative après trois semaines d'introduction. Toutefois, ces deux segments ne représentent que 6% de notre échantillon de l'Euro.NM.

Le segment allemand représente la moyenne (51,41%) la plus élevée après le segment italien, bien qu'il représente 60% de notre échantillon Euro.NM. La moyenne des rendements ajustés observée sur le segment de Paris n'est que de 25,83%. Elle est même plus faible que la moyenne observée sur les deux compartiments du NASDAQ qui est de 33,68% pour le NASDAQ NNM et de 19,58% pour le NASDAQ SCM. Les moyennes des rendements ajustés et bruts sont toutes positives pour nos deux échantillons. Pour notre échantillon constitué des introductions sur l'Euro.NM, cette moyenne est de 43,99% et significative au niveau de 0,01. Par contre, pour notre échantillon du NASDAQ, elle est de 30,57%, résultat supérieur à zéro au niveau significatif de 0,01. Ces résultats prouvent qu'il est plus intéressant pour les actionnaires d'introduire leur société sur le NASDAQ plutôt que sur l'Euro.NM. Nos résultats corroborent les résultats de Dewenter et Malatesta (1997).

Tableau 5 - E : Rendements anormaux observés entre 1997 et 1999 sur l'échantillon Euro.NM et l'échantillon NASDAQ

Ce tableau présente la moyenne et la médiane des rendements anormaux ajustés et non-ajustés des introductions en bourse pour l'ensemble de la période 1997-1999 sur les différents segments de l'Euro.NM (Amsterdam, Bruxelles, Francfort, Milan et Paris) et les opérations équivalentes réalisées sur le NASDAQ pour la même période. Les rendements sont mesurés sur différentes périodes : le 1^{er}, 7^{ème}, 21^{ème}, 30^{ème}, 60^{ème} et 90^{ème} jour des négociations. Les rendements non-ajustés sont calculés selon l'équation 12 et les rendements ajustés selon l'équation 13. α , β , γ indiquent respectivement les niveaux significatifs au seuil de 10%, 5% et 1% du test-statistique de Student bilatéral. Le test est effectué pour comparer la moyenne du rendement à une moyenne égale à zéro, il est estimé par le rapport : moyenne / erreur-type ; où, l'erreur-type représente l'écart-type divisé par la racine carrée du nombre d'observations.

Marché	Moyenne ; Médiane (<i>t</i> -statistique ; taille de l'échantillon)											
	Rendements non-ajustés (%)						Rendements ajustés (%)					
	1 ^{er} jour	7 ^{ème} jour	21 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	60 ^{ème} jour	90 ^{ème} jour	1 ^{er} jour	7 ^{ème} jour	21 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	60 ^{ème} jour	90 ^{ème} jour
Tout l'échantillon Euro.NM	43,98 ; 19,35 (9,49 ^z ; 277)	48,20 ; 20,40 (9,73 ^z ; 277)	56,04 ; 24,94 (10,85 ^z ; 277)	61,27 ; 25,52 (10,82 ^z ; 277)	93,71 ; 29,63 (8,84 ^z ; 277)	131,86 ; 43,08 (8,07 ^z ; 277)	43,99 ; 19,32 (9,50 ^z ; 277)	45,78 ; 18,02 (9,29 ^z ; 277)	49,67 ; 17,42 (9,95 ^z ; 277)	51,78 ; 20,66 (9,64 ^z ; 277)	72,42 ; 21,34 (7,70 ^z ; 277)	96,64 ; 27,40 (6,70 ^z ; 277)
Allemagne	51,30 ; 24,02 (8,48 ^z ; 167)	52,70 ; 28,93 (8,82 ^z ; 167)	60,06 ; 32,52 (9,95 ^z ; 167)	66,32 ; 39,09 (9,79 ^z ; 167)	101,52 ; 52,27 (8,34 ^z ; 167)	136,44 ; 64,21 (8,56 ^z ; 167)	51,41 ; 25,84 (8,48 ^z ; 167)	50,82 ; 27,03 (8,57 ^z ; 167)	54,97 ; 30,38 (9,33 ^z ; 167)	58,49 ; 35,13 (8,99 ^z ; 167)	80,44 ; 35,59 (7,57 ^z ; 167)	99,57 ; 42,60 (7,34 ^z ; 167)
Belgique	3,17 ; 1,16 (0,75 ; 10)	1,95 ; -2,06 (0,29 ; 10)	-2,78 ; -1,89 (-0,58 ; 10)	-6,91 ; -5,85 (-0,95 ; 10)	-3,90 ; -8,38 (-0,40 ; 10)	-8,92 ; -14,35 (-0,74 ; 10)	4,10 ; 4,94 (0,92 ; 10)	0,07 ; -1,55 (0,01 ; 10)	-6,15 ; -6,13 (-1,59 ; 10)	-9,12 ; -9,91 (-1,48 ; 10)	-8,56 ; -10,58 (-0,99 ; 10)	-16,19 ; -28,19 (-1,57 ; 10)
France	25,95 ; 10,13 (5,90 ^z ; 80)	29,86 ; 8,76 (4,71 ^z ; 80)	38,62 ; 12,07 (4,17 ^z ; 80)	42,15 ; 9,69 (4,38 ^z ; 80)	64,73 ; 10,74 (3,52 ^z ; 80)	98,87 ; 12,09 (3,40 ^z ; 80)	25,83 ; 9,47 (5,89 ^z ; 80)	26,87 ; 6,80 (4,30 ^z ; 80)	31,17 ; 9,37 (3,51 ^z ; 80)	30,91 ; 6,14 (3,45 ^z ; 80)	45,14 ; 5,86 (2,78 ^z ; 80)	68,98 ; 9,63 (2,78 ^z ; 80)
Italie	132,06 ; 21,62 (1,39 ; 7)	143,82 ; 94,35 (2,45 ^a ; 7)	218,93 ; 247,7 (4,27 ^z ; 7)	251,53 ; 245,9 (4,13 ^z ; 7)	422,76 ; 235,1 (2,43 ^a ; 7)	739,30 ; 264,9 (2,15 ^a ; 7)	130,84 ; 20,42 (1,39 ; 7)	134,51 ; 81,53 (2,25 ^a ; 7)	191,76 ; 217,8 (3,82 ^z ; 7)	158,81 ; 17,23 (3,58 ^z ; 7)	335 ; 422,76 (2,00 ^a ; 7)	593,27 ; 76,81 (1,75 ; 7)
Pays-Bas	44,76 ; 29,87 (4,15 ^z ; 13)	134,09 ; 45,29 (1,98 ^a ; 13)	69,08 ; 31,22 (2,44 ^z ; 13)	64,00 ; 27,08 (2,58 ^z ; 13)	69,57 ; 28,09 (2,42 ^z ; 13)	57,27 ; 44,14 (2,26 ^z ; 13)	44,32 ; 28,72 (4,13 ^z ; 13)	127,83 ; 37,14 (1,87 ; 13)	61,76 ; 25,83 (2,14 ^a ; 13)	53,22 ; 17,09 (2,08 ^a ; 13)	57,68 ; 22,55 (1,95 ^a ; 13)	48,66 ; 30,29 (1,78 ^a ; 13)
Tout l'échantillon NASDAQ	30,69 ; 10,00 (8,31 ^z ; 277)	28,65 ; 8,69 (8,10 ^z ; 277)	38,26 ; 11,11 (7,60 ^z ; 277)	33,92 ; 8,80 (6,64 ^z ; 277)	38,54 ; 7,60 (5,92 ^z ; 277)	51,53 ; 8,44 (6,00 ^z ; 277)	30,57 ; 9,86 (8,30 ^z ; 277)	27,97 ; 8,45 (8,02 ^z ; 277)	36,21 ; 11,85 (7,40 ^z ; 277)	30,36 ; 6,49 (6,17 ^z ; 277)	30,45 ; 2,18 (4,84 ^z ; 277)	38,36 ; -2,50 (4,60 ^z ; 277)
NASDAQ NNM	33,85 ; 10,71 (7,53 ^z ; 216)	32,28 ; 10,12 (7,49 ^z ; 216)	45,75 ; 12,50 (7,32 ^z ; 216)	41,22 ; 10,65 (6,49 ^z ; 216)	50,19 ; 17,98 (6,21 ^z ; 216)	66,65 ; 22,92 (6,32 ^g ; 216)	33,68 ; 10,29 (7,51 ^z ; 216)	31,51 ; 10,11 (7,41 ^g ; 216)	43,46 ; 15,04 (7,14 ^z ; 216)	37,31 ; 8,62 (6,08 ^z ; 216)	41,42 ; 10,69 (5,30 ^z ; 216)	52,76 ; 10,23 (4,15 ^z ; 216)
NASDAQ SCM	19,53 ; 9,33 (3,84 ^z ; 61)	15,81 ; 7,33 (3,36 ^z ; 61)	10,53 ; 4,08 (2,67 ^z ; 61)	8,05 ; 5,00 (1,92 ^a ; 61)	-2,71 ; -7,81 (-0,60 ; 61)	-2,00 ; -12,40 (-0,25 ; 61)	19,58 ; 9,36 (3,87 ^z ; 61)	15,40 ; 6,32 (3,35 ^z ; 61)	10,53 ; 4,08 (2,74 ^z ; 61)	5,75 ; -1,25 (1,52 ; 61)	-8,42 ; -9,55 (-1,90 ; 61)	-12,64 ; -19,86 (-1,60 ; 61)

Le tableau 5-F présente la structure d'actionnariat pour nos deux échantillons. En moyenne, les actionnaires d'origine des sociétés qui s'introduisent en bourse sur l'Euro.NM gardent le contrôle sur 64,77% du capital de leur société. Par contre, sur le NASDAQ cette catégorie d'actionnaires ne garde que 55,32% des titres. Cependant, ce résultat varie largement (de 0 à 91,08% pour l'Euro.NM et de 1,14 à 83,7% pour le NASDAQ). C'est probablement ce qui justifie la diversité des motivations pour l'introduction en bourse, notamment lorsque les actionnaires souhaitent une liquidité immédiate à la suite de l'opération ou une maximisation du montant des capitaux levés. En effet, dans la majorité des IPO, les capitaux risqués qui participent à l'introduction en bourse veulent souvent se dégager rapidement pour faire une plus-value et porter leur attention sur de nouveaux investissements.

Tableau 5 - F : Statistiques descriptives de la structure d'actionnariat des introductions en bourse sur l'Euro.Nm et sur le NASDAQ entre 1997 et 1999

Ce tableau présente les statistiques descriptives de la structure d'actionnariat pour notre échantillon des entreprises cotées sur les différents segments de l'Euro.NM (Panel A) et des entreprises cotées sur le NASDAQ (Panel B). Il s'agit de décrire le contrôle après l'opération d'introduction en bourse. Plus précisément l'importance des actionnaires d'origine, des insiders et des investisseurs institutionnels.

Panel A. Structure d'actionnariat sur l'Euro.NM (N=277)						
Mesures de la structure de propriété	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skewness
Distribution de la structure de propriété :						
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	33,87	30,00	18,75	0,00	84,77	0,50
Part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine	64,77	69,70	15,49	0,00	91,08	-1,53
Part détenue dans le capital par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	59,17	63,12	18,84	0,00	89,59	-0,86
Part détenue dans le capital par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	63,14	66,80	15,86	0,00	91,08	-1,36
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	51,71	57,00	22,20	0,00	92,00	-0,74
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	10,93	2,33	16,12	0,00	80,71	1,79
Indices statistiques :						
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	19,05	14,82	13,92	0,00	71,86	1,06
Indice de Herfindhal des Top5	18,60	14,39	14,24	0,00	71,86	1,02
Indice de Herfindhal des Top20	18,74	14,39	14,13	0,00	71,86	1,04
Panel B. Structure d'actionnariat sur le NASDAQ (N=277)						
Mesures de la structure de propriété	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skewness
Distribution de la structure de propriété :						
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	28,25	21,70	17,63	1,14	83,70	-1,03
Part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine	55,32	57,60	15,97	1,14	83,70	-0,62
Part détenue dans le capital par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	51,85	53,70	16,04	1,14	83,70	-0,36
Part détenue dans le capital par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	55,29	57,60	15,99	1,14	83,70	-0,62
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	44,82	45,40	19,43	1,14	83,70	-0,15
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	10,43	0,00	14,93	0,00	58,50	1,48
Indices statistiques :						
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	13,93	9,41	13,05	0,01	70,06	1,79
Indice de Herfindhal des Top5	13,80	9,33	13,12	0,01	70,06	1,79
Indice de Herfindhal des Top20	13,29	9,41	13,05	0,01	70,06	1,79

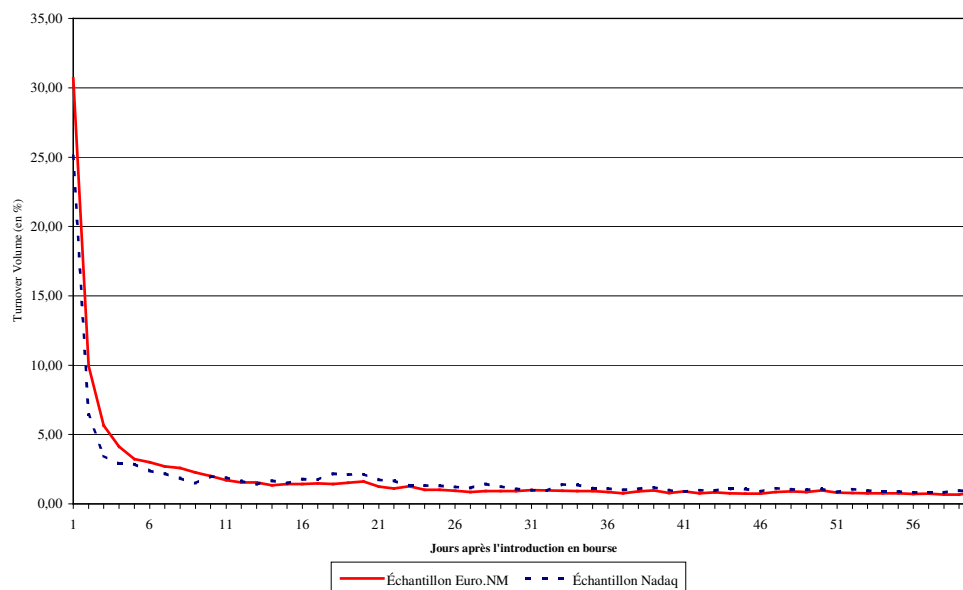
Autre cas, les fondateurs de l'entreprise peuvent souhaiter vendre une partie de leurs actions de façon à diversifier leur portefeuille de titres. Les insiders peuvent aussi souhaiter réaliser des plus-values si l'IPO a été particulièrement réussie. Cependant, les ventes réalisées par les insiders peuvent être un signe que le cours est surévalué ou encore qu'il y a des problèmes potentiels dans l'avenir de la société. C'est pour cette

raison que les autorités boursières imposent des restrictions aux ventes d'actions. Par exemple, la SEC aux Etats-Unis exige des insiders le respect d'un certain nombre de règles après la fin de la période de souscription, comme les Règles 144, 144(k) et les périodes de *silence* imposées par l'entreprise. La Règle 144 (*Rule 144*) permet, après la fin de la période de souscription, à une personne qui possède des actions soumises à restrictions depuis plus d'un an de les vendre sur le marché par période de 3 mois pour un volume de titres n'excédant pas une certaine quantité pour ne pas voir s'effondrer le marché par une arrivée massive de titres.

Le tableau précédant ne permet pas de décrire en détail parmi les actionnaires ceux qui ont opté pour une stratégie de sortie du capital de la société. Seule une étude sur l'évolution de la structure d'actionnariat pour une période minimale allant de trois ans avant jusqu'à six ans après l'IPO permet de décrire ces propos. Étant donné que l'accès à de telles informations est quasi impossible dans notre cas car elle exige la disponibilité d'une base de données commune et homogène pour tous les marchés, nous n'approfondirons pas notre analyse dans ce sens.

Figure 5 - A : Moyenne du Turnover Volume de toutes les opérations d'introduction

(Le volume des négociations / Le nombre total des titres cotés)



La figure 5-A montre que les introductions en bourse sur les deux marchés présentent un volume de rotation très important les cinq premiers jours. Après cette

période, le volume des négociations a tendance à se stabiliser. Cette observation est conforme à celle observée par Miller et Reilly (1987) sur leur échantillon composé de 1598 opérations d'introduction réalisées sur le NASDAQ entre 1977 et 1987.

Ce résultat justifie notre méthodologie pour estimer la liquidité post introduction sur une fenêtre allant du 5ème jour jusqu'au 60ème jour. Le tableau 5-G présente les statistiques descriptives de la liquidité pour nos deux échantillons. Les résultats montrent que la moyenne du turnover volume pour notre échantillon Euro.NM est plus faible que celle de notre échantillon NASDAQ. Pour ce dernier, le calcul du Bid-Ask spread est impossible à cause de l'absence de données pour les marchés américains dans la base de données *Datastream*.

Tableau 5 - G : Statistiques descriptives de la liquidité pour nos deux échantillons

Ce tableau présente les caractéristiques des mesures utilisées pour la liquidité de notre échantillon. La moyenne du « Trading Turnover » est déterminée par la moyenne du rapport entre le volume des négociations journaliers et le nombre total des titres cotés, sur une période allant du cinquième jusqu'au trentième jour après le début des négociations (voir l'équation 17). La moyenne des fourchettes des prix est calculée par la moyenne des rapports entre les Bid -Ask spreads et point du milieu des Bid-Ask spreads (voir l'équation 18).

Panel A. Liquidité des émissions sur l'Euro.NM (N=277)						
Mesures de la liquidité	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skewness
Moyenne du Trading Turnover (en %)	1,64	1,24	1,85	0,02	17,47	3,40
Moyenne du Bid-Ask spread (en %)	2,13	2,05	0,98	0,20	6,04	0,62
Panel B. Liquidité des émissions sur le NASDAQ (N=277)						
Mesures de la structure de propriété	Moyenne	Médiane	Écart-type	Min	Max	Skewness
Moyenne du Trading Turnover (en %)	1,87	1,10	2,88	0,01	24,70	5,66

Section III : Méthodologie de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse

Nous calculons les rendements anormaux à long terme, pour les introductions en bourse sur les horizons suivants 6, 12, 18, 24, 30 et 36 mois. Le choix de ces différentes périodes nous permettra d'examiner le comportement, à long terme de plusieurs catégories d'investisseurs.

De nombreuses études récentes ont analysé les rendements anormaux à long terme et cela en utilisant différentes méthodes. Plus récemment, Barber et Lyon (1997), Kothari et Warner (1997), Lyon, *et al.* (1999), Fama (1998), Loughran et Ritter (2000), Brav, *et al.* (2000) et Mitchell et Stafford (2000) ont tous montré que la méthode de mesure des rendements anormaux influence à la fois la taille et la robustesse du test statistique.

Étant donné que chacune des méthodes de mesure utilisées dans la littérature a jusqu'à présent montré ses limites, nous utiliserons dans cette recherche toutes les méthodes. Ainsi, nous pourrions examiner la robustesse de la performance de l'introduction en bourse en nous référant à une variété de modèles. Nous nous appuyerons sur les papiers de Barber et Lyon (1997), Kothari et Warner (1997), Fama (1998) et Lyon, *et al.* (1999), et nous utiliserons quatre mesures pour évaluer la performance à long terme des introductions en bourse.

Pour calculer la performance à long terme des titres après l'introduction en bourse, Loughran et Ritter (1995) excluent de leurs calculs les rendements observés le premier jour. Toutefois, nous pensons que le comportement anormal des offres d'introduction en bourse est lié au phénomène de la sous-évaluation. Afin de distinguer l'« erreur » d'évaluation faite par les investisseurs dès les premières heures du premier jour des négociations de celle commise par les agents introducteurs, nous suggérons de mesurer également la performance après bourse et cela en utilisant le prix de souscription contenu dans l'offre. D'une part, cette démarche nous permettra d'observer la performance des offres acquises souvent par les investisseurs institutionnels qui ont le privilège d'acheter au prix de souscription. D'autre part, elle nous permettra d'examiner aussi la performance de celles acquises par les investisseurs individuels au prix du marché.

§ 1 – Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)

Le rendement anormal à long terme, $AR_{i,t}$, ajusté de la performance normale du taux de rentabilité, pour la société i sur une période de t mois du calendrier après le premier mois de négociation, se calcule par la relation suivante :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,benchmark}) \quad (25)$$

où $E(R_{i,benchmark})$ représente la performance normale du taux de rentabilité sur la même période t .

Le rendement moyen ajusté d'un portefeuille constitué de n titres pour le mois événement t est calculé de la manière suivante :

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n_t} \sum_{i=1}^{n_t} AR_{i,t} \quad (26)$$

Le rendement anormal cumulé entre le mois événement q jusqu'au mois événement s , $CAR_{i,q}$ (qui suppose implicitement le rééquilibrage mensuel du portefeuille) est la somme des rendements moyens ajustés du *benchmark* :

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s \overline{AR}_t \quad (27)$$

Le test statistique effectué sur les rendements anormaux cumulés est obtenu à l'aide de la formule suivante :

$$t_{CAR_{i,t}} = \frac{CAR_{i,t}}{\sigma(CAR_{i,t})/\sqrt{n_t}} \quad (28)$$

où $\sigma(CAR_{i,t})$ représente l'écart type des rendements anormaux pour l'échantillon de n sociétés et n_t est le nombre d'offres d'introduction en bourse pendant le mois t .

Suivant Ritter (1991) et Barber et Lyon (1997), nous préférons l'utilisation des erreurs-types car elles neutralisent le biais des nouvelles émissions. Plus précisément, le test statistique pour le $CAR_{1,t}$ est :

$$t_{CAR_{1,t}} = \frac{CAR_{1,t} \times \sqrt{n_t}}{\sqrt{[t \times var + 2 \times (t-1) \times cov]}} \quad (29)$$

où var est la moyenne des variances de l'échantillon sur 36 mois de $AR_{i,t}$ et cov est l'auto-covariance de premier ordre des séries AR_t de l'équation 26.

§ 2 – *Buy-and-hold Abnormal Returns (BHAR)*

La deuxième méthode que nous utilisons pour mesurer la performance à long terme se base sur le calcul du rendement « achat-conservation » (*Buy-and-hold*) pour T

périodes.¹⁰⁸ Le rendement à long terme pour la société i de l'échantillon événement durant le nombre de mois T s'écrit :

$$R_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) \quad (30)$$

Cette mesure permet de calculer le rendement total procuré par une stratégie dite « achat-conservation » dans laquelle une action acquise au prix de clôture le premier jour des négociations et conservée jusqu'au mois T , après l'introduction en bourse. La moyenne de rentabilité achat-conservation (aucun rééquilibrage n'est supposé dans ce calcul) pour l'ensemble des sociétés de chacun de nos deux échantillons, durant les mois T après l'introduction en bourse, est simplement égale à la moyenne des rendements de chaque firme sur la même période :

$$R_T = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,T} \quad (31)$$

où n est le nombre d'entreprises dans l'échantillon. Le rendement anormal « achat-conservation » ajusté de la performance normale du taux de rentabilité $E(R_{benchmark,t})$ sur la même période est défini par :

$$BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + E(R_{benchmark,t})) - 1 \right] \quad (32)$$

La moyenne des rendements anormaux ajustée pour la période t est défini par :

$$BHAR_t = \sum_{i=1}^{nt} x_{i,t} BHAR_{i,t} \quad (33)$$

¹⁰⁸ Roll (1983), p. 377, souligne que la méthodologie « achat-conservation » est un estimateur non biaisé du rendement sur la période de conservation et le compare à un portefeuille plus réaliste. Barber et Lyon (1997) préfèrent eux aussi l'utilisation de cette méthodologie. Ils affirment que celle-ci est la meilleure méthode pour étudier le comportement de l'investisseur à long terme. Ces auteurs critiquent l'utilisation de la méthode des rendements anormaux cumulés sur le long terme. En effet, pour eux, cette dernière est efficace pour mesurer le rendement à court terme, mais elle est un estimateur biaisé dans le cadre des rendements anormaux à long terme.

La pré-pondération $x_{i,t}$ est égale à $1/n_t$ si les rendements anormaux sont équipondérés (*equal-weighted*) et égale à $MV_{it} / \sum_{i=1}^{n_t} MV_{it}$ s'ils sont pré-pondérés par leur capitalisation boursière (*value-weighted*) au mois événement. MV et n_t représentent respectivement la capitalisation boursière et le nombre des sociétés sur la période correspondante.

L'hypothèse nulle H_0 énonce que le $BHAR$ pour l'ensemble des entreprises pour chacun de nos deux échantillons sur les mois T est égal à zéro :

$$H_0 : BHAR_T = 0$$

Pour tester l'hypothèse nulle, nous préférons utiliser le test statistique t ajusté de la skewness préconisé par Neyman et Pearson (1928) et utilisé récemment par Lyon, *et al.* (1999). Le test est défini par :

$$t = \sqrt{n} \times (S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma}) \quad (34)$$

où $S = \frac{\text{Moyenne } (BHAR)_t}{\sigma(BHAR)_t}$; $t = 6, 12, 18, 24, 30$ et 36 mois ; $\hat{\gamma}$ est un estimateur du

coefficient de skewness :
$$\hat{\gamma} = \frac{\sum_{i=1}^n (BHAR_{it} - \overline{BHAR_t})^3}{n \sigma(BHAR_t)^3}$$

§ 3 – Les méthodes de « Calendar-Time Portfolio »

Loughran et Ritter (1995) et Brav et Gompers (1997) utilisent le modèle à trois facteurs de Fama-French pour analyser les rendements sur les « Calendar-Time Portfolios » des entreprises qui émettent des actions. Jaffe (1974) et Mandelker (1974) utilisent plusieurs de ces méthodes types. En plus de la méthode des CARs et des BHARs, nous considérons comme troisième alternative deux types de méthodes parmi les « Calendar-Time Portfolio » : le premier basé sur l'utilisation de modèles à trois facteurs¹⁰⁹ développé par Fama et French (1993) et le second basé sur la moyenne mensuelle des « Calendar-Time Abnormal Returns ».

¹⁰⁹ Ce modèle n'est rien d'autre que le fameux « MEDAF » (*Modèle d'évaluation des actifs financiers*), auquel ils ont ajouté un facteur pour neutraliser l'effet taille et un deuxième pour neutraliser la confiance des investisseurs dans les comptes publiés par les entreprises.

Fama (1998) et Lyon, *et al.* (1999) affirment que les méthodes des « Calendar-Time Portfolio » offrent deux avantages. Le premier est qu'elles éliminent le problème de dépendance de la coupe en transversale « cross-sectional » entre les entreprises de l'échantillon, car les rendements des sociétés qui constituent l'échantillon sont agrégés dans un seul portefeuille. Le second est qu'elles rendent les tests statistiques plus robustes sur des échantillons. Nous exposerons dans les deux sections suivantes la démarche méthodologique que nous avons suivie pour mettre en application les deux méthodes.

A. *Le modèle à trois facteurs de Fama-French 1992-1993*

Supposons que la période d'intérêt événementiel soit de trois ans. Pour chaque mois du calendrier, nous calculons le rendement sur un portefeuille constitué des entreprises qui ont réalisé une introduction en bourse durant les trois dernières années du calendrier. Le rendement « Calendar-Time » sur ce portefeuille est utilisé pour estimer la régression suivante :

$$R_{pt} - R_{ft} = a_i + \beta_i [R_{mt} - R_{ft}] + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{it} \quad (35)$$

où R_{pt} représente le portefeuille des introductions en bourse et comprend toutes les émissions effectuées (*IPOs*) entre 1997 et 1999 ; $(R_{mt} - R_{ft})$ représente l'excédent du rendement de marché par rapport à celui de l'actif sans risque. Le premier terme R_{mt} représente la rentabilité moyenne des titres constituant l'indice Euro.NM pondéré par la capitalisation boursière de chaque titre. Nous utilisons également une moyenne de rendement équi-pondérée. Le deuxième terme R_{ft} représente le rendement de l'actif sans risque, le taux EUROR à trois mois.¹¹⁰ SMB_t (*Small Minus Big*) est la différence de chaque mois t entre la moyenne des rentabilités sur les trois petits portefeuilles et la moyenne des rentabilités sur les trois grands portefeuilles,¹¹¹

$$SMB_t = 1/3(\text{Small Value} + \text{Small Neutral} + \text{Big Value}) \\ - 1/3(\text{Big Value} + \text{Big Neutral} + \text{Big Growth}).$$

¹¹⁰ Pour l'échantillon NASDAQ, nous utilisons le rendement sur le NASDAQ composite (R_{mt}) et le taux des *Treasury bills* à trois mois (R_{ft}).

¹¹¹ Pour une description plus détaillée de la construction de ces portefeuilles, voir l'annexe 3.

HML_t (*High Minus Low*) est la différence de chaque mois t entre la moyenne des rentabilités du portefeuille avec un ratio $MTBV$ élevé et la moyenne de rentabilité du portefeuille avec un ratio $MTBV$ faible,

$$HML_t = 1/2(\text{Small Value} + \text{Big Value}) \\ - 1/2(\text{Small Growth} + \text{Big Growth}).$$

α_i , β_i , s_i et h_i représentent les paramètres à estimer de la régression. L'estimation de la constante (α) de la régression permet de tester l'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne mensuelle de l'excès de rendement sur le « Calendar-Time Portfolio » est égale à zéro. Les constantes dans ces régressions ont une interprétation similaire à l'alpha de Jensen dans le cadre des travaux sur le MEDAF. Étant donné que le nombre de titres qui constituent le « Calendar-Time Portfolio » varie d'un mois à l'autre, la distribution du terme d'erreur (e_t) peut être hétéroscédastique. Pour surmonter ce problème, conformément à la proposition de Boehme et Sorescu (2002), nous utilisons une estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires pondérés (WLS). Le facteur de pondération est basé sur la racine carrée du nombre des titres constituant le portefeuille de chaque mois du calendrier.

B. La moyenne mensuelle des « Calendar-Time Abnormal Returns » (CTAR)

Supposons que la période d'intérêt événementiel soit de trois ans. Pour chaque mois du calendrier, nous calculons le rendement anormal (AR_{it}) pour chaque titre i en utilisant les rendements des portefeuilles de référence (R_{pt}) sur la même période :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{pt} \quad (36)$$

Pour chaque mois du calendrier t , nous calculons la moyenne des rendements (MAR_T) des sociétés dans le portefeuille sur les 6, 12, 18, 24, 30 et 36 derniers mois, c'est-à-dire, nous devons recomposer le portefeuille chaque mois :

$$MAR_T = \sum_{i=1}^{n_t} x_{i,t} AR_{i,t} \quad (37)$$

où n_t est le nombre de sociétés dans le portefeuille durant le mois t , x_{it} est la pré-pondération des rendements anormaux des titres, égale à $1/n_t$ s'ils sont équi-pondérés et

égale à $MV_{it} / \sum_{i=1}^{nt} MV_{it}$ s'ils sont pré-pondérés par leur capitalisation boursière. Le nombre de « Calendar-Time portfolio » varie d'un mois à un autre. Si, durant un mois particulier, le portefeuille ne contient aucune firme, nous laissons tomber ce mois. Le MAR mensuel est normalisé en utilisant comme estimateur l'écart-type du portefeuille. Mitchell et Stafford (2000) évoquent deux raisons pour une telle démarche. D'abord, elle permet de contrôler le problème d'hétéroscédasticité. Ensuite, elle permet d'accorder plus d'importance aux périodes caractérisées par de lourdes activités événementielles par rapport aux périodes de faibles activités.¹¹² Ensuite, nous calculons une moyenne globale des moyennes mensuelles des rendements ($MMAR$) en utilisant les MAR_T standardisés :

$$MMAR = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T MAR_{(Standardisé)t} \quad (38)$$

où T est le nombre total de mois dans le calendrier.

Afin de tester l'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne des rendements mensuels est égale à zéro, un test statistique t est calculé en utilisant l'écart type des séries temporelles des rendements anormaux mensuels normalisés :

$$t(MMAR) = \frac{MMAR}{\sigma[MAR(normalisé)_T] / \sqrt{T}} \quad (39)$$

§ 4 – Procédure de sélection des portefeuilles de référence

L'étude des caractéristiques financières et l'évolution des performances des entreprises qui s'introduisent en bourse se feront systématiquement en comparaison d'un échantillon de portefeuille de référence. Nous constituerons trois ensembles de portefeuilles de référence, d'une manière identique à celle de Barber et Lyon (1997).

Le premier ensemble de portefeuille de référence comprend cinq portefeuilles reconstitués au mois de juillet de chaque année. Le mois de juin de chaque année t , nous classons toutes les sociétés cotées sur l'Euro.NM (le NASDAQ) selon leur taille, mesurée par la capitalisation boursière. Ensuite les sociétés de l'Euro.NM (du

¹¹² Toutes choses étant égales d'ailleurs, la variance du portefeuille augmente en fonction de la taille de celui-ci.

NASDAQ) sont classées dans leur quintile de taille appropriée en se basant sur la valeur marchande du titre pour le mois de juin.

Nous calculons la rentabilité mensuelle pour chacun des portefeuilles par la moyenne arithmétique des rendements de tous les titres appartenant au même quintile de taille. Puisque nous classons les sociétés au mois de juin, chaque année, les sociétés sont autorisées à changer une fois par an de quintile de taille. Pour plus de détails sur les résultats intermédiaires de ces portefeuilles, voir l'annexe 4. Le calcul du « rendement du portefeuille de référence par taille » (*size-benchmark return*) est équivalent à une stratégie d'investissement dans un portefeuille d'un quintile donné équi-pondéré par la taille avec un re-équilibrage mensuel.

Le deuxième ensemble de portefeuilles de référence est composé de cinq portefeuilles reconstitués selon le niveau du ratio *MTBV* au mois de juillet de chaque année. Le mois de décembre de l'année $t - 1$, nous classons toutes les sociétés de l'Euro.NM (*du NASDAQ*) en différentes populations en nous basant cette fois-ci sur les niveaux des ratios *MTBV*. Ensuite, nous constituons des quintiles basés sur le niveau des ratios *MTBV* pour toutes les sociétés de l'Euro.NM (*du NASDAQ*). Pour plus de détails sur les résultats intermédiaires de ces portefeuilles, voir l'annexe 4. Enfin, les sociétés de l'Euro.NM (*du NASDAQ*) sont placées dans leur quintile *MTBV* approprié en se basant sur la valeur du *MTBV* de l'année $t - 1$. Les rendements sur les cinq portefeuilles *MTBV* sont calculés de manière similaire à celle des cinq portefeuilles « Taille ».

Notre troisième ensemble de portefeuilles de référence se compose de 25 portefeuilles « *Taille/MTBV* » qui sont reconstitués au mois de juillet de chaque année. Ces portefeuilles sont constitués en deux étapes. Dans la première étape, le mois de juin de l'année t , nous classons toutes les sociétés de l'Euro.NM dans notre population sur la base de la capitalisation boursière du titre. Ensuite, nous constituons des quintiles en nous basant sur ces classements de toutes les sociétés Euro.NM. Dans la deuxième étape, au sein de chaque quintile « Taille », les sociétés sont classées dans des quintiles selon les valeurs des ratios *MTBV* durant l'année $t - 1$. Les sociétés de l'Euro.NM sont placées dans leur portefeuille « *Taille/MTBV* » approprié en se basant sur leur taille au cours du mois de juin de l'année t et sur la valeur de leur ratio *MTBV* durant l'année $t - 1$. Les rendements sur les 25 portefeuilles sont calculés d'une manière similaire à celle des cinq portefeuilles « *Taille* » et à celle des portefeuilles *MTBV*.

Enfin, en plus des trois ensembles de portefeuilles de référence, nous considérons l'indice de marché « Euro.NM ALL-SHARES » (« NASDAQ Composit » pour l'échantillon du NASDAQ) qui est équi-pondéré. Nous recalculons également la valeur de l'indice en prépondérant par la capitalisation boursière de chaque titre constituant l'indice.

Les introductions sont affectées à chaque portefeuille et leur rendement est comparé à celui du portefeuille dans le but de trouver le rendement anormal. La distribution des entreprises dans les portefeuilles « Taille » et « MTBV » le mois qui suit l'introduction en bourse est présenté dans le tableau 5-H.

Tableau 5 - H : Classification des sociétés dans des portefeuilles selon leurs tailles et leurs ratios Market-to-Book Value

Le tableau montre la distribution des sociétés selon des portefeuilles de taille et de ratio *market-to-book value* un mois après l'offre d'introduction en bourse. La valeur du ratio MTBV provient de *Datastream* si elle est disponible. Sinon, nous la calculons sur la base de la valeur comptable des fonds propres du mois de décembre de l'année $t - 1$. Les portefeuilles sont constitués en classant toutes les sociétés cotées sur les deux places financières entre 1997 et 2001 selon la valeur marchande des fonds propres au mois de juin de chaque année. Nous constituons des quintiles par taille. Dans chaque quintile les sociétés sont classées selon la valeur du ratio market-to-book. Les offres sont attribuées à leur portefeuille correspondant, ensuite nous comparons leur rendement à celui du portefeuille pour obtenir le portefeuille de référence. L'information sur la valeur comptable des fonds propres pour les sociétés pour lesquelles le ratio MTBV n'est pas fourni par *Datastream* est obtenue par le prospectus d'introduction et/ou du rapport annuel.

Panel A : Distribution de l'échantillon Euro.NM						
Quintiles « Taille »	Quintiles Market-to-Book Value					Total
	Faible	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Élevé	
Petit	10	5	5	0	0	20
2	2	13	12	4	3	34
3	3	8	22	21	8	62
4	2	4	27	22	29	84
Grand	3	3	12	27	32	77
Total	20	33	78	74	72	277

Panel B : Distribution de l'échantillon NASDAQ						
Quintiles « Taille »	Quintiles Market-to-Book Value					Total
	Faible	Quintile 2	Quintile 3	Quintile 4	Élevé	
Petit	4	7	11	18	23	63
2	3	5	7	25	6	46
3	1	6	4	27	23	61
4	3	2	6	12	39	62
Grand	1	1	2	4	37	45
Total	12	21	30	86	128	277

Ce tableau montre que 77,26 % (214 entreprises) des introductions sur le NASDAQ (Panel B) ont un ratio de « MTBV » élevé. Par contre, seulement 52,7 % (146 entreprises) des introductions en bourse sur l'Euro.NM (Panel A) sont des entreprises à ratio « MTBV » élevé. En outre, il n'y a aucune société de petite taille qui s'introduit sur l'Euro.NM et qui présente un ratio « MTBV » élevé.

TROISIÈME PARTIE

LES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE

Après avoir exposé notre approche et après avoir analysé notre méthodologie, il nous reste maintenant à juger cette dernière à ses fruits. Tel est notre propos dans cette dernière partie de la thèse qui décrit les résultats de la performance à court, moyen et long terme que nous avons menée sur les introductions en bourse effectuées sur l'Euro.NM et le NASDAQ.

Notre approche s'intéresse particulièrement à la relation entre la structure de propriété et la performance. Nous étudions diverses dimensions qui entourent le processus d'introduction en bourse et ses conséquences, soit la sous-évaluation initiale, la liquidité ex-post, les changements dans la structure de propriété postérieure et la performance à moyen et long terme. Scindée en deux chapitres, cette partie présente les résultats de la vérification empirique des hypothèses formulées dans la deuxième partie de cette thèse.

Le chapitre 6 étudie la performance à court terme. Il s'agit de vérifier la nature de la relation entre le niveau de la sous-évaluation d'une offre d'introduction en bourse, la structure de propriété après le processus d'allocation du capital et le niveau de liquidité ex-post. Nous cherchons à montrer l'existence d'une relation positive entre le niveau de la sous-évaluation et la part du capital détenue par les actionnaires d'origine après l'opération. En effet, la théorie du signal prévoit que si l'émission est sous-évaluée, il est très probable que les actionnaires d'origine préfèrent garder une fraction

importante du capital afin de maintenir le contrôle sur la société. Nous cherchons également dans ce chapitre à examiner l'impact de la structure de propriété et de la sous-évaluation sur la liquidité des titres.

Le chapitre 7 présente l'étude de la performance à moyen et long terme. Il a pour objectif de d'effectuer une étude comparative sur la performance à long terme entre les introductions en bourse réalisées sur le marché européen des valeurs technologiques par rapport à celles effectuées sur le marché comparable américain. Cette étude est intéressante car elle nous permet d'étudier les introductions en bourse effectuées par des entreprises de petite taille ainsi que celles des entreprises américaines, de tailles plus ou moins équivalentes. En plus, l'étude des introductions en bourse sur les deux marchés est très intéressante, puisque ces derniers diffèrent par le système de *corporate governance* (*outsider system* versus *insider system*). Il est également intéressant d'étudier la performance à long terme. Comme le souligne Ritter (1991), si le problème de pricing persiste sur le long terme, ceci soulève des questions sur l'efficience des marchés financiers. Récemment, de nombreuses études telles que Brav et Gompers (2000), Brav et Gompers (1997) et Barber et Lyon (1997) ont examiné les différentes approches des rendements anormaux à long terme. Les auteurs affirment que chacune des ces approches présentent des limites. En plus de leurs critiques pour certains nombre d'études précédentes, les auteurs affirment que le choix de la méthodologie de mesure détermine à la fois la taille et la puissance du test statistique.

Chapitre 6

ANALYSE DE LA PERFORMANCE À COURT TERME

Nous scindons chacun de nos deux échantillons (*Euro.NM* et *NASDAQ*) des opérations d'introduction en bourse en deux groupes. Le premier groupe est constitué des émissions sous-évaluées et le second est constitué des émissions surévaluées. Pour les deux groupes, nous avons comparé les caractéristiques des transactions, d'une part, et la différence au niveau de la structure d'actionnariat, d'autre part. Les résultats figurent dans le tableau 6 - A.

Tableau 6 - A : Différence entre les opérations avec décote positive et celles avec décote négative

Ce tableau présente les statistiques descriptives de la structure d'actionnariat et le niveau de la liquidité pour notre échantillon des entreprises cotées sur les différents segments de l'Euro.NM (Panel A) et des entreprises cotées sur le NASDAQ (Panel B). Il s'agit de montrer la structure d'actionnariat après l'opération d'introduction en bourse et l'importance des actionnaires d'origine, des insiders et des investisseurs institutionnels. Le test *t* désigne un test de *Student* qui compare la moyenne de l'échantillon ayant une décote positive à celle de l'échantillon ayant une décote négative. Sont significatifs au seuil de 1%, 5% et 10% les tests α , β et γ respectivement.

respectivement.

Panel A. Échantillon des introductions sur l'Euro.NM (N=277)					
Variables	Décote positive (N ₁ = 216)		Décote négative (N ₂ = 61)		Test <i>t</i> (P-value)
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	
Structure d'actionnariat :					
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	34,57	18,40	31,37	19,89	1,18 (0,120)
Part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine	65,37	15,18	62,67	16,51	1,20 (0,115)
Part dans le capital détenue par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	60,49	16,49	54,51	17,38	2,47 (0,007 ^a)
Part dans le capital détenue par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	64,01	15,69	60,04	16,22	1,73 (0,042 ^b)
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	52,90	21,68	47,52	23,69	1,68 (0,047 ^b)
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	11,21	16,21	9,92	15,88	0,55 (0,292)
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	19,46	13,55	17,60	15,18	0,92 (0,179)
Indice de Herfindhal des Top5	19,10	13,85	16,81	15,55	1,11 (0,135)
Indice de Herfindhal des Top20	19,22	13,74	17,01	15,40	1,08 (0,141)
Niveau de liquidité :					
Moyenne du Bid-Ask spread (%)*	2,13	0,87	2,71	0,95	-4,54 (0,000 ^a)
Moyenne du Turnover Volume (%)**	1,29	1,12	0,78	0,88	3,29 (0,006 ^a)

^{*} La moyenne sur la période qui s'étale entre le 5^{ème} et le 60^{ème} jour

^{**} La moyenne sur la période qui s'étale entre le 1^{er} et le 60^{ème} jour

Panel B. Échantillon des introductions sur le NASDAQ (N=277)					
Variables	Décote positive (N ₁ = 214)		Décote négative (N ₂ = 63)		Test <i>t</i> (P-value)
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	
Structure d'actionnariat :					
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	28,56	18,26	27,19	15,37	0,54 (0,294)
Part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine	56,08	16,09	52,75	15,42	1,46 (0,073 ^y)
Part dans le capital détenue par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	52,49	16,06	49,67	15,90	1,23 (0,111)
Part dans le capital détenue par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	56,04	16,11	52,75	15,42	1,44 (0,075 ^y)
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	45,48	19,75	42,58	18,30	1,04 (0,150)
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	10,57	15,04	10,17	14,67	0,19 (42,54)
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	14,43	12,75	12,21	10,25	1,19 (0,118)
Indice de Herfindhal des Top5	14,31	13,82	12,10	10,33	1,18 (0,120)
Indice de Herfindhal des Top20	14,43	13,75	12,21	10,25	1,19 (0,118)
Niveau de liquidité :					
Moyenne du Bid-Ask spread* (%)	1,39	1,85	1,14	1,32	1,03 (0,153)
Moyenne du Turnover Volume** (%)	1,97	2,18	1,56	1,56	1,40 (0,086 ^a)

* La moyenne sur la période qui s'étale entre le 5^{ème} et le 60^{ème} jour

** La moyenne sur la période qui s'étale entre le 1^{er} et le 60^{ème} jour

Une société dont l'offre est sous-évaluée se caractérise, en moyenne, par une concentration d'actionnariat plus forte que celle dont l'offre est surévaluée. Ce groupe de sociétés se caractérise surtout par une concentration plus élevée pour les actionnaires d'origine. La liquidité est plus élevée pour les sociétés sous-évaluées puisque leur moyenne de fourchette des prix est plus faible que celle des sociétés surévaluées et le turnover des transactions est plus élevé. La plupart de nos résultats sont statistiquement significatifs à l'exception des indices statistiques de *Herfindhal*.

Section I : Analyse de la sous-évaluation et du « Money left on the table »

Pour chaque opération d'introduction, nous calculons deux mesures pour la sous-évaluation. La sous-évaluation, notée RI_i , présente le rendement initial non ajusté, calculé selon l'équation 1 et la sous-évaluation ajustée, notée RIA_i , présente le rendement initial ajusté du mouvement de marché. Pour ajuster ces rendements, nous employons pour les opérations de l'EURO.NM, l'indice « EURO.NM All-Shares » qui est une composition de toutes les valeurs cotées sur ce marché. Pour l'échantillon des opérations réalisées sur le NASDAQ, nous recourons à l'indice « NASDAQ Composit » qui est une composition de toutes les valeurs cotées sur ce marché. Ensuite, nous avons

effectuons une série de démonstrations conformément à la méthodologie de Barry (1989) exposé dans le chapitre 5.

Le tableau 6-B présente une synthèse des résultats pour la moyenne de la sous-évaluation ainsi que l'allocation des coûts pour nos deux échantillons. Le test statistique de *student* pour la sous-évaluation, repris dans le tableau 5-E, montre que nos résultats sont significativement différents de zéro pour les deux échantillons. De plus, le tableau montre que la sous-évaluation est plus importante sur le marché Euro.NM que sur le NASDAQ. Si nous comparons nos résultats aux études précédentes (voir tableau 4-C), nous constatons que le niveau de la sous-évaluation observé durant la période d'étude sur les deux marchés est relativement élevé. Selon Ritter (2001), ceci est dû à l'euphorie des valeurs technologiques sur les marchés américains. La figure 6-A, retrace la tendance générale sur les deux marchés, et confirme la présence de ce phénomène également sur le marché Euro.NM.

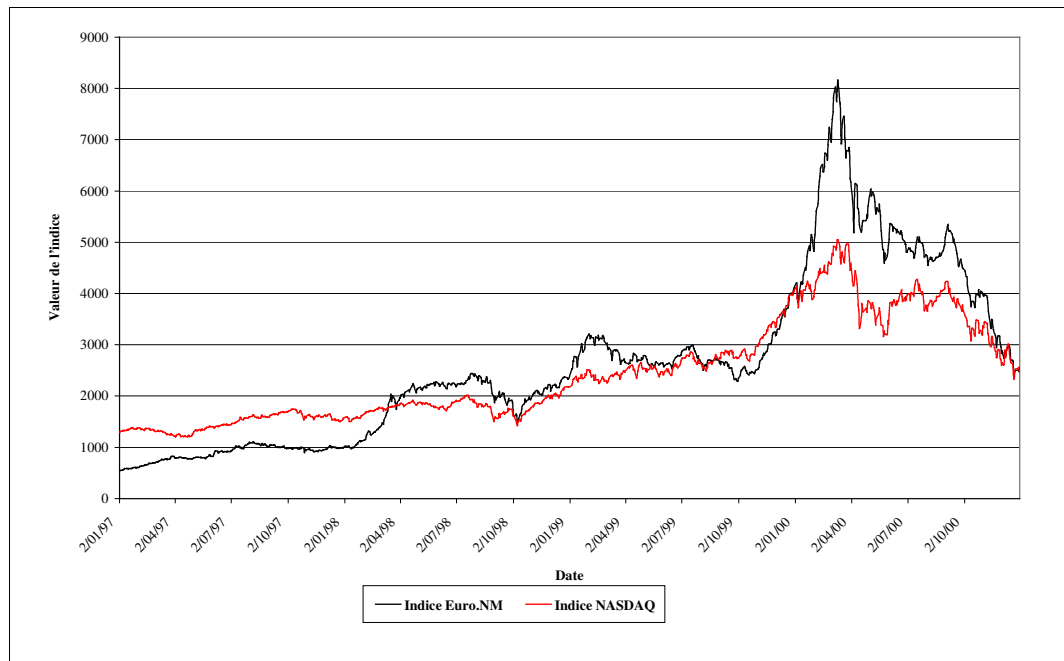
Tableau 6 - B : Allocation des coûts de la décote initiale entre les *insiders* et les actionnaires d'origine

Ce tableau représente le montant et l'allocation de la sous-évaluation entre les *insiders* et les autres actionnaires d'origine pour notre échantillon de l'Euro.NM (277 sociétés) et du NASDAQ (277 sociétés), entre 1997 et 1999. Le tableau représente la décote initiale ou le rendement initial non ajusté calculé selon l'équation 1 ; Il représente la moyenne des coûts supportés par les différentes catégories d'actionnaires.

Panel A. Le coût de la décote pour l'échantillon de l'Euro.NM (N=277)						
Variables :	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness
Décote : RI_i	43,98	19,35	77,11	-24,85	692,00	3,93
Décote en % des anciennes actions : $DEC_{i,p}$	18,04	6,39	32,86	-12,41	263,15	3,39
Coût par action retenue (en %) : $DEC_{i,r}$	13,54	4,48	23,95	-10,10	175,44	2,98
Coût par action vendue (en %) : $DEC_{i,v}$	57,52	25,58	99,16	-34,95	867,44	3,67
Perte par ancienne action : $WI_{i,Nio}$	3,45	1,02	7,68	-4,78	76,50	2,98
Coût supporté par les <i>insiders</i> (en M€) : $C_{Insiders}$	10,2	1,8	28,5	-10,9	297,1	6,95
Coût supporté par les institutionnels (en M€) : $C_{Institutionnels}$	4,1	0,3	13,4	-3,1	150,3	6,96
Coût supporté par les <i>insiders</i> en % de la valeur de leur participation avant l'IPO : $c_{Insiders}$	16,42	5,88	29,59	-10,90	238,99	3,33
Coût supporté par les institutionnels en % de la valeur de leur participation avant l'IPO : $c_{Institutionnels}$	30,29	6,12	62,58	-27,86	504,38	3,96
Argent mis sur la table (en M€) : CT_i	14,4	3,5	38,8	-38,46	467,1	7,36
Ratio de participation pour les <i>insiders</i> dans l'opération (en %) : $RP_{Insiders}$	5,92	4,76	6,59	0,00	50,00	1,97
Facteur de dilution (en %) : $FD_{Insiders}$	32,26	28,08	20,98	0,00	195,24	2,99
Panel B. Le coût de la décote pour l'échantillon du NASDAQ (N=277)						
Variables :	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness
Décote : RI_i	30,69	10,00	61,49	-56,25	473,53	3,23
Décote en % des anciennes actions : $DEC_{i,p}$	10,63	3,68	25,67	-52,95	212,57	4,05
Coût par action retenue (en %) : $DEC_{i,r}$	10,17	3,49	25,44	-52,95	212,57	4,19
Coût par action vendue (en %) : $DEC_{i,v}$	40,87	14,65	81,76	-109,20	618,22	3,02
Perte par ancienne action : $WI_{i,Nio}$	1,15	0,26	2,91	-8,47	24,60	3,68
Coût supporté par les <i>insiders</i> (en M\$) : $C_{Insiders}$	10,6	0,7	31,7	-30,2	247,6	4,72
Coût supporté par les institutionnels (en M\$) : $C_{Institutionnels}$	2,9	0,0	10,1	-18,6	93,9	5,41
Coût supporté par les <i>insiders</i> en % de la valeur de leur participation avant l'IPO : $c_{Insiders}$	10,49	3,65	25,56	-52,95	212,57	4,11
Coût supporté par les institutionnels en % de la valeur de leur participation avant l'IPO : $c_{Institutionnels}$	11,24	4,89	25,14	-52,95	203,38	3,45
Argent mis sur la table (en M\$) : CT_i	16,7	1,7	42,9	-34,2	295,0	3,71
Ratio de participation pour les <i>insiders</i> dans l'opération (en %) : $RP_{Insiders}$	1,55	0,00	3,98	0,00	29,79	3,38
Facteur de dilution (en %) : $FD_{Insiders}$	41,64	34,08	30,84	5,62	302,38	3,29

Les résultats montrent que les initiés des sociétés européennes participent activement dans l'offre d'introduction en proposant leurs propres actions. Le ratio de participation pour ces derniers est de 5,92% alors que, pour les sociétés américaines, il est de 1,55%.

Figure 6 - A : Valeur de l'indice Euro.NM et NASDAQ



La moyenne du « *money left on the table* » est la même pour les initiés de nos deux échantillons, qui est de 10 millions d'euros. Par contre, elle est le double pour les institutionnels européens si nous la comparons à celle des sociétés cotées sur le NASDAQ. Ce résultat s'explique par le fait que les sociétés européennes de capital risque, qui sont actionnaires dans les sociétés étudiées, privilégient la liquidité immédiate après l'introduction et préfèrent sortir le plus tôt possible sans tenir compte de la destruction de valeur pour elles.

Section II : Performance à court terme

Afin d'étudier la relation entre la sous-évaluation et les variables explicatives que nous avons déterminées dans le cadre théorique de notre recherche, nous proposons tout d'abord d'étudier les rendements journaliers durant les 7 premiers jours qui suivent la date d'introduction.

**Tableau 6 - C : Rendements journaliers des sept premiers jours après
l'introduction pour l'échantillon Euro.NM et NASDAQ**

Ce tableau présente les rendements moyens journaliers observés quotidiennement pour l'échantillon Euro.NM et l'échantillon NASDAQ durant les sept premiers jours après l'introduction. Les rendements journaliers sont calculés selon l'équation 2 pour les sept premiers jours des négociations. Le « wealth relative return » est établi par la méthode de Aggarwal, *et al.* (1993). Les données du panel A.2 et B.2 indiquent la valeur moyenne pour les émissions qui sont sous-évaluées (c-à-d; celles qui présentent des rendements positifs, le premier jour des négociations), tandis que les données des panel A.3 et B.3 indiquent la même information pour les émissions sur-évaluées. Le test *t* est un test de différence par rapport à zéro, il est à comparer à une loi de student à *N*-1 degrés de liberté. γ indique le niveau significatif au seuil de 1% du test-statistique bilatéral.

Panel A. La moyenne des rendements journaliers (en %) pour l'échantillon Euro.NM									
Panel A.1. La moyenne des rendements journaliers : Tout l'échantillon Euro.NM									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	277	43,99	19,32	77,07	-23,31	688,84	3,92	9,50 γ	1,44
2 ^{ème} jour	277	-0,46	-1,65	9,49	-46,40	50,66	1,16	-0,81	1,00
3 ^{ème} jour	277	0,02	-0,87	7,30	-22,15	38,72	1,57	0,05	1,00
4 ^{ème} jour	277	-0,11	-0,95	6,49	-14,37	34,39	1,94	-0,29	1,00
5 ^{ème} jour	277	0,01	-0,50	6,57	-17,12	31,31	1,78	0,02	1,00
6 ^{ème} jour	277	0,56	-0,44	7,06	-15,75	50,39	2,36	1,32	1,01
7 ^{ème} jour	277	0,49	-0,74	6,51	-15,95	35,59	20,30	1,25	1,00
Panel A.2 La moyenne des rendements journaliers : Les titres avec une décote positive									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	216	57,74	28,94	82,19	0,10	688,84	3,71	10,33 γ	1,58
2 ^{ème} jour	216	-0,70	-1,89	9,69	-46,40	50,66	0,71	-1,06	0,99
3 ^{ème} jour	216	0,41	-0,70	7,92	-22,15	38,72	1,48	0,76	1,00
4 ^{ème} jour	216	0,09	-0,94	7,08	-14,37	34,39	1,86	0,20	1,00
5 ^{ème} jour	216	0,24	-0,41	7,26	-17,12	31,31	1,61	0,48	1,00
6 ^{ème} jour	216	0,99	-0,23	7,53	-15,75	50,39	2,26	1,93	1,01
7 ^{ème} jour	216	0,47	-0,75	6,69	-15,95	35,59	1,99	1,02	1,00
Panel A.3 La moyenne des rendements journaliers : Les titres avec une décote négative									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	61	-4,72	-3,16	4,85	-23,31	-0,03	-1,88	-7,60	0,95
2 ^{ème} jour	61	0,37	-0,97	8,74	-11,47	46,63	3,52	0,33	1,00
3 ^{ème} jour	61	-1,35	-1,59	4,26	-11,90	11,69	0,10	-2,47	0,99
4 ^{ème} jour	61	-0,84	-0,97	3,66	-9,32	8,45	0,04	-1,80	0,99
5 ^{ème} jour	61	-0,82	-0,78	3,00	-7,91	9,06	0,47	-2,13	0,99
6 ^{ème} jour	61	-0,96	-1,30	4,84	-15,09	24,51	2,05	-1,56	0,99
7 ^{ème} jour	61	0,56	-0,59	5,88	-8,44	26,34	2,28	0,75	1,01
Panel B. La moyenne des rendements journaliers (en %) pour l'échantillon du NASDAQ									
Panel B.1. La moyenne des rendements journaliers : Tout NASDAQ									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	277	30,57	9,86	61,32	-55,29	470,39	3,22	8,30 γ	1,31
2 ^{ème} jour	277	0,31	-0,46	10,13	-35,76	72,65	1,77	0,51	1,00
3 ^{ème} jour	277	0,09	-0,54	7,38	-31,52	29,00	0,72	0,21	1,00
4 ^{ème} jour	277	-0,37	-0,64	7,35	-27,73	35,39	0,60	-0,85	1,00
5 ^{ème} jour	277	-0,52	-0,62	7,03	-26,65	46,33	0,93	-1,24	0,99
6 ^{ème} jour	277	-0,55	-0,79	6,43	-17,73	48,33	1,80	-1,42	0,99
7 ^{ème} jour	277	-0,08	-0,80	5,93	-17,26	29,60	1,10	-0,21	1,00
Panel B.2 La moyenne des rendements journaliers : Les titres avec une décote positive									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	214	42,85	19,55	64,49	0,10	470,39	3,11	9,72 γ	1,43
2 ^{ème} jour	214	0,66	-0,19	11,06	-35,76	72,65	1,66	0,87	1,01
3 ^{ème} jour	214	-0,02	-0,62	7,41	-31,52	29,00	0,70	-0,03	1,00
4 ^{ème} jour	214	-0,11	-0,48	7,45	-25,08	35,39	0,82	-0,21	1,00
5 ^{ème} jour	214	-0,33	-0,47	7,35	-26,65	46,33	1,05	-0,65	1,00
6 ^{ème} jour	214	-0,35	-0,39	5,80	-17,73	23,62	0,43	-0,88	1,00
7 ^{ème} jour	214	0,25	-0,61	6,19	-16,13	29,60	1,12	0,59	1,00
Panel B.3. La moyenne des rendements journaliers : Les titres avec une décote négative									
Temps	N	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test <i>t</i>	Daily Wealth Relative
1 ^{er} jour	63	-11,12	-5,78	12,75	-55,29	-0,03	-1,67	-6,93	0,89
2 ^{ème} jour	63	0,86	-1,03	5,94	-12,87	23,60	0,99	-1,15	0,99
3 ^{ème} jour	63	0,46	0,13	7,33	-18,64	28,16	0,79	0,50	1,00
4 ^{ème} jour	63	-1,28	-1,56	6,98	-27,73	19,93	-0,35	-1,46	0,99
5 ^{ème} jour	63	-1,20	-0,66	5,82	-16,34	13,96	-0,14	-1,63	0,99
6 ^{ème} jour	63	-1,22	-2,05	8,25	-13,65	48,33	3,50	-1,18	0,99
7 ^{ème} jour	63	-1,17	-0,94	4,82	-17,26	18,04	0,56	-1,93	0,99

Le tableau 6-C présente les rendements ajustés pour les sept premiers jours de négociation pour les deux échantillons. Le fait qu'il n'y ait aucun rendement significatif entre le deuxième et le septième jour implique que la présence du phénomène de la sous-évaluation, confirmé par les études précédentes, n'est observée que le premier jour des transactions.

Les panels A.2 et B.2 présentent les résultats pour les rendements pendant la période d'étude pour les émissions sous-évaluées, c'est-à-dire celles qui présentent un rendement anormal positif le premier jour, tandis que les panels A.3 et B.3 présentent la même information pour les émissions surévaluées, c'est-à-dire celles qui présentent un rendement anormal négatif. Les données montrent que l'ajustement du prix que ce soit pour le groupe surévalué ou sous-évalué a lieu durant le premier jour pour les deux marchés, sans aucun rendement significatif observé les autres jours. Ce résultat est confirmé également par le « *wealth relative* » qui montre que l'investissement dans un portefeuille composé de toutes les émissions est plus rentable que l'investissement dans le portefeuille du marché.

Le modèle de Rock (1986) suppose que la décote initiale est une fonction croissante de l'asymétrie d'information. Selon ce modèle l'investisseur doit supporter un coût afin de se procurer l'information sur le prix d'équilibre de l'offre d'introduction en bourse et devient en conséquence un trader informé. Si c'est le cas, un trader informé obtient un rendement moyen de 57,74% sur l'Euro.NM et 42,85% sur les sociétés équivalentes du NASDAQ le premier jour (voir panel A2 et B2), puisqu'un tel trader souhaite investir uniquement dans des émissions sous-évaluées. D'autre part, le trader non informé, pour atteindre une diversification idéale, souhaite investir dans toutes les émissions. Le rendement moyen pour ces investisseurs est de 43,99% sur l'Euro.NM et 30,57% sur le NASDAQ (Panel A1 et B1 respectivement). Une différence de 13,75% sur l'Euro.NM et 12,28% sur le NASDAQ constituent les bornes supérieures pour les coûts que les investisseurs non informés sont prêts à supporter pour devenir informés.

Le tableau 6-D montre le rendement anormal entre le premier jour des transactions et quatre semaines (21 jours de négociation) après l'introduction en bourse. Cette analyse montre le profit potentiel pour les investisseurs qui sont incapables de se

procurer des titres au moment de l'offre, mais les acquièrent durant l'après bourse.¹¹³ Les rendements ajustés après bourse ne sont pas significatifs au seuil de 0,01. Ces résultats corroborent les travaux de Miller et Reilly (1987) qui montrent qu'il est quasi impossible pour les investisseurs de bénéficier de la sous-évaluation initiale durant la période d'après-bourse.

Tableau 6 - D : Rendements ajustés depuis le premier jour jusqu'au 21^{ème} jour (après 4 semaines) après le début des négociations pour l'échantillon Euro.NM

* Les valeurs entre parenthèses présentent les rendements ajustés entre la fin du premier jour et la quatrième semaine après l'introduction (20 jours). Les rendements sont établis en utilisant le prix ask du premier jour et le prix bid du vingtième jour. Le test t est un test de différence par rapport à zéro, il est à comparer à une loi de student à $N - 1$ degrés de liberté. γ indique le niveau significatif au seuil de 1% du test-statistique bilatéral.

	Rendement moyen*	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum	Skewness	Test t
Tout l'échantillon Euro.NM	49,67 (1,07)	17,42	83,06	-48,47	492,44	1,92	9,95 ^{γ}
Les introductions avec une décote positive	66,65 (3,91)	34,69	86,12	-40,81	492,44	1,73	11,38 ^{γ}
Les introductions avec une décote négative	-10,47 (-8,97 ^{γ})	-13,05	21,01	-48,47	96,28	2,17	-3,89 ^{γ}

Si nous examinons les rendements après bourse au sein de chaque groupe, le test statistique est significatif pour les émissions ayant un rendement initial négatif le premier jour. Ce résultat suggère la possibilité pour les investisseurs d'obtenir des rendements anormaux par la vente à court terme des titres qui déclinent à la fin du premier jour et par leur rachat au prix de clôture du 21^{ème} jour. Toutefois, plusieurs agents introducteurs, avec l'aide des syndicats, empêchent les positions « short » des ventes durant les premiers jours de transaction. Ces rendements excédentaires, durant l'après bourse, ne sont pas observés sur les titres qui s'effondrent durant le premier jour des transactions.

Section III : Étude de la sous-évaluation et de la structure d'actionnariat

§ 1 – Analyse univariée

Nous avons mené une étude univariée par la méthode des moindres carrés ordinaires pour expliquer la relation entre la sous-évaluation et la structure d'actionnariat après l'opération d'introduction (*Hypothèse 1*). Nous avons scindé les deux échantillons en deux groupes, le premier sous-évalué et le second surévalué. Nous avons montré précédemment qu'il y avait une différence significative au niveau de la structure d'actionnariat de ces deux groupes pour les deux échantillons. Les résultats

¹¹³ Les rendements après bourse sont calculés en utilisant le prix ask du premier jour et le prix bid du 21^{ème} jour.

univariés issus de la régression par la méthode des moindres carrés-ordinaires (Tableau 6-E) corroborent la relation linéaire entre la sous-évaluation et la structure d'actionnariat de ces émissions. Le signe positif des coefficients et les p -value de certaines variables rejettent l'hypothèse nulle selon laquelle, il n'y a aucune relation entre la sous-évaluation et la structure d'actionnariat. Pour l'échantillon de l'Euro.NM, les résultats (*panel A*) montrent qu'une augmentation du niveau de la sous-évaluation est en moyenne due au fait que les cinq actionnaires majoritaires détiennent 45% du capital. Les résultats pour l'échantillon du NASDAQ (*Panel B*) sont plus significatifs et confirment cette relation. En outre, les résultats montrent qu'une augmentation de 10% de la sous-évaluation est due au fait que les actionnaires d'origines ont gardés 60% des actions de la société.

Les résidus des régressions du tableau 6-E montrent la possibilité de violation de l'hypothèse d'homoscédasticité. Pour corriger ce problème, nous utilisons une transformation logarithmique de la variable à expliquer, $LOGRIA_i = LN(1 + RIA_i)$. Cette transformation se base théoriquement sur Booth et Chua (1996) qui prévoient une relation non linéaire entre la sous-évaluation et le nombre d'investisseurs participant à l'émission.

Tableau 6 - E : Analyse univariée de la décote initiale

RIA_i représente le rendement initial ajusté pour la société i , calculé selon l'équation 2, $LOGRIA_i$ est une transformation logarithmique de RIA_i . α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

Panel A. Résultats des régressions pour les entreprises de l'Euro.NM				
Variables explicatives	Variables indépendantes			
	RIA_i		$LOGRIA_i$	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	0,387	0,110	0,145	0,219
Part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine	0,352	0,241	0,232	0,104
Part dans le capital détenue par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	0,452 ^{α}	0,090	0,266 ^{β}	0,043
Part dans le capital détenue par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	0,488 ^{α}	0,090	0,309 ^{β}	0,03
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	0,316	0,131	0,202 ^{β}	0,043
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	-0,064	0,824	-0,035	0,800
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	0,512	0,120	0,192	0,229
Indice de Herfindhal des Top5	0,538 ^{α}	0,090	0,212	0,173
Indice de Herfindhal des Top20	0,546 ^{α}	0,090	0,216	0,168
Panel B. Résultats des régressions pour les entreprises du NASDAQ				
Variables explicatives	Variables indépendantes			
	RIA_i		$LOGRIA_i$	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	0,120	0,566	0,073	0,540
Part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine	0,602 ^{γ}	0,009	0,349 ^{γ}	0,007
Part dans le capital détenue par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	0,482 ^{β}	0,036	0,275 ^{β}	0,034
Part dans le capital détenue par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	0,598 ^{γ}	0,009	0,346 ^{γ}	0,008
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	0,387 ^{γ}	0,041	0,183 ^{α}	0,087
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	0,135	0,586	0,131	0,348
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	0,379	0,181	2,090	0,19
Indice de Herfindhal des Top5	0,366	0,194	0,201	0,206
Indice de Herfindhal des Top20	0,378	0,181	0,209	0,192

En appliquant cette transformation pour l'échantillon européen, le tableau 6-E montre si la variable explicative est la part du capital détenue par les initiés et que la relation est significative au seuil de 5%. En se basant sur le signe du coefficient, nous pouvons interpréter le résultat par le fait qu'une augmentation de la sous-évaluation d'une émission a tendance à apparaître quand les actions sont concentrées entre les mains des initiés.

Selon Brennan et Franks (1997), le résultat signifie que la sous-évaluation est un facteur qui permet de rémunérer les autres investisseurs des avantages de toute nature que peuvent se procurer les initiés par le biais de leur position de contrôle.

En utilisant l'indice statistique de *Herfindhal*, les résultats sont significatifs pour les cinq jusqu'au vingt premiers actionnaires de l'échantillon de l'Euro.NM. Par contre, l'utilisation de cet indice pour l'échantillon du NASDAQ rejette cette relation pour toutes les variables. Ce résultat s'explique par le fait que le nombre d'actionnaires d'origine au contrôle est beaucoup plus important pour l'échantillon de l'Euro.NM que pour celui du NASDAQ. En conclusion, nous pouvons affirmer une relation directe entre le niveau de la sous-évaluation et la formation de la structure d'actionnariat après l'opération d'introduction.

§ 2 – Analyse multivariée de la sous-évaluation

Pour étudier la relation entre la sous-évaluation et la part du capital détenue par les actionnaires d'origine et leur rôle dans l'opération (*hypothèse 2*), nous avons effectué une série de régressions par la méthode des moindres carrées ordinaires. Le tableau 6-F résume les résultats obtenus.

Le premier modèle reprend toutes les variables pour les deux échantillons. Nous constatons que tous les coefficients sont significatifs. La variable *risque* a un coefficient plus important que les autres variables, ce qui s'explique par le fait que les IPO sous-évaluées sont allouées à des investisseurs qui détiennent la bonne information sur le prix. L'ajout du terme *MARCHÉ* comme variable binaire indépendante (modèle 3) modifie quelque peu les résultats. La variable indépendante *PART* (*ratio de participation des insiders*) devient statistiquement non significative, ce qui revient à

dire que les *insiders* ne participent pas de la même manière aux opérations d'introduction sur les deux marchés. Nous introduisons deux variables indépendantes d'interaction, la première pour le facteur de dilution (*variable* $MARCHÉ*FDIL$; notée $INT-DIL$) et la deuxième pour le ratio de participation des insiders (*variable* $MARCHÉ*RPRT$; notée $INT-PART$). Les résultats sont représentés dans le tableau 6-G.

Tableau 6 - F : Analyse multivariée de la décote initiale

Ce tableau présente les résultats des régressions de la décote initiale, selon la méthode des moindres carrés ordinaires, pour les deux échantillons. Ces régressions se basent sur l'équation suivante :

$$LOG(1 + RIA_i) = \gamma_0 + \gamma_1 Risque_i + \gamma_2 CAPRET_i + \gamma_3 FDIL_i + \gamma_4 PART_i + \gamma_5 Marché + \sum_{j=1}^{7-1} \beta_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i$$

où RIA_i (la décote) représente le rendement initial ajusté ; $Risque_i$ est la volatilité du prix du titre, déterminé par le logarithme du ratio : Prix le plus haut / Prix le plus bas de la journée i , la moyenne sur les 20 premiers jours ; $CAPRET_i$ est la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine ; $FDIL_i$ est le facteur de dilution, rapport entre le nombre de nouveaux titres proposés dans l'opération et le nombre de titres existant avant l'introduction en bourse ; $PART_i$ est le ratio de participation des insiders dans l'opération (nombre de titres vendus / le nombre de titres détenus par les insiders) ; $Marché$ est une variable binaire (muette) qui prend la valeur 1 si la société i est cotée sur l'Euro.NM et la valeur 0 si elle est cotée sur le NASDAQ ; $VBSIC_{i,j}$ sont des variables binaires utilisées pour contrôler l'effet du $j^{ème}$ secteur industriel, tels qu'ils sont classés dans le tableau 5-C. La statistique t est indiquée entre parenthèses ; α , β et γ indiquent respectivement les niveaux significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%.

Variables explicatives	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Intercepte	-0,139 (-2,05) ^β	-0,173 (-2,65) ^γ	-0,189 (-2,83) ^γ	-0,263 (-3,11) ^γ
Risque	2,811 (8,96) ^γ	3,614 (10,73) ^γ	3,619 (10,74) ^γ	3,225 (8,90) ^γ
CAPRET	0,326 (3,71) ^γ	0,158 (1,78) ^α	0,171 (1,91) ^β	0,162 (1,78) ^α
Facteur de dilution	-0,115 (-2,10) ^β	-0,105 (-1,99) ^β	-0,096 (-1,81) ^α	-0,086 (-1,58)
Ratio de participation	0,769 (3,10) ^γ		0,286 (1,12)	0,307 (1,17)
Marché = 1 si la société est cotée sur l'Euro.NM = 0 si la société est cotée sur le NASDAQ Variable binaire : SIC_1		0,207 (6,41) ^γ	0,194 (5,67) ^γ	0,179 (5,19) ^γ
Variable binaire : SIC_2				0,040 (0,52)
Variable binaire : SIC_3				0,120 (1,78) ^α
Variable binaire : SIC_4				0,175 (3,16) ^γ
Variable binaire : SIC_5				0,081 (1,02)
Variable binaire : SIC_6				0,085 (0,13)
				0,117 (2,10) ^β
Diagnostics				
R² ajusté	0,153	0,198	0,199	0,208
F-statistic	25,995 ^γ	35,188 ^γ	28,414 ^γ	14,232 ^γ

Les résultats montrent que la variable d'interaction pour le facteur de dilution n'est pas statistiquement significative. Par contre, le coefficient de la variable d'interaction pour le ratio de participation est statistiquement significatif au seuil de 10% et celui du ratio de participation ne l'est pas. Les résultats confirment qu'il y a une légère particularité du marché Euro.NM. Cette différence s'explique par le fait que les insiders des sociétés de l'Euro.NM proposent plus d'anciens titres dans l'offre que les insiders des sociétés du NASDAQ. Nous constatons également, avec ou sans variables d'interaction, que les variables binaires des sociétés appartenant au secteur des

technologies d'information (*VBSIC*₃) et au secteur des hautes technologies (*VBSIC*₆) ont une sous-évaluation significative. Ceci s'explique par le fait qu'il s'agit de secteurs récemment établis et que les investisseurs ne sont pas confiants en leurs activités. En conclusion, nous affirmons la relation entre la sous-évaluation et la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine d'une part et la participation des insiders dans l'opération d'autre part.

Tableau 6 - G : Analyse multivariée de la décote initiale (avec variables d'interaction)

Variables explicatives	Modèle1	Modèle2	Modèle3	Modèle4	Modèle5	Modèle6	Modèle7
Intercepte	-0,234 (-4,05) ^γ	-0,173 (-2,65) ^γ	-0,161 (-2,41) ^γ	-0,247 (-4,23) ^γ	-0,242 (-4,13) ^γ	-0,165 (-2,41) ^γ	-0,244 (-2,82) ^γ
Risque	3,624 (10,73) ^γ	3,614 (10,73) ^γ	3,609 (10,71) ^γ	3,629 (10,75) ^γ	3,62 (10,72) ^γ	3,60 (10,69) ^γ	3,22 (8,89) ^γ
CAPRET	0,188 (2,14) ^β	0,158 (1,78) ^α	0,160 (1,80) ^α	0,201 (2,27) ^β	0,209 (2,37) ^γ	0,183 (2,04) ^β	0,174 (1,905) ^β
Facteur de dilution		-0,105 (-1,99) ^β	-0,137 (-2,15) ^β			-0,141 (-2,21) ^β	-0,121 (-1,84) ^α
INT-DIL			0,101 (-0,90)			0,131 (0,13)	0,096 (0,85)
Ratio de participation				0,353 (1,39)	-0,228 (-0,47)	-0,372 (-0,76)	-0,352 (-0,71)
INT-PART					0,795 (1,39)	0,924 (1,61) ^α	0,91 (1,59)
Marché = 1 si la société est cotée sur l'Euro.NM = 0 si la société est cotée sur le NASDAQ	0,214 (6,67) ^γ	0,207 (6,41) ^γ	0,171 (3,34)	0,198 (5,78) ^γ	0,175 (4,60) ^γ	0,12 (2,09) ^β	0,12 (2,06) ^β
Variable binaire : <i>SIC</i> ₁							0,036 (0,47)
Variable binaire : <i>SIC</i> ₂							0,120 (1,78) ^α
Variable binaire : <i>SIC</i> ₃							0,171 (3,08) ^γ
Variable binaire : <i>SIC</i> ₄							0,088 (1,12)
Variable binaire : <i>SIC</i> ₅							0,085 (1,52)
Variable binaire : <i>SIC</i> ₆							0,116 (2,07) ^β
Diagnostics							
R² ajusté	0,194	0,198	0,198	0,195	0,197	0,201	0,21
F-statistic	45,35 ^γ	35,19 ^γ	28,30 ^γ	34,55 ^γ	28,08 ^γ	20,86 ^γ	12,29 ^γ

Section IV : Étude de la liquidité et de la structure d'actionnariat

§ 1 – Analyse univariée de la liquidité

Nous utilisons, comme approximation pour mesurer la liquidité, la moyenne du turnover des transactions et la fourchette des prix. Les résultats sont disponibles uniquement pour l'échantillon Euro.NM, car Datastream ne fournit pas cette donnée pour les marchés américains. Nous effectuons plusieurs régressions par la méthode des moindres carrés ordinaires. Les résultats sont repris dans le tableau 6-H.

Ces résultats montrent l'existence d'une relation négative entre la structure de propriété et la liquidité. Nos résultats empiriques soutiennent le modèle de Bolton et Von Thadden (1998). Ce modèle propose qu'une fois la dispersion ex-ante de la propriété atteinte, il devient très difficile de former un groupe de contrôle à long terme. Les auteurs affirment qu'il y a un « trade-off » entre la liquidité et le contrôle par les actionnaires d'origine. Si nous utilisons le turnover des transactions comme variable à expliquer, les coefficients sont négatifs et les *p*-values sont très significatifs. La relation peut être interprétée de la manière suivante : pour augmenter la moyenne du turnover des transactions de 1%, il faut réduire la part du capital détenue par les actionnaires d'origine de 1,13%. Autrement dit, si les actionnaires d'origine décident de garder 1% du capital en plus, le turnover des transactions diminue de 1,13%.

Tableau 6 - H : Analyse univariée de la liquidité de l'Euro.NM

Ce tableau présente les résultats pour les régressions des variables de contrôle sur les mesures de la liquidité. Le Trading Turnover est la moyenne, sur une période de soixante jours, du rapport entre le volume des négociations et le nombre de titres cotés, selon l'équation 8. Le Bid-Ask spread est calculé selon l'équation 9 ; La statistique *t* est indiquée entre parenthèses ; α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

Variables explicatives	Variables indépendantes			
	Trading Turnover		Bid-Ask Spread	
	Constantes	Coefficients	Constantes	Coefficients
La part détenue par l'actionnaire majoritaire	0,014 (9,68) ^{γ}	-0,006 (1,53)	0,023 (20,09) ^{γ}	-0,001 (-0,36)
Part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine	0,019 (6,47) ^{γ}	-0,011 (-2,50) ^{γ}	0,020 (8,38) ^{γ}	0,004 (1,16)
Part dans le capital détenue par les 5 plus grands actionnaires : (Top5)	0,017 (6,47) ^{γ}	-0,008 (-1,82) ^{α}	0,024 (11,88) ^{γ}	-0,002 (-0,73)
Part dans le capital détenue par les 20 plus grands actionnaires : (Top20)	0,018 (6,18) ^{γ}	-0,009 (-2,04) ^{β}	0,022 (9,69) ^{γ}	0,001 (0,26)
Proportion détenue dans le capital par les Insiders	0,013 (7,33) ^{γ}	-0,002 (0,61)	0,024 (17,16) ^{γ}	-0,003 (-1,12)
Proportion détenue dans le capital par les Institutionnels	0,012 (14,42) ^{γ}	-0,002 (-0,37)	0,022 (39,14) ^{γ}	0,005 (1,42)
Indice de Herfindhal des actionnaires d'origine	0,014 (11,61) ^{γ}	-0,009 (-1,70) ^{α}	0,022 (23,87) ^{γ}	0,001 (0,275)
Indice de Herfindhal des Top5	0,014 (11,74) ^{γ}	-0,008 (-1,60)	0,023 (24,60) ^{γ}	-0,001 (0,067)
Indice de Herfindhal des Top20	0,014 (11,67) ^{γ}	-0,008 (0,11)	0,023 (24,60) ^{γ}	-0,001 (-0,03)

Si la fourchette des prix est utilisée comme variable explicative, tous les coefficients ne sont pas significatifs. Le résultat s'explique par le fait que la fourchette des prix est corrélée avec le nombre d'investisseurs formant le flottant et négativement corrélée avec la concentration d'actionnariat. En conclusion, nos résultats confirment la troisième hypothèse selon laquelle le niveau de la liquidité après l'opération d'introduction est négativement corrélé avec la concentration de la propriété.

§ 2 – Analyse multivariée de la liquidité

Les résultats du tableau 6-I, panel A pour l'échantillon Euro.NM et panel B pour l'échantillon NASDAQ, montrent qu'il existe une différence significative au niveau du

turnover des transactions durant les quatre premiers jours qui suivent l'introduction à la cotation officielle. Le premier jour des négociations, le volume moyen est de 964 millions de titres échangés pour l'échantillon Euro.NM et de 1.225 millions pour l'échantillon NASDAQ. Ceci représente respectivement pour chaque échantillon 30,68% et 25,94% de la moyenne des titres émis pendant l'opération. De tels pourcentages sont énormes si nous les comparons à la moyenne annuelle du turnover des transactions sur le NASDAQ qui est de 30-40%.¹¹⁴ Le volume des échanges chute considérablement le deuxième jour et, vers le sixantième jour, le turnover des transactions n'est que de 0,84% pour l'Euro.NM et 0,93% pour le NASDAQ. Cette baisse est observée également sur les deux sous-groupes des émissions surévaluées et sous-évaluées. Généralement, les résultats montrent un volume important le premier jour, durant lequel des changements significatifs surviennent au niveau du prix. Ce qui prouve que le volume et les mouvements de prix (*sous-évalué ou surévalué*) sont corrélés.

Le niveau des transactions peut signifier le degré pour lequel les investisseurs sont d'accord sur la valeur du titre. Si les émissions sous-évaluées font l'objet d'une très grande incertitude, cela signifie que ces émissions doivent présenter également un volume de transactions très élevé. Nous menons un test statistique de *Student* sur les différences des moyennes du volume des transactions entre le groupe sous-évalué et surévalué pour les deux échantillons. Les résultats (tableau 6-I) indiquent un niveau significatif élevé (au seuil de 1%) des transactions entre le deuxième et le cinquième jour pour l'échantillon Euro.NM. La différence est significative, même le sixantième jour. Par contre Le résultat est moins significatif pour l'échantillon NASDAQ. En conséquence, le niveau élevé du volume des négociations pour le groupe sous-évalué confirme le risque élevé qui caractérise ce groupe.

Les résultats pour la moyenne des fourchettes de prix (tableau 6-J) montrent qu'il se produit une faible différence significative le dixième jour pour le groupe surévalué. Tenant compte des différences significatives au niveau du volume les cinq premiers jours, nous devons en conséquence scinder notre analyse sur la liquidité en deux parties. La première examine la liquidité sur les cinq premiers jours ; quant à la seconde, elle l'examine sur une fenêtre allant du cinquième jusqu'au 60^{ème} jour.

¹¹⁴ C'est la moyenne des transactions sur le NASDAQ durant les dix dernières années telle qu'elle est mentionnée dans le *NASDAQ Amex Fact Book* 1999.

Tableau 6 - I : Le Trading Volume pour l'échantillon Euro.NM et NASDAQ

Ce tableau présente le trading turnover après le commencement des négociations pour notre échantillon de 277 opérations réalisées, entre 1997 et 1999, sur les différents segments de l'Euro.NM et les opérations équivalentes réalisées sur le NASDAQ durant cette même période. Le trading turnover se définit par le nombre total des négociations divisé par le nombre des titres cotés. Le test t (a) est le test de différence entre le volume des négociations le jour j et le jour précédent. Le test t (b) est le test de différence entre le volume journalier des émissions positives et négatives des échantillons. Ils sont à comparer à une loi de Student à $N_1 + N_2 - 2$ degrés de liberté. Nous présentons également le nombre des titres échangés sur différentes périodes à court terme. Ces tests sont significatifs au seuil de 10%, 5% et 1% pour les estimateurs α , β et γ respectivement.

Panel A. Le volume journalier (000) comme pourcentage de l'offre initiale : Échantillon Euro.NM										
Volume des offres		Tout l'Euro.NM (N = 277) 3.225.641		Échantillon à décote positive (N = 216) 2.657.234			Échantillon à décote négative (N = 61) 568.407			
Jours*	Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Test <i>t</i> ^b
		Moyenne	Test <i>t</i> ^a		Moyenne	Test <i>t</i> ^a		Moyenne	Test <i>t</i> ^a	
1	963.756	30,68		867.493	34,28		96.263	17,93		2,71
2	298.765	9,95	10,61 ^γ	267.224	10,90	10,29 ^γ	31.541	6,57	3,49 ^γ	2,69 ^γ
3	160.654	5,65	5,53 ^γ	145.766	6,26	5,46 ^γ	14.888	3,47	1,75 ^α	3,22 ^γ
4	117.823	4,14	3,11 ^γ	108.346	4,72	2,76 ^γ	9.477	2,09	1,61	3,19 ^γ
5	99.339	3,23	2,45 ^β	91.737	3,67	2,40 ^γ	7.602	1,68	0,74	2,98 ^γ
6	85.212	3,01	0,62	75.794	3,27	1,05	9.418	2,11	-0,52	2,44 ^β
7	75.006	2,72	0,78	64.806	2,86	1,11	10.200	2,24	-0,13	1,77 ^α
10	62.991	2,02	0,86	56.154	2,25	1,03	6.837	1,21	-0,45	1,77 ^α
15	47.270	1,45	-0,52	40.153	1,52	-0,27	7.117	1,18	-0,75	1,01
21	36.729	1,24	0,98	32.945	1,42	0,75	3.784	0,63	1,36	2,13 ^β
30	29.443	0,92	0,02	27.365	1,06	-0,06	2.078	0,43	0,32	2,78 ^γ
40	26.617	0,79	1,33	23.379	0,83	1,33	3.238	0,65	0,27	1,64
50	38.576	0,98	-0,67	34.258	1,07	-0,94	4.318	0,65	0,48	1,02
60	23.899	0,84	-1,45	21.646	0,95	-1,42	2.253	0,44	-0,35	2,38 ^β

Panel B. Le volume journalier (000) comme pourcentage de l'offre initiale : Échantillon NASDAQ										
Volume des offres		Tout l'Euro.NM (N = 277) 4.623.171		Échantillon à décote positive (N = 214) 3.934.807			Échantillon à décote négative (N = 63) 688.364			
Jours*	Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Titres échangés	Trading Turnover (en %)		Test <i>t</i> ^b
		Moyenne	Test <i>t</i> ^a		Moyenne	Test <i>t</i> ^a		Moyenne	Test <i>t</i> ^a	
1	1.224.772	25,94		1.039.781	27,12		184.991	21,93		1,87 ^α
2	323.386	6,56	11,94 ^γ	286.123	7,19	10,63 ^γ	37.263	4,46	5,50 ^γ	2,08 ^β
3	191.371	3,54	5,40 ^γ	167.985	3,70	5,08 ^γ	23.386	2,98	1,99 ^β	1,38
4	137.024	2,91	1,82 ^α	119.279	3,09	1,46	17.745	2,30	1,32	1,82 ^α
5	127.995	2,90	0,02	113.519	3,21	-0,18	14.476	1,83	1,12	2,04 ^β
6	104.907	2,41	0,83	86.253	2,51	0,96	18.654	2,07	-0,37	0,96
7	103.931	2,24	0,40	85.036	2,24	0,56	18.895	2,25	-0,19	0,82
10	78.474	2,16	-1,20	60.457	2,02	-0,79	18.017	2,63	-0,97	-0,03
15	66.554	1,54	0,43	59.647	1,70	0,34	6.907	1,00	0,57	2,15 ^β
21	80.243	1,78	0,81	67.551	1,87	0,61	12.692	1,51	0,74	0,94
30	51.575	1,09	0,91	43.518	1,10	0,82	8.057	1,03	0,42	1,20
40	48.637	1,04	1,26	40.556	1,06	0,91	8.081	0,99	0,87	1,08
50	52.081	1,11	-0,49	43.929	1,13	-0,24	8.152	1,06	-0,56	1,34
60	50.372	0,93	0,54	44.029	0,94	0,96	6.343	0,89	-0,57	1,31

* Jour après le début des négociations

Stoll (1978) et Glosten et Milgrom (1985) affirment que la fourchette de prix est une fonction linéaire du degré de risque et de l'asymétrie d'information. Ho et Stoll (1983) affirment que le degré de risque dépend de la volatilité du prix et du nombre des titres échangés. Le risque d'asymétrie d'information affecte la fourchette de prix puisque les « teneurs de marché » (*market-makers*) sont obligés de négocier uniquement avec les investisseurs qui détiennent la bonne information. Glosten et Milgrom (1985) montrent que la fourchette de prix est large en cas de présence de traders informés. En d'autres termes, le teneur de marché augmente la fourchette afin de compenser le risque de traiter avec des traders informés, ce qui signifie que la fourchette initiale doit être

plus grande pour les offres d'introduction en bourse sous-évaluées car les traders informés sont impliqués dans ces émissions, contrairement aux opérations surévaluées où il n'y a que des traders non informés.

Tableau 6 - J : Le spread Bid Ask pour l'échantillon Euro.NM

Ce tableau présente la fourchette des prix après le commencement des négociations pour notre échantillon de 277 opérations réalisées, entre 1997 et 1999, sur les différents segments de l'Euro.NM (la fourchette de prix n'est pas disponible dans la base de données *Datastream* pour l'échantillon NASDAQ). La fourchette de prix se définit par la différence entre le prix journalier à la clôture Bid et Ask divisée par le milieu des cotes Bid et Ask. Le test t est le test de différence entre les spread Bid-Ask le jour j et le jour précédent. Il est à comparer à une loi de Student à $N_1 + N_2 - 2$ degrés de liberté. Ces tests sont significatifs au seuil de 10%, 5% et 1% pour les estimateurs α , β et γ respectivement.

Jours*	Tout l'échantillon Euro.NM (N = 277)		Échantillon à décote positive (N = 216)		Échantillon à décote négative (N = 61)	
	Bid-Ask Spread (%)		Bid-Ask Spread (%)		Bid-Ask Spread (%)	
	Moyenne	Test t	Moyenne	Test t	Moyenne	Test t
1	1,94		1,99		1,78	
2	2,14	1,12	2,22	1,10	1,85	0,28
3	1,81	-2,01	1,73	-2,58	2,09	0,74
4	1,95	0,98	1,91	1,13	2,08	-0,03
5	1,97	0,18	1,98	0,41	1,96	-0,41
6	1,94	-0,22	1,90	-0,46	2,09	0,43
7	2,17	1,49	2,10	1,15	2,40	1,03
10	2,10	0,82	1,96	-0,47	2,60	2,50 ^b
15	2,04	-0,43	1,82	-1,11	2,82	0,68
21	2,06	0,20	2,06	1,17	2,05	-1,49
30	2,26	1,27	2,26	13,09	2,28	-0,19
40	2,21	-0,27	1,98	-0,84	3,04	0,63
50	2,47	0,21	2,35	0,54	2,88	-0,39
60	2,51	0,02	2,39	0,34	2,94	-0,44

* Jour après le début des négociations

Pour mesurer la volatilité du prix, nous utilisons le logarithme du rapport entre le prix le plus haut et le prix le plus bas. Le volume quotidien est utilisé comme approximation de la fréquence des négociations. Stoll (1978) observe que l'interruption de la cotation du prix mène à décrire de façon outrancière la fourchette cotée et le biais augmente avec l'augmentation du prix. Pour atténuer l'effet de discontinuité du prix, nous introduisons le prix bid journalier pour chaque émission conformément à la méthodologie de Miller et Reilly (1987). Ensuite, nous estimons l'équation suivante :

$$BidAsk_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \ln(PixBid_{i,t}) + \gamma_2 \ln(Volume_{i,t}) + \gamma_3 \ln(Risque_{i,t}) + \gamma_4 VBRIA_t + \varepsilon_{i,t} \quad (40)$$

Si nous utilisons la racine carrée de la fourchette des prix pour la variable dépendante, les coefficients sont souvent significatifs. En conséquence, il faut en tenir compte et ajuster les résultats en élevant au carré les coefficients de l'équation. Cette transformation n'est pas utilisée pour l'analyse multivariée du bid / ask spread.

Le modèle ne comprend aucune mesure explicite du risque d'asymétrie d'information ; l'effet de la moyenne de l'asymétrie d'information est capté par

l'intercepte (γ_0) de l'équation. Les résultats de la régression par la méthode des moindres carrés ordinaires pour les cinq premiers jours sont rapportés dans le tableau 6-K.

Tableau 6 - K : Analyse de la liquidité des cinq premiers jours après l'introduction

Ce tableau présente les résultats des régressions du bid/ask spread pour les cinq premiers jours, selon la méthode des moindres carrés ordinaires, pour notre échantillon de l'Euro.NM. Ces régressions se basent sur l'équation suivante :

$$\text{BIDASK}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LN}(\text{PrixBid}_{i,t}) + \gamma_2 \text{LN}(\text{TVOLUME}_{i,t}) + \gamma_3 \text{LN}(\text{RISQUE}_i) + e_{i,t}$$

Où BidAsk Spread_{i,t} est la racine carrée de la fourchette des prix pour la société *i*, le jour *t* ; BidPrice_{i,t} est le prix auquel le teneur de marché est prêt à acheter le titre de la société *i*, le jour *t*, c'est le prix auquel l'investisseur vend le titre ; Volume_{i,t} est le volume des transactions pour la société *i* le jour *t* ; Risque_{i,t} est le risque de la société *i* le jour *t*, calculé par le logarithme du ratio : Prix plus haut / Prix plus bas ; VBRIA_i est une variable dichotomique, égale = 1 si la société *i* présente un rendement initial ajusté positif, sinon = 0 ; $e_{i,t}$ est le terme d'erreur. La statistique *t* est indiquée entre parenthèses ; α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

Jour	Intercepte	Prix Bid	Volume	Risque	VBRIA	R ² ajusté	F-statistic
1	0,014 (0,42)	-0,01 (-1,89) ^α	0,009 (3,82) ^γ	0,314 (6,77) ^γ	-0,026 (-2,50) ^γ	0,289	28,94 ^γ
2	0,051 (1,45)	-0,008 (-1,43)	0,006 (2,38) ^γ	0,327 (4,37) ^γ	-0,008 (-0,69) ^γ	0,136	11,74 ^γ
3	0,020 (0,64) ^γ	0,007 (1,32)	0,008 (3,31) ^γ	0,119 (1,73) [*]	-0,029 (-2,87) ^γ	0,073	6,37 ^γ
4	0,044 (1,60)	-0,003 (-0,63)	0,008 (3,82) ^γ	0,247 (2,77) ^γ	-0,027 (-2,86) ^γ	0,118	10,18 ^γ
5	0,093 (3,45) ^γ	-0,008 (-1,72) ^α	0,004 (2,08) ^β	0,262 (2,98) ^γ	-0,012 (-1,23)	0,066	5,87 ^γ

Les résultats montrent que toutes les variables sont significatives le premier jour des négociations. Pour les autres jours, le volume et le risque sont très significatifs. Par contre, le niveau significatif s'affaiblit pour la variable PrixBid et la variable dichotomique.

De cette analyse nous pouvons conclure que le risque d'asymétrie d'information affecte la fourchette de prix puisque les teneurs de marché sont obligés de négocier uniquement avec les investisseurs qui détiennent les bonnes informations. Nos résultats corroborent le modèle de Rock (1986). Selon cet auteur, à cause de l'asymétrie d'information, la fourchette de prix pour le groupe sous-évalué doit être très grande, puisque les investisseurs informés et non informés investissent dans ces émissions.

La deuxième partie de l'analyse de la fourchette de prix porte sur une fenêtre de 55 jours (jusqu'à la 11^{ème} semaine après l'introduction en bourse). Cette période débute le cinquième jour et se termine le soixantième jour après le début des négociations. Nous construisons deux modèles que nous avons estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires. Ces modèles expliquent la relation qui existe entre le niveau de la sous-évaluation d'une offre d'introduction en bourse et la liquidité ex-post.

Tableau 6 - L : Modèles mutivariés avec le « Bid Ask Spread » comme variable à expliquer

Ce tableau présente les résultats de la régression linéaire du Bid-Ask spread, calculé sur une période allant du 5ème jour jusqu'au 60ème jour après l'introduction en bourse. Ces régressions se basent sur l'équation suivante :

$$BIDASK_i = \gamma_0 + \gamma_1 LN(1 + RIA_i) + \gamma_2 LN(TVOLUME_i) + \gamma_3 LN(RISQUE_i) + \sum_{j=1}^{7-1} \beta_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i$$

Où RIA_i représente le rendement initial ajusté (la décote) ; $TVOLUME_i$ est un ratio du volume de rotation des titres, une moyenne entre le cinquième et le soixantième jour ; $RISQUE_i$ est la volatilité du prix du titre i , déterminé par le logarithme du ratio : Prix le plus haut / Prix le plus bas de la journée i , la moyenne sur les 20 premiers jours ; $VBSIC_{i,j}$ sont des variables binaires, utilisées pour contrôler l'effet du $j^{ème}$ secteur industriel (voir la classification sectorielle dans le tableau 5-C). α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

Résultats Variables explicatives	Premier modèle		Deuxième modèle	
	Coefficients	P-value	Coefficients	P-value
Intercepte	0,025	0,000	0,023	0,000
RIA	-0,004	0,002	-0,004	0,007
Risque	0,004	0,000	0,003	0,000
TVOLUME	0,002	0,001	-0,002	0,001
Variable binaire : SIC_1			0,003	0,308
Variable binaire : SIC_2			0,003	0,324
Variable binaire : SIC_3			0,003	0,145
Variable binaire : SIC_4			0,002	0,504
Variable binaire : SIC_5			0,001	0,632
Variable binaire : SIC_6			0,001	0,690
<i>Diagnostics :</i>				
R² ajusté	0,065		0,059	
F-statistic	7,306	0,000	2,902	0,003

Le tableau 6-L montre les résultats pour les deux modèles. Le premier sans variables dichotomiques sectorielles, et le deuxième avec ces variables. En utilisant la fourchette de prix comme approximation de la liquidité, tous les coefficients des variables explicatives sont significativement différents de zéro à l'exception des variables sectorielles dichotomiques. Nous constatons que la prise en compte des variables dichotomiques sectorielles dans le deuxième modèle, diminue légèrement la valeur du R^2 ajusté, tandis que le niveau significatif (F -statistic) du modèle diminue. En outre, aucun coefficient de ces variables n'est significatif.

L'analyse multivariée de la fourchette de prix, avec ou sans utilisation de variables dichotomiques, nous amène à rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle il n'y a pas de relation directe entre la sous-évaluation et la liquidité ex-post des titres. Selon l'équation 23, le premier modèle, toutes choses étant égales par ailleurs, montre que l'augmentation du niveau de la sous-évaluation de 1% engendre une réduction de 0.41% du niveau de la fourchette des prix. Toutefois, avec un R^2 ajusté faible, le modèle n'est pas statistiquement significatif, c'est-à-dire qu'il n'y a que 6,5% de la variation du niveau de la fourchette des prix qui s'explique par la sous-évaluation, le volume des transactions et le risque.

Pour approfondir cette relation, nous utilisons le turnover des transactions comme variable dépendante. Nous effectuons pour l'échantillon Euro.NM et NASDAQ

trois régressions selon la méthode des moindres carrés ordinaires en utilisant d'autres variables explicatives. Les modèles estimés expliquent beaucoup mieux la liquidité que le précédent, avec un R^2 ajusté de 42,3%. Le premier modèle montre la relation négative, pour les deux échantillons (Euro.NM, panel A et NASDAQ, Panel B), entre le turnover volume et le niveau de la sous-évaluation. Toutefois, le coefficient n'est pas significatif (voir le tableau 6-M).

Tableau 6 - M : Modèles multivariés avec le « trading turnover » comme variable à expliquer

Ce tableau présente les résultats de la régression linéaire du « trading turnover », défini par la moyenne du volume quotidien des négociations, c'est-à-dire le pourcentage du volume échangé par rapport au nombre de titres cotés. La moyenne du *trading turnover* est calculée sur une période allant du 5^{ème} jour jusqu'au 60^{ème} jour après l'introduction en bourse. Ces régressions se basent sur l'équation suivante :

$$TURNOVER_i = \gamma_0 + \gamma_1 RIA_i + \gamma_2 RISQUE_i + \gamma_3 INGP_i + \gamma_4 CAPRET_i + \gamma_5 FDIL_i + \gamma_6 PART_i + \sum_{j=1}^{7-1} \beta_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i$$

où RIA_i (la décote) représente le rendement initial ajusté ; $Risque_i$ est la volatilité du prix du titre, déterminé par le logarithme du ratio : Prix le plus haut / Prix le plus bas de la journée i , la moyenne sur les 20 premiers jours ; $INVGPI$ est l'inverse du produit brut de l'opération (*Gross Proceeds*) ; $CAPRET_i$ est la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine ; $FDIL_i$ est le facteur de dilution, rapport entre le nombre de nouveaux titres proposés dans l'opération et le nombre de titres existant avant l'introduction en bourse ; $PART_i$ est le ratio de participation des insiders dans l'opération (nombre de titres vendus / le nombre de titres détenus par les insiders) ; $VBSIC_{i,j}$ sont des variables binaires, utilisées pour contrôler l'effet du $j^{ème}$ secteur industriel (voir la classification sectorielle dans le tableau 5-C). α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

Panel A. Analyse multivariée de la liquidité pour notre échantillon Euro.NM						
Résultats	Premier modèle		Deuxième modèle		Troisième modèle	
Variables explicatives	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
Intercepte	0,003	0,348	0,003	0,334	0,002	0,586
RIA	-0,001	0,752				
Risque	0,165	0,000	0,163	0,000	0,163	0,000
INVGPI	-0,028	0,003	-0,028	0,003	-0,034	0,001
CAPRET	-0,006	0,108	-0,006	0,099	-0,006	0,116
FDIL	0,013	0,000	0,012	0,000	0,011	0,000
PART	0,046	0,000	0,046	0,000	0,040	0,000
Variable binaire : SIC_1					0,000	0,901
Variable binaire : SIC_2					0,003	0,235
Variable binaire : SIC_3					0,001	0,790
Variable binaire : SIC_4					0,002	0,607
Variable binaire : SIC_5					0,002	0,475
Variable binaire : SIC_6					0,006	0,014
Diagnostics :						
R^2 ajusté	0,423		0,425		0,439	
F-statistic	34,708	0,000	41,768	0,000	20,666	0,000
Panel B. Analyse multivariée de la liquidité pour notre échantillon NASDAQ						
Résultats	Premier modèle		Deuxième modèle		Troisième modèle	
Variables explicatives	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
Intercepte	-0,004	0,299	-0,004	0,324	-0,003	0,589
RIA	-0,001	0,415				
Risque	0,196	0,000	0,189	0,000	0,191	0,000
INVGPI	-0,008	0,639	-0,007	0,660	-0,001	0,945
CAPR	-0,009	0,115	-0,009	0,104	-0,009	0,099
FDIL	0,010	0,001	0,010	0,001	0,010	0,001
PART	0,119	0,000	0,120	0,000	0,120	0,000
Variable binaire : SIC_1					-0,002	0,697
Variable binaire : SIC_2					-0,004	0,364
Variable binaire : SIC_3					-0,002	0,599
Variable binaire : SIC_4					-0,005	0,325
Variable binaire : SIC_5					-0,001	0,903
Variable binaire : SIC_6					-0,002	0,649
Diagnostics :						
R^2 ajusté	0,316		0,317		0,307	
F-statistic	22,238	0,000	26,586	0,000	12,090	0,000

La liquidité est négativement corrélée avec la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. Par contre, elle est fortement corrélée avec la participation des insiders dans l'opération. Contrairement au modèle de la fourchette de prix, le troisième modèle montre que les variables dichotomiques sectorielles engendrent une amélioration du pouvoir explicatif du modèle.

Le tableau 6-N montre la matrice des corrélations entre les différentes variables explicatives. Nous constatons qu'il n'existe aucune corrélation significative, ainsi nous pouvons affirmer qu'il n'y a pas de multi-colinéarité entre les variables explicatives étudiées. Nous concluons que la relation entre la liquidité et la sous-évaluation des opérations d'introduction en bourse est significative.

Tableau 6 - N : Matrice de corrélation de Pearson

	Rendement Initial Ajusté	Risque	Gross Proceeds	Part retenue dans le capital	Facteur de dilution	Ratio de participation
Rendement Initial Ajusté	1					
Risque	0,294	1				
Gross Proceeds	-0,112	-0,309	1			
Part retenue dans le capital	0,131	-0,033	-0,060	1		
Facteur de dilution	-0,104	0,049	0,074	-0,210	1	
Ratio de participation	0,061	-0,184	-0,074	0,013	-0,177	1

Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons procédé à l'étude de la sous-évaluation des IPO. Nous avons essayé d'identifier l'existence de liens entre rentabilité initiale, la structure du contrôle et la liquidité des titres après l'introduction en bourse. A partir d'un premier échantillon de 277 entreprises introduites en bourse sur les différents segments de l'Euro.NM sur la période 1997-1999 et d'un échantillon sélectionné par pairage sur le NASDAQ, nous trouvons des divergences notables entre les deux échantillons.

En premier lieu, bien que nous vérifions la présence d'une rentabilité initiale anormale moyenne des introductions en bourse sur le NASDAQ de plus de 30 %, corroborant les études passées, cette rentabilité est largement inférieure à celle observée sur notre échantillon Euro.NM qui est presque de 44 %. En outre, la rentabilité est largement supérieure à celle mise en évidence par les précédentes études empiriques (Loughran, *et al.* (1994), entre autres).

En deuxième lieu, nos résultats montrent que les marchés financiers ajustent les erreurs d'évaluation dès le premier jour de cotation. En poussant plus l'analyse, nous

avons montré également que le niveau de la décote initiale est positivement corrélé à la structure d'actionnariat formée après l'introduction en bourse. Ce résultat corrobore l'hypothèse soutenue par Brennan et Franks (1997), selon laquelle la sous-évaluation est un facteur qui permet de rémunérer les autres investisseurs des avantages en nature que peuvent se procurer les *insiders* par le biais de leur position de contrôle. De manière générale, dans ce chapitre nous avons montré l'existence d'une relation entre la sous-évaluation et la part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine pour les deux échantillons étudiés.

En troisième lieu, nous avons étudié l'impact de la structure du contrôle sur la liquidité des titres après l'introduction en bourse. Nos résultats montrent l'existence d'une relation négative entre la structure de propriété et le niveau de la liquidité de l'action. Ces résultats empiriques soutiennent le modèle de Bolton et Von Thadden (1998) selon lequel : une fois la dispersion ex-ante de la propriété atteinte, il devient très difficile de former un groupe de contrôle à long terme. Les auteurs affirment qu'il y a un « trade-off » entre la liquidité et le contrôle par les actionnaires d'origine.

En quatrième et dernier lieu, nous avons étudié la liquidité des opérations avec une décote positive et celle avec une décote négative. L'analyse de la fourchette de prix a été effectuée que pour l'échantillon Euro.NM faute de manque de données manquantes en ce qui concerne cette variable pour l'échantillon NASDAQ. Les résultats montrent l'existence d'une asymétrie d'information durant les premiers jours qui suivent le début des négociations. Nous avons également examiné la liquidité en utilisant le « trading turnover » pour les deux échantillons, Euro.NM et NASDAQ. Les résultats montrent que la liquidité est négativement corrélée avec la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. Par contre, elle est fortement corrélée avec la participation des *insiders* dans l'opération.

Chapitre 7

ANALYSE DE LA PERFORMANCE À MOYEN ET LONG TERME

Section I : Résultats de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse

§ 1 – Résultats en utilisant les rendements anormaux cumulés (CAR)

Le tableau 7-A présente la moyenne des rendements non-ajustés (R_t) et la moyenne des rendements anormaux cumulés ($CAR_{t, T}$) pour les 36 mois qui suivent l'introduction en bourse. Les données du panel A indiquent les résultats pour 277 opérations réalisées sur l'Euro.NM pendant la période 1997-99. Le panel B montre les résultats pour 277 offres équivalentes réalisées sur le NASDAQ durant la même période.

En utilisant des portefeuilles de référence pour l'ajustement du rendement, il apparaît, à première vue, que les entreprises qui s'introduisent en bourse sur l'Euro.NM ne connaissent pas de dégradation de leurs performances. Ce constat semble aller à l'encontre de nos résultats pour les entreprises équivalentes du NASDAQ ainsi qu'aux résultats de Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995). En effet, sur les 36 rendements moyens non-ajustés calculés pour les sociétés de l'Euro.NM, les 11 premières observations sont de signe positif. Outre ces rendements élevés, la dégradation de la performance des entreprises de taille et/ou de même ratio MTBV est répercuté sur le rendement anormal pour donner un rendement moyen cumulé positif sur les 36 mois de l'étude. L'utilisation des indices « Euro.NM All Shares » EW et VW nuance ces premiers résultats et ne permet pas de conclure à des performances boursières durablement élevées des entreprises qui s'introduisent sur l'Euro.NM. En ce qui concerne notre échantillon du NASDAQ, les résultats montrent globalement une dégradation durable de la performance des entreprises qui s'introduisent en bourse durant cette période. En ajustant les rendements de cet échantillon par 25 portefeuilles

« Taille-MTBV » nous trouvons une moyenne des rendements anormaux cumulés de – 32,3 8 % sur les 36 mois.¹¹⁵

Tableau 7 - A : Rendements anormaux selon la méthode CAR pour les introductions en bourse sur l'Euro.NM et le NASDAQ durant la période 1997-1999

Le tableau présente les rendements anormaux cumulés, en pourcentage, avec le test t pour 36 mois après l'introduction en bourse, sans le rendement initial. Les rendements anormaux sont calculés par la relation suivante :

$$AR_i = 1/n_i \sum_{t=1}^{n_i} (r_{IPO,it} - r_{match,it})$$

où $r_{IPO,it}$ est le rendement sur la société i qui a fait l'introduction en bourse durant le mois t ; r_{match} est le rendement supposé normal. Nous utilisons cinq rendements supposés normaux. (1) rendement du quintile « Taille », (2) rendement du quintile « MTBV », (3) rendement de 25 portefeuilles « Taille-MTBV », (4) rendement de l'indice équi-pondéré et (5) rendement de l'indice pondéré par la valeur. La période d'observation est de 36 mois de bourse. Le t -stat est calculé pour chaque mois comme : $CAR_{i,t} \cdot \sqrt{n_i} / csd_i$, où $CAR_{i,t}$ est la moyenne des rendements ajustés cumulés pour le mois t , n_i est le nombre d'observations durant le mois t et $csd_i = [\frac{1}{t} \times \text{var} + 2 \times (t-1) \times \text{cov}]^{1/2}$, où t est le mois événement, var est la moyenne, sur 36 mois, de la variance et cov est l'auto-covariance de premier ordre des séries AR_i .

Panel A. Les résultats pour l'échantillon de l'Euro.NM													
		Rendements non-ajustés				Rendements anormaux cumulés (CAR _{1,t})							
Mois après l'introduction	Nombre d'offres	R _{1,t} %	t-stat	CR _{1,t} %	t-stat	5 "MTBV" %	t-stat	5 "Taille" %	t-stat	25 "Taille-MTBV" %	t-stat	Euro.NM (EW) %	t-stat
1	277	7,60	3,56	7,60	4,33	4,90	3,20	4,81	3,19	5,02	3,12	3,80	2,53
2	277	7,76	4,16	15,35	6,12	10,23	4,72	9,95	4,65	10,69	4,68	6,71	3,15
3	277	8,80	4,23	24,15	7,83	16,48	6,20	15,78	6,02	16,87	6,03	10,58	4,05
4	277	7,87	4,80	32,02	8,97	19,83	6,46	18,33	6,05	20,11	6,22	11,96	3,97
5	277	5,83	2,98	37,86	9,47	23,76	6,92	21,02	6,21	23,93	6,62	13,65	4,05
6	277	8,32	3,45	46,18	10,54	29,69	7,90	26,18	7,06	29,33	7,41	17,25	4,67
7	277	5,23	3,11	51,42	10,86	29,89	7,36	25,08	6,26	27,15	6,35	15,22	3,82
8	277	6,72	4,03	58,14	11,48	31,85	7,34	25,61	5,98	28,70	6,28	14,59	3,42
9	277	5,19	2,97	63,33	11,79	32,75	7,11	24,66	5,43	28,73	5,93	12,84	2,84
10	277	8,36	4,51	71,70	12,66	38,48	7,93	29,28	6,11	32,98	6,45	16,18	3,39
11	277	1,76	0,87	73,46	12,36	39,85	7,83	30,05	5,98	34,67	6,47	15,77	3,15
12	277	-1,92	-1,19	71,53	11,52	39,99	7,52	29,43	5,61	33,53	5,99	14,20	2,72
13	277	-3,80	-2,47	67,74	10,48	39,04	7,05	28,02	5,13	32,72	5,62	11,22	2,06
14	277	-2,48	-1,70	65,26	9,73	38,42	6,69	26,83	4,73	32,38	5,36	8,83	1,57
15	277	-0,21	-0,13	65,05	9,37	38,76	6,52	26,33	4,49	32,84	5,25	7,44	1,27
16	277	-1,69	-0,89	63,36	8,83	40,66	6,62	27,75	4,58	34,88	5,40	7,34	1,22
17	277	-5,22	-3,41	58,13	7,86	39,20	6,19	25,67	4,11	33,09	4,97	4,56	0,73
18	277	-4,91	-2,94	53,22	7,00	36,02	5,53	21,72	3,38	29,79	4,35	-0,53	-0,08
19	275	-0,94	-0,57	52,29	6,66	34,74	5,17	19,44	2,93	28,32	4,00	-3,69	-0,56
20	275	-1,31	-0,76	50,97	6,33	34,59	5,02	18,80	2,77	28,33	3,91	-6,13	-0,91
21	275	-3,25	-1,66	47,73	5,79	35,80	5,07	19,74	2,83	29,74	4,00	-6,53	-0,94
22	275	-6,58	-4,87	41,14	4,87	34,33	4,75	18,02	2,53	28,40	3,73	-9,28	-1,31
23	275	-2,90	-1,66	38,24	4,43	36,24	4,90	19,77	2,71	30,50	3,92	-8,53	-1,18
24	274	-2,05	-1,27	36,19	4,10	37,53	4,96	20,83	2,79	30,93	3,89	-7,95	-1,07
25	272	-1,71	-0,87	34,48	3,81	39,80	5,14	22,97	3,00	33,09	4,06	-6,22	-0,82
26	271	-3,03	-2,22	31,45	3,40	39,37	4,97	22,12	2,83	32,33	3,88	-7,16	-0,92
27	270	-7,66	-5,10	23,79	2,52	37,52	4,64	19,72	2,47	29,94	3,52	-10,57	-1,33
28	260	-3,24	-1,95	20,55	2,10	40,00	4,77	21,88	2,64	32,88	3,72	-9,22	-1,12
29	234	-6,57	-4,22	13,98	1,33	36,83	4,09	18,88	2,13	29,74	3,14	-13,11	-1,48
30	219	-3,91	-2,25	10,07	0,91	36,85	3,90	18,85	2,02	30,20	3,03	-14,24	-1,53
31	214	-0,66	-0,32	9,41	0,83	38,18	3,92	20,15	2,10	31,00	3,03	-13,45	-1,41
32	209	-0,95	-0,36	8,46	0,72	40,56	4,06	22,23	2,25	33,97	3,23	-11,62	-1,18
33	191	-2,92	-1,32	5,54	0,45	42,55	4,01	24,20	2,31	35,98	3,22	-10,46	-1,00
34	168	-2,36	-1,03	3,18	0,24	43,46	3,78	25,45	2,24	37,35	3,09	-9,84	-0,87
35	151	-4,24	-2,33	-1,07	-0,07	42,59	3,46	24,45	2,01	36,40	2,81	-11,41	-0,94
36	140	-4,38	-1,95	-5,45	-0,36	43,28	3,34	24,94	1,95	36,33	2,66	-11,04	-0,87

¹¹⁵ Notre résultat corrobore celui de Ritter (1991) qui, en utilisant la même démarche méthodologique, trouve un rendement anormal cumulé de –29,13 %.

Pannel B. Les résultats pour l'échantillon du NASDAQ															
Mois après l'introduction	Nombre d'offres	Rendements non-ajustés				Rendements anormaux cumulés (CAR _{1,t})									
		R _t		CR _{1,t}		5 "MTBV"		5 "Taille"		25 "Taille-MTBV"		Nasdaq Com. (EW)		Nasdaq Com. (VW)	
		%	t-stat	%	t-stat	%	t-stat	%	t-stat	%	t-stat	%	t-stat	%	t-stat
1	277	1,00	0,60	1,00	0,45	-1,22	-0,60	-1,06	-0,51	-1,41	-0,70	-0,79	-0,39	-1,39	-0,68
2	277	-0,85	-0,50	0,15	0,05	-4,77	-1,67	-3,96	-1,35	-4,43	-1,55	-4,02	-1,39	-5,36	-1,86
3	277	3,68	1,90	3,83	0,99	-4,62	-1,32	-2,78	-0,77	-3,85	-1,10	-3,17	-0,89	-5,54	-1,57
4	277	5,46	2,41	9,29	2,08	-2,98	-0,73	-0,56	-0,14	-2,31	-0,57	-1,26	-0,31	-4,29	-1,05
5	277	5,14	2,75	14,43	2,89	-2,13	-0,47	0,72	0,15	-1,25	-0,28	0,10	0,02	-4,28	-0,94
6	277	2,98	1,75	17,41	3,19	-2,14	-0,43	0,86	0,17	-1,43	-0,29	0,39	0,08	-4,58	-0,92
7	275	2,98	1,60	20,38	3,44	-3,77	-0,70	-0,30	-0,06	-3,14	-0,59	-0,42	-0,08	-6,36	-1,18
8	271	2,07	1,18	22,45	3,52	-4,68	-0,81	-0,93	-0,16	-3,65	-0,63	-1,13	-0,19	-7,68	-1,32
9	270	3,10	1,51	25,56	3,77	-4,55	-0,74	-0,42	-0,07	-3,28	-0,53	-0,15	-0,02	-7,71	-1,25
10	266	-6,26	-3,77	19,29	2,68	-10,58	-1,62	-6,24	-0,93	-9,16	-1,41	-5,96	-0,90	-13,47	-2,05
11	266	-4,33	-2,82	14,96	1,98	-16,44	-2,40	-11,72	-1,67	-14,82	-2,17	-11,39	-1,64	-20,27	-2,94
12	266	-2,73	-1,47	12,23	1,55	-18,76	-2,62	-14,57	-1,99	-17,11	-2,40	-14,16	-1,96	-22,55	-3,13
13	263	-4,71	-2,61	7,52	0,91	-23,73	-3,16	-19,92	-2,60	-22,59	-3,02	-19,27	-2,54	-28,63	-3,80
14	262	3,38	1,15	10,90	1,27	-22,87	-2,93	-18,84	-2,37	-22,21	-2,86	-18,33	-2,33	-27,90	-3,56
15	260	-0,13	-0,06	10,77	1,21	-23,73	-2,93	-19,95	-2,41	-23,07	-2,86	-19,37	-2,37	-29,08	-3,57
16	259	-2,17	-0,92	8,60	0,93	-25,39	-3,03	-22,08	-2,58	-24,94	-2,99	-21,61	-2,55	-31,03	-3,68
17	257	-2,83	-1,46	5,77	0,60	-28,64	-3,30	-25,12	-2,84	-28,32	-3,28	-24,88	-2,84	-35,62	-4,09
18	250	4,82	1,79	10,60	1,06	-25,80	-2,85	-21,80	-2,36	-25,87	-2,87	-22,50	-2,46	-31,96	-3,51
19	250	2,61	1,09	13,21	1,29	-25,22	-2,71	-21,74	-2,29	-26,61	-2,87	-22,10	-2,35	-31,30	-3,35
20	247	3,53	1,35	16,73	1,58	-23,61	-2,46	-20,32	-2,07	-25,54	-2,67	-21,52	-2,22	-29,04	-3,01
21	246	1,72	0,75	18,46	1,70	-25,07	-2,54	-21,72	-2,16	-27,59	-2,81	-24,80	-2,49	-29,73	-3,00
22	244	3,05	0,92	21,51	1,93	-22,89	-2,26	-20,11	-1,95	-25,93	-2,57	-24,37	-2,38	-26,69	-2,62
23	242	4,57	1,64	26,09	2,28	-20,75	-2,00	-18,22	-1,72	-24,85	-2,40	-24,40	-2,32	-24,48	-2,34
24	242	0,56	0,25	26,65	2,28	-22,49	-2,12	-20,35	-1,88	-27,36	-2,59	-27,22	-2,54	-25,15	-2,36
25	237	5,48	2,10	32,13	2,66	-20,99	-1,92	-19,31	-1,73	-25,81	-2,37	-27,46	-2,48	-23,05	-2,09
26	233	2,93	1,35	35,06	2,83	-20,65	-1,83	-21,27	-1,85	-26,31	-2,34	-28,93	-2,54	-21,94	-1,94
27	230	3,39	1,30	38,45	3,02	-20,19	-1,75	-21,65	-1,83	-26,62	-2,31	-31,35	-2,69	-20,70	-1,78
28	221	-3,29	-1,41	35,16	2,66	-25,15	-2,10	-28,88	-2,36	-32,30	-2,70	-38,78	-3,20	-23,06	-1,91
29	214	1,75	0,60	36,91	2,70	-26,97	-2,17	-31,26	-2,47	-34,96	-2,83	-42,57	-3,39	-24,35	-1,95
30	204	6,04	2,15	42,96	3,02	-24,44	-1,89	-28,77	-2,18	-32,37	-2,51	-41,00	-3,14	-17,97	-1,38
31	201	4,01	1,55	46,97	3,22	-23,76	-1,79	-29,28	-2,16	-33,36	-2,53	-41,48	-3,10	-16,30	-1,22
32	194	1,88	0,61	48,85	3,24	-23,75	-1,73	-29,32	-2,10	-34,24	-2,51	-41,83	-3,02	-13,09	-0,95
33	185	3,29	1,26	52,14	3,32	-24,72	-1,73	-30,72	-2,11	-37,09	-2,61	-44,51	-3,09	-13,13	-0,92
34	175	4,54	1,16	56,68	3,46	-20,99	-1,41	-29,07	-1,92	-34,55	-2,33	-41,29	-2,75	-6,91	-0,46
35	166	6,69	2,23	63,37	3,72	-18,86	-1,22	-26,45	-1,67	-31,98	-2,07	-38,91	-2,49	-2,94	-0,19
36	160	0,46	0,12	63,82	3,62	-18,49	-1,16	-28,35	-1,74	-32,38	-2,03	-39,33	-2,43	0,69	0,04

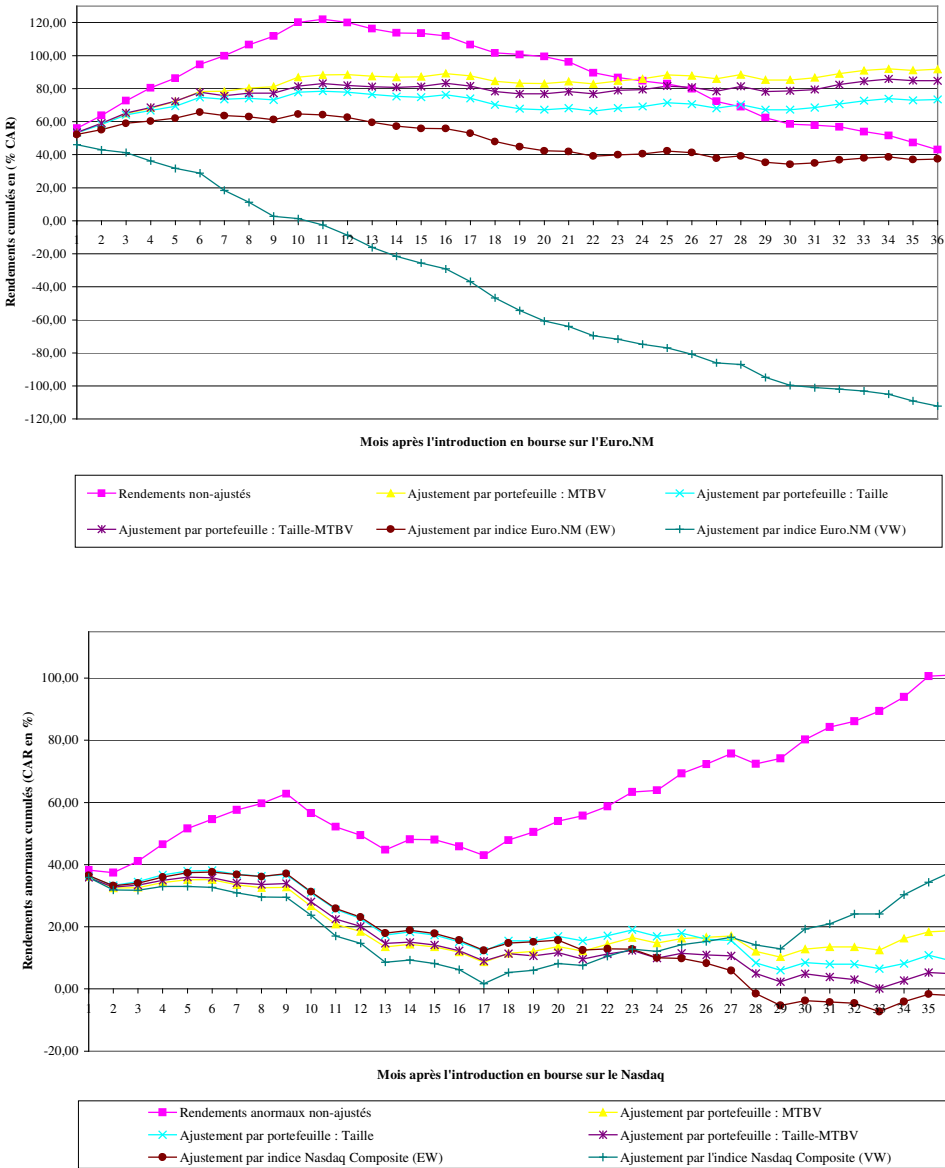
Ces résultats sont calculés à partir du prix de clôture observé le premier jour de cotation. Nous allons prendre en considération maintenant le prix de souscription dans l'offre d'introduction. Dans la figure 7-A, nous représentons graphiquement les rendements anormaux cumulés pour les deux échantillons. Nous effectuons le calcul avec plusieurs portefeuilles de référence.

Le rendement initial non-ajusté moyen est de 56,04 % sur l'Euro.NM, suivi d'une moyenne de rendement mensuelle qui varie entre + 8,80 et - 7,66 %. Les rendements moyens cumulés atteignent un maximum de 121,9 % le onzième mois, puis s'infléchissent. Cette dégradation peut être attribuée en partie à la bulle spéculative qui a touché les valeurs technologiques. Ces résultats corroborent l'étude de Sentis (2001) portant sur les introductions en bourse sur le marché français entre 1991 et 1995 ; l'auteur trouve un rendement cumulé non ajusté de 99 %. En ce qui concerne les sociétés du NASDAQ, nous observons un rendement initial plus faible que celui observé sur l'Euro.NM. Nous trouvons un rendement initial de 38,26 %, suivi d'un rendement mensuel moyen qui varie entre + 6,69 et - 6,26 %. Les rendements anormaux cumulés atteignent également un niveau élevé de 101,08 % le 36^{ème} mois et

semblent continuer par la suite. Toutefois, cette augmentation est beaucoup plus faible et plus lente que celle observée sur l'Euro.NM. Cette différence peut s'expliquer par le fait que la bulle spéculative était beaucoup plus importante sur le NASDAQ que sur l'Euro.NM.

Figure 7 - A : Rendements anormaux cumulés calculés avec le prix de souscription

Les rendements anormaux à long terme sont calculés par la méthode des rendements anormaux cumulés pour 36 mois après l'introduction en bourse. Nous représentons graphiquement six séries par marché : (1) les rendements non-ajustés, (2) ajustement par rendement du quintile « Taille », (3) ajustement par quintile « MTBV », (4) ajustement par 25 portefeuilles « Taille-MTBV », (5) ajustement par indice équi-pondéré et (6) ajustement par indice pondéré par la valeur.



Outre les trois portefeuilles de référence, la figure 7-A retrace l'évolution des rendements anormaux cumulés ajustés par le rendement du marché. Chaque mois, nous

soustrayons du rendement de chaque titre le rendement observé sur le marché, en utilisant deux indices différents à savoir : l'indice équi-pondéré et l'indice pondéré par la valeur. Le graphique pour l'Euro.NM montre une grande différence dans les résultats obtenus par ces deux indices. En effet, si l'ajustement est effectué par l'indice équi-pondéré, les résultats sont presque semblables à ceux obtenus par les différents portefeuilles de référence. Par contre, l'utilisation de l'indice pondéré par la valeur montre une dégradation durable sur les 36 mois qui suivent les introductions en bourse. Les résultats s'expliquent par une performance chez les grandes entreprises nettement supérieure à celle des entreprises de petite taille. Les résultats pour le NASDAQ sont plus ou moins semblables en utilisant les deux indices.

§ 2 – Résultats en utilisant la méthode des rendements « achat-conservation » (Buy-and-Hold)

Le tableau 7-B présente nos résultats en utilisant la méthode des rendements « achat-conservation ». Cette méthode permet de capter le rendement obtenu par l'investisseur qui acquiert les actions des entreprises qui s'introduisent en bourse et qui sont conservées sur un horizon de temps de 6, 12, 18, 24, 30 et 36 mois. Nous recourons à plusieurs alternatives, supposées comme rendements normaux, pour ajuster les rendements bruts : l'indice de marché équi-pondéré, l'indice de marché pondéré par la valeur, les portefeuilles par taille, les portefeuilles par ratio MTBV et les portefeuilles par taille et par ratio MTBV.

Indépendamment du facteur d'ajustement, les résultats montrent l'existence des rendements anormaux positifs pour les deux échantillons sur un horizon de six mois. Toutefois, les différences entre les deux échantillons sont plus significatives pour les autres horizons. Nous observons des rendements anormaux positifs d'une valeur entre 11,25 % et 54,47 % pour l'échantillon Euro.NM sur une période de trois ans et entre – 16,18 % et –86,31 % pour l'échantillon NASDAQ.

Pour l'échantillon Euro.NM, si l'ajustement est effectué par l'indice pondéré par la valeur, nous constatons des résultats extrêmes qui s'expliquent par une variation importante entre les rendements des sociétés de grande taille et celles de petite taille.

Le tableau 7-B montre également le ratio des « richesses relatives » (*wealth relative*) qui exprime le ratio de la moyenne des rendements des introductions en bourse

et le rendement moyen du portefeuille de référence durant la même période. Ce ratio est calculé selon l'expression suivante :

$$WR_T = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) \right)}{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\prod_{t=1}^T (1 + R_{mt}) \right)}$$

où : WR_T est le ratio de richesse relative pour la période T , allant du mois 1 jusqu'au mois T après l'introduction en bourse. Nous effectuons les calculs sur les horizons de 6, 12, 18, 24, 30 et 36 mois. R_{it} est le rendement de la société i durant le mois t après l'introduction en bourse ; R_{mt} est le rendement sur l'indice ou le portefeuille de référence sur la même période et N est le nombre des introductions en bourse.

Tableau 7 - B : Performance boursière à long terme pour différentes périodes d'étude

Le tableau présente les résultats de la stratégie dite achat-conservation (*Buy and Hold*) des introductions en bourse, après une période de 6, 12, 18, 24, 30 et 36 mois après le premier jour de cotation. Les rendements sont calculés avec une fréquence mensuelle pour le panel A (échantillon Euro.NM) et pour le panel B (échantillon NASDAQ). Ils sont ajustés de cinq rendements supposés normaux. (1) rendement du quintile « MTBV », (2) rendement du quintile « Taille », (3) rendement de 25 portefeuilles « Taille-MTBV », (4) rendement de l'indice équi-pondéré et (5) rendement de l'indice pondéré par la valeur. La période d'observation est de 36 mois de bourse.

Période d'analyse	Panel A. Performance à long terme de l'échantillon Euro.NM				Panel B. Performance à long terme de l'échantillon NASDAQ			
	Rendement anormal (%)	t-student	t-statistic ajusté	Ratio Wealth	Rendement anormal (%)	t-student	t-statistic ajusté	Ratio Wealth
Achat-conservation 6 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	49,17	6,25	7,77	1,41	3,10	0,45	0,50	1,03
5 portefeuilles "Taille"	43,43	5,78	7,05	1,35	6,70	0,97	1,07	1,06
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	48,00	5,91	7,16	1,40	3,68	0,53	0,58	1,03
Indice EW	31,23	4,31	5,01	1,23	6,33	0,93	1,02	1,05
Indice VW	-23,76	-3,41	-3,08	0,88	1,51	0,23	0,26	1,01
Achat-conservation 12 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	72,25	5,33	7,27	1,55	-15,33	-1,65	-1,40	0,89
5 portefeuilles "Taille"	58,24	4,31	5,56	1,40	-10,28	-1,11	-0,97	0,92
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	61,74	4,46	5,68	1,43	-13,80	-1,43	-1,25	0,90
Indice EW	36,88	2,72	3,25	1,22	-10,11	-1,11	-0,97	0,92
Indice VW	-94,52	-6,91	-4,06	0,68	-16,97	-1,88	-1,54	0,88
Achat-conservation 18 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	90,89	3,92	5,70	1,82	-12,80	-1,08	-0,94	0,90
5 portefeuilles "Taille"	78,07	3,37	4,68	1,63	-11,56	-0,96	-0,84	0,91
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	78,71	3,51	4,86	1,64	-15,56	-1,23	-1,09	0,89
Indice EW	49,14	2,11	2,67	1,32	-13,63	-1,15	-0,99	0,90
Indice VW	-148,57	-6,35	-1,93	0,58	-23,20	-1,99	-1,58	0,84
Achat-conservation 24 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	56,68	3,08	4,87	1,60	-7,91	-0,48	-0,41	0,94
5 portefeuilles "Taille"	42,98	2,36	3,38	1,40	-13,61	-0,80	-0,69	0,91
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	39,71	2,68	3,31	1,36	-21,42	-1,22	-1,06	0,86
Indice EW	10,16	0,54	0,68	1,07	-24,66	-1,48	-1,21	0,84
Indice VW	-268,90	-11,22	-3,87	0,36	-23,10	-1,43	-1,18	0,85
Achat-conservation 30 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	37,49	2,71	3,84	1,50	-17,41	-0,79	-0,62	0,89
5 portefeuilles "Taille"	24,77	1,86	2,41	1,28	-51,53	-1,95	-1,65	0,74
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	18,05	1,76	1,88	1,19	-41,74	-1,75	-1,34	0,77
Indice EW	-8,93	-0,66	-0,53	0,93	-65,95	-2,86	-1,70	0,68
Indice VW	-337,99	-11,85	-16,27	0,25	-28,47	-1,31	-0,99	0,83
Achat-conservation 36 mois								
5 portefeuilles "MTBV"	54,47	2,12	3,84	1,85	-16,18	-0,64	-0,62	0,91
5 portefeuilles "Taille"	43,47	1,76	2,41	1,58	-75,25	-2,29	-1,65	0,68
25 portefeuilles "Taille-MTBV"	34,16	2,01	1,88	1,40	-51,25	-1,87	-1,34	0,75
Indice EW	11,25	0,44	-0,53	1,10	-86,31	-3,22	-1,70	0,65
Indice VW	-332,61	-8,98	-16,27	0,25	-16,92	-0,67	-0,99	0,90

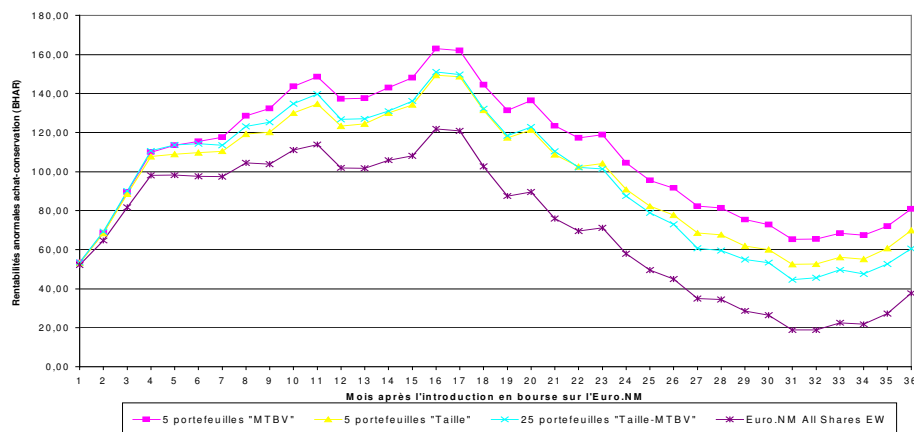
Les résultats montrent, indépendamment de l'ajustement, que le ratio est supérieur à un pour les introductions en bourse sur l'Euro.NM et inférieur à un pour les introductions sur le NASDAQ. Plus particulièrement, en utilisant différents ajustements,

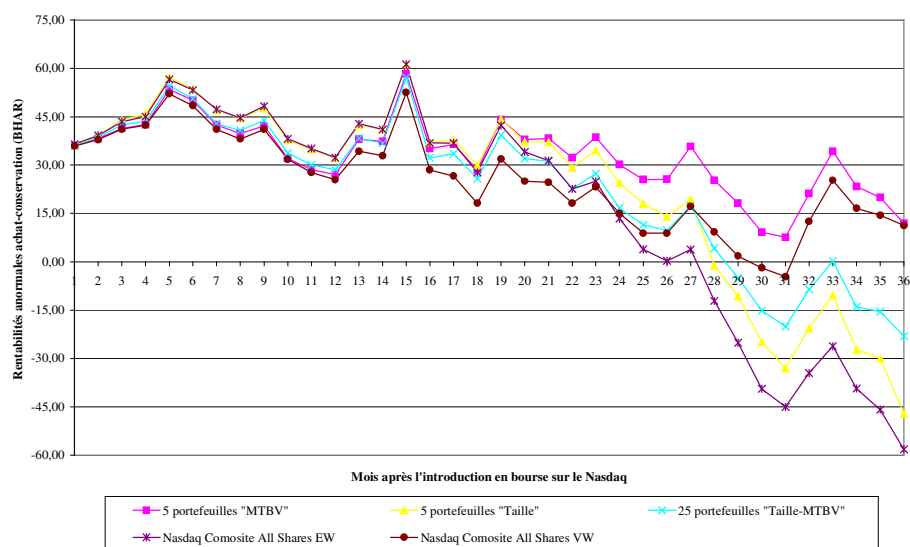
les valeurs de ce ratio pour l'échantillon NASDAQ varient entre 0,65 et 0,91. Ces résultats corroborent les études précédentes réalisées sur les marchés américains. Par exemple, Ritter (1991) rapporte un ratio de richesse relative de 0,831 pour son étude qui porte sur un échantillon de 1.526 introductions en bourse.

La figure 7-B nous permet d'étudier les profits ou les pertes de l'investisseur qui acquiert et conserve sur une période déterminée les actions des entreprises qui s'introduisent en bourse. Pour l'échantillon Euro.NM, nous constatons une nette amélioration dans la performance de ces sociétés sur les seize premiers mois mais qui s'infléchit considérablement par la suite. Nous observons le même phénomène pour l'échantillon NASDAQ à l'exception d'une instabilité sur les 18 premiers mois, où nous observons une dégradation de la performance le cinquième et le douzième mois. Ce constat nous permet de confirmer que l'impact de la bulle spéculative qui a touché les deux marchés n'avait pas les mêmes conséquences sur toutes les sociétés. En effet, ce fut uniquement les sociétés de petite taille qui subirent les conséquences de la bulle spéculative.

Figure 7 - B : BHAR des rendements anormaux cumulés calculés avec le prix de souscription

Les rendements anormaux à long terme sont calculés par la méthode dite « achat-conservation » sur une période de 36 mois après l'introduction en bourse. Nous représentons graphiquement six séries par marché : (1) les rendements non-ajustés, (2) ajustement par rendement du quintile « Taille », (3) ajustement par quintile « MTBV », (4) ajustement par 25 portefeuilles « Taille-MTBV », (5) ajustement par indice équi-pondéré et (6) ajustement par indice pondéré par la valeur. Pour l'échantillon Euro.NM, nous négligeons l'ajustement par le rendement du marché équi-pondéré pour les raisons citées auparavant.





§ 3 – Résultats selon les méthodes de « Calendar-Time Portfolios »

Dans cette section, nous présentons respectivement les résultats de nos deux échantillons en utilisant le modèle à trois facteurs de Fama-French et les résultats selon la méthode *CTAR*. Le tableau 7-C présente les résultats de la régression des trois facteurs pour les séries chronologiques. Les rendements annuels des portefeuilles constitués des introductions en bourse sont régressés sur l'excès de rendement pour le *MEDAF* ou sur l'excès de rendement, le *SMB* et le *HML* pour le modèle à trois facteurs de Fama-French. Pour notre échantillon Euro.NM (panel A) nous observons que les constantes pour les régressions du *MEDAF* sont presque égales à zéro mais elles ne sont pas statistiquement significatives. Le modèle à trois facteurs de Fama-French ne fournit pas d'explications supplémentaires. En effet, peu importe le facteur de pondération (*EW* ou *VW*) : les constantes sont très proches de zéro et elles ne sont pas statistiquement significatives. Sur la base du « Calendar-Time », les introductions en bourse ne semblent ni sur-performer ni sous-performer. Le tableau 7-C montre également les résultats pour les régressions pré-pondérées par la racine carrée du nombre de sociétés dans le portefeuille. Si les portefeuilles des introductions sont équi-pondérés, les constantes sont significativement différentes de zéro pour le *MEDAF* et pour le modèle à trois facteurs. Cependant, si les portefeuilles sont pondérés par la valeur, les constantes sont égales à zéro mais non significatives. La pondération a pour effet d'augmenter les coefficients de l'excès de rendement pour refléter les mouvements du marché.

Tableau 7 - C : Rendements anormaux à long terme (selon le MEDAF et Fama-French) pour les introductions en bourse sur l'Euro.NM et le NASDAQ

L'échantillon est constitué de 277 offres d'introduction en bourse sur l'Euro.NM pour la période 1997-1999 et 277 offres équivalentes sur la même période sur le NASDAQ. Nous estimons la régression pour le portefeuille des offres d'introduction en bourse pour le MEDAF (M-1). La même régression est utilisée pour le modèle à trois facteurs de Fama-French (M-2),

$$R_{pt} - R_{st} = \alpha + \beta[R_{mt} - R_{ft}] + e_t \quad \text{M-1}$$

$$R_{pt} - R_{st} = \alpha + \beta[R_{mt} - R_{ft}] + sSMB_t + hHML_t + e_t \quad \text{M-2}$$

Le portefeuille des introductions en bourse R_{pt} comprend toutes les émissions effectuées entre 1997 et 1999. $(R_{mt} - R_{ft})$ est le rendement pondéré par la capitalisation boursière de tous les titres de l'Euro.NM (R_{mt}) moins le taux de l'actif sans risque (R_{ft}), qui est le taux EUROR à trois mois (le taux Treasury bill à trois mois pour l'échantillon NASDAQ) le mois t . SMB_t (small minus big) est la différence chaque mois t entre la moyenne des rentabilités sur les trois petits portefeuilles et la moyenne des rentabilités sur les trois grands portefeuilles,

$$SMB_t = 1/3(\text{Small Value} + \text{Small Neutral} + \text{Big Value}) - 1/3(\text{Big Value} + \text{Big Neutral} + \text{Big Growth})$$

HML_t est la différence chaque mois t entre la moyenne des rentabilités du portefeuille avec un ratio MTBV élevé et la rentabilité du portefeuille à faible ratio MTBV,

$$HML_t = 1/2(\text{Small Value} + \text{Big Value}) - 1/2(\text{Small Growth} + \text{Big Growth})$$

Les deux premières colonnes présentent les résultats pour l'estimation du MEDAF. Les deux colonnes suivantes présentent l'estimation du modèle à trois facteurs de Fama-French (le test t est entre parenthèses). α , β et γ désignent respectivement le seuil significatif de 10%, 5% et 1%. Le panel A présente les résultats de la régression pour notre échantillon Euro.NM et le panel B pour notre échantillon du NASDAQ. Nous estimons les paramètres en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires (OLS). De manière identique à celle de Boehme et Sorescu (2002), nous utilisons également la méthode des moindres carrés pondérés (*weighted least squares*) par la racine carrée du nombre des opérations d'introduction en bourse dans le portefeuille.

Panel A : Résultats pour les offres d'introduction sur l'Euro.NM				
<i>Regressions OLS</i>				
	MEDAF		Model Fama-French	
	Equal-Weighted	Value-Weighted	Equal-Weighted	Value-Weighted
Constante (α)	-0,018 (-1,11)	0,013 (0,94)	-0,015 (-0,93)	0,018 (1,22)
Excès de rendement (β)	0,783 (9,26) ^γ	1,084 (14,93) ^γ	0,846 (8,51) ^γ	1,065 (12,41) ^γ
SMB (s)			0,018 (0,13)	-0,153 (-1,27)
HML (h)			-0,19 (-1,49)	-0,171 (-1,58)
R ² ajusté	0,585	0,787	0,595	0,790
<i>Régressions WLS</i>				
	MEDAF		Model Fama-French	
	Equal-Weighted	Value-Weighted	Equal-Weighted	Value-Weighted
Constante (α)	-0,035 (-4,29) ^γ	-0,0002 (-0,029)	-0,037 (-4,79) ^γ	0,0004 (-0,08)
Excès de rendement (β)	0,780 (19,33) ^γ	1,068 (40,42) ^γ	0,843 (20,13) ^γ	1,080 (35,92) ^γ
SMB (s)			0,216 (3,32) ^γ	0,039 (0,84)
HML (h)			0,015 (0,26)	-0,002 (-0,04)
R ² ajusté	0,861	0,965	0,882	0,964
Panel B : Résultats pour les offres d'introduction sur le NASDAQ				
<i>Regressions OLS</i>				
	MEDAF		Model Fama-French	
	Equal-Weighted	Value-Weighted	Equal-Weighted	Value-Weighted
Constante (α)	-0,006 (-0,67)	0,050 (4,09) ^γ	-0,026 (-3,31) ^γ	0,041 (3,38) ^γ
Excès de rendement (β)	1,178 (17,58) ^γ	1,554 (18,38) ^γ	1,096 (20,49) ^γ	1,473 (17,82) ^γ
SMB (s)			0,503 (6,36) ^γ	0,154 (1,26)
HML (h)			-0,331 (-6,22) ^γ	-0,088 (-1,07)
R ² ajusté	0,837	0,849	0,905	0,868
<i>Régressions WLS</i>				
	MEDAF		Model Fama-French	
	Equal-Weighted	Value-Weighted	Equal-Weighted	Value-Weighted
Constante (α)	-0,006 (-0,61)	0,054 (4,53) ^γ	-0,027 (-3,33) ^γ	0,045 (3,67) ^γ
Excès de rendement (β)	1,156 (16,94) ^γ	1,527 (18,45) ^γ	1,076 (19,98) ^γ	1,459 (18,00) ^γ
SMB (s)			0,491 (6,50) ^γ	0,182 (1,60)
HML (h)			-0,323 (-6,35) ^γ	-0,107 (-1,40)
R ² ajusté	0,827	0,850	0,900	0,867

En ce qui concerne notre échantillon NASDAQ (panel B), nous constatons que la constante pour le MEDAF des régressions *OLS* et *WLS* est aussi égale à zéro mais non-significative. Par contre, pour le reste des régressions, les constantes sont significativement différentes de zéro. Si les portefeuilles des introductions en bourse sont équi-pondérés, les constantes de la régression du modèle à trois facteurs (*OLS* ou *WLS*) sont de signes négatifs et statistiquement significatifs. Par contre, quand les portefeuilles sont pondérés par la valeur, les constantes sont de signes positifs et statistiquement significatifs. Nos résultats renforcent l'hypothèse des marchés efficients et confortent notre étude sur la performance à court terme. Selon cette hypothèse, si le marché est efficient,¹¹⁶ il n'est pas possible de faire des profits anormaux (il n'existe pas de possibilité d'arbitrage (*une opération d'arbitrage est une stratégie qui permet de générer un profit positif sans investissement net*)).

En prenant maintenant les rendements anormaux calculés selon la méthode *CTAR*, nous effectuons le calcul des rendements anormaux pour un an, deux ans et trois ans. Indépendamment du facteur d'ajustement, les résultats repris dans le tableau 7-D montrent l'existence de rendements anormaux à long terme. Le panel C présente les résultats pour les deux échantillons sur un horizon de 36 mois. Pour l'échantillon Euro.NM, nous observons que, si les « Calendar-Time Portfolios » sont équi-pondérés par les rendements anormaux, l'échantillon présente un rendement sur 36 mois plus faible que dans le cas où la pondération est réalisée par la valeur de la société dans le portefeuille. De plus, à l'exception de l'ajustement par la valeur, aucun résultat n'est significatif dans le cas d'équi-pondération. Toutefois, si nous prenons en considération la pondération par la valeur, nous pouvons affirmer l'existence d'un rendement anormal positif. Les résultats pour l'échantillon NASDAQ font apparaître l'existence d'un rendement anormal négatif si les « Calendar-Time Portfolio » sont équi-pondérés. Par contre, le rendement anormal est positif s'ils sont pondérés par la valeur. Indépendamment du facteur de pondération, les résultats pour l'échantillon NASDAQ sont statistiquement significatifs. L'existence des rendements plus élevés, si les

¹¹⁶ On peut distinguer trois types de marché efficient qui sont fonction du type d'information disponible : (1) l'hypothèse de marché efficient en forme faible qui explicite que les prix reflètent toute l'information contenue dans la série historique des prix ; (2) l'hypothèse de marché efficient en forme semi forte établit que les prix reflètent toute l'information publique disponible ; (3) l'hypothèse de marché efficient en forme forte qui établit que toute l'information connue, publique et privée, est reflétée dans les prix du marché.

« Calendar-Time Portfolio » sont pondérés par la valeur, révèle la sous-performance des introductions en bourse réalisées par les sociétés de petite taille.

Tableau 7 - D : Les rendements anormaux selon la méthode des « Calendar-Time Abnormal Return » pour les introductions en bourse sur l'Euro.NM et le NASDAQ

Le tableau présente la performance à long terme de 277 introductions en bourse sur l'Euro.NM pour la période 1997-99 et 277 introductions équivalentes introduites durant la même période. Les rendements sont ajustés de cinq rendements supposés normaux. (1) rendement du quintile « MTBV », (2) rendement du quintile « Taille », (3) rendement de 25 portefeuilles « Taille-MTBV », (4) rendement de l'indice équi-pondéré et (5) rendement de l'indice pondéré par la valeur. Pour effectuer ce calcul, nous utilisons respectivement les trois horizons suivants : un an, deux ans et trois ans. α , β et γ indiquent respectivement le niveau significatif au seuil de 10%, 5% et 1%.

<i>Panel A : Un an de rendements anormaux</i>					
Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	4,87	1,22	5 portefeuilles : « MTBV »	-13,27 ^γ	-2,67
5 portefeuilles : « Taille »	3,00	0,82	5 portefeuilles : « Taille »	13,38 ^γ	-2,74
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	1,79	0,46	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	-12,52 ^γ	-2,62
Indice : Euro.NM All Shares EW	-1,05	-0,34	Indice : NASDAQ Composite EW	14,20 ^γ	-2,91
Indice : Euro.NM All Shares VW	-22,69 ^γ	-4,77	Indice : NASDAQ Composite VW	-11,51 ^γ	-2,71
Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	26,97 ^γ	4,75	5 portefeuilles : « MTBV »	7,01	0,93
5 portefeuilles : « Taille »	24,39 ^γ	4,69	5 portefeuilles : « Taille »	7,59	1,06
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	18,21 ^γ	3,52	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	7,96	1,10
Indice : Euro.NM All Shares EW	21,70 ^γ	4,15	Indice : NASDAQ Composite EW	6,92	0,96
Indice : Euro.NM All Shares VW	0,06	0,01	Indice : NASDAQ Composite VW	10,20 ^α	1,88
<i>Panel B : Deux ans de rendements anormaux</i>					
Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	-1,20	-0,24	5 portefeuilles : « MTBV »	-7,51 ^β	-2,17
5 portefeuilles : « Taille »	-2,90	-0,52	5 portefeuilles : « Taille »	-7,52 ^β	-2,13
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	-0,63	-0,17	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	-6,70 ^α	-1,88
Indice : Euro.NM All Shares EW	-6,69	-1,33	Indice : NASDAQ Composite EW	-12,61 ^β	-2,50
Indice : Euro.NM All Shares VW	-27,14 ^γ	-4,12	Indice : NASDAQ Composite VW	-4,75	-1,38
Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	21,11 ^γ	3,10	5 portefeuilles : « MTBV »	15,21 ^γ	2,79
5 portefeuilles : « Taille »	18,54 ^γ	2,73	5 portefeuilles : « Taille »	14,74 ^β	2,51
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	15,57 ^γ	3,12	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	15,61 ^γ	2,82
Indice : Euro.NM All Shares EW	15,71 ^γ	2,30	Indice : NASDAQ Composite EW	10,22	1,47
Indice : Euro.NM All Shares VW	-4,73	-0,73	Indice : NASDAQ Composite VW	18,07 ^γ	3,91
<i>Panel C : Trois ans de rendements anormaux</i>					
Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Equal Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	2,48	0,91	5 portefeuilles : « MTBV »	-8,21 ^γ	-3,08
5 portefeuilles : « Taille »	1,47	0,58	5 portefeuilles : « Taille »	-7,90 ^γ	-2,85
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	1,57	0,62	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	-7,37 ^γ	-2,64
Indice : Euro.NM All Shares EW	-2,34	-1,14	Indice : NASDAQ Composite EW	-12,31 ^γ	-3,15
Indice : Euro.NM All Shares VW	-23,31 ^γ	-5,38	Indice : NASDAQ Composite VW	-5,51 ^β	-2,05
Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour l'Euro.NM			Value Weighted « Calendar-Time Portfolio » pour le NASDAQ		
	RAS* (%)	Test t		RAS* (%)	Test t
5 portefeuilles : « MTBV »	24,75 ^γ	5,91	5 portefeuilles : « MTBV »	13,48 ^γ	2,61
5 portefeuilles : « Taille »	23,23 ^γ	6,58	5 portefeuilles : « Taille »	12,72 ^β	2,33
25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	18,42 ^γ	5,54	25 portefeuilles : « Taille-MTBV »	13,67 ^γ	2,63
Indice : Euro.NM All Shares EW	19,96 ^γ	4,90	Indice : NASDAQ Composite EW	8,68	1,34
Indice : Euro.NM All Shares VW	0,98	0,42	Indice : NASDAQ Composite VW	15,48 ^γ	3,76

* Rendement anormal standardisé

Les résultats apparaissent similaires quand nous prenons en considération les périodes de 12 et 24 mois (panel A et B). Les résultats pour l'échantillon Euro.NM montrent l'existence des rendements anormaux. Cependant, ils ne sont significatifs que si nous utilisons une pondération par la valeur.

L'utilisation de la méthode des « Calendar-Time » nous permet de confirmer deux résultats : l'existence d'un rendement anormal positif pour l'échantillon Euro.NM et un rendement anormal négatif pour les sociétés du NASDAQ. Nous constatons également que les résultats sont presque stables sur les trois périodes. Toutefois, si les portefeuilles sont pondérés par la valeur, les rendements à long terme sont plus importants que dans le cas d'une équi-pondération. Ce résultat indique que les sociétés de grande taille ont une performance à long terme plus importante.

À titre de conclusion, nous pouvons dire que le calcul des rendements anormaux est une question purement méthodologique. Le calcul par les « Calendar-Time Portfolio » dépend en premier lieu du facteur de pondération retenu et de la méthode d'estimation utilisée en second lieu.

Section II : Analyse en coupe transversale

Dans cette section, nous effectuons une analyse en coupe transversale afin d'expliquer d'un côté la performance à long terme des introductions en bourse sur l'Euro.NM et de l'autre la sous performance des introductions en bourse sur le NASDAQ. Nous prenons en considération la performance des deux échantillons sur plusieurs horizons. Le tableau 7-E présente la performance calculée selon la méthode BHAR par secteur, par taille d'opération et par décote initiale.

Sur la base d'une première segmentation de l'échantillon par secteur d'activité, nous constatons que la performance des introductions en bourse varie largement d'un secteur à l'autre. Toutefois, nous observons des similarités sur les deux marchés. Par exemple, nous constatons une sur-performance des entreprises de technologie et de télécommunication sur les deux marchés. En outre, les entreprises des différents secteurs de l'Euro.NM présentent une meilleure performance que celle de notre échantillon NASDAQ. Avec un BHAR de 161,2 % sur 36 mois, nous constatons également que les entreprises appartenant au secteur télécommunications de l'Euro.NM

affichent la meilleure performance de toutes les entreprises appartenant aux différents secteurs des deux échantillons. Par contre, la plus mauvaise performance est réalisée par les entreprises du secteur « Industriel & Services industriels ».

Tableau 7 - E : Performance à long terme et caractéristiques de l'échantillon

La méthode dite « achat-conservation » (*buy-and-hold*) est utilisée pour estimer les performances à long terme des entreprises qui s'introduisent en bourse. Les performances à long terme sont calculées lorsque les rentabilités normatives sont déterminées à partir des entreprises du même quintile « Taille-MTBV ». Le panel A présente les performances à long terme pour l'échantillon Euro.NM et le panel B pour l'échantillon NASDAQ. α , β et γ sont significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%.

Panel A. Rentabilités normatives pour l'Euro.NM							
Échantillon	Mois 6 (en %)	Mois 12 (en %)	Mois 18 (en %)	Mois 24 (en %)	Mois 30 (en %)	Mois 36 (en %)	Décote initiale (en %)
BHAR :							
Biotechnologie	52,89	140,82	76,02	24,04	48,96 ^γ	161,25	19,99
Industriel & Services Ind.	33,18	59,68	78,09	-3,15	-20,08	-24,50	34,41
IT Services	47,05	30,16	71,69	41,79	2,01	-4,65	65,89 ^α
Medtech & Health Care	26,51	69,38	33,72	7,83	-2,58	28,94	15,93
Software	61,91	31,79	17,21	-4,13	-13,26	-18,73 ^γ	37,37
Technologie	39,71	86,32	114,59	53,44	47,90	64,11	39,94
Télécommunication	61,43	123,63	191,78	181,26 ^α	100,02 ^β	198,40 ^α	40,61
Taille de l'opération ≤ 35 M €	43,81	77,88 ^γ	115,92 ^β	55,78	21,33	38,08	42,53
Taille de l'opération > 35 M €	56,85	27,66 ^γ	0,13 ^β	5,74	11,10	25,95	47,03
Tout l'échantillon	48,00 ^α	61,74 ^α	78,71 ^α	39,71 ^α	18,05 ^β	34,16 ^α	43,98 ^α
Offres sous-évaluées	55,21 ^γ	61,82	69,16	29,58	12,54	22,45	57,65 ^α
Offres surévaluées	22,45 ^γ	61,48	112,54	75,54	37,53	75,60	-4,46 ^α
Panel B. Rentabilités normatives pour l'échantillon NASDAQ							
Échantillon	Mois 6 (en %)	Mois 12 (en %)	Mois 18 (en %)	Mois 24 (en %)	Mois 30 (en %)	Mois 36 (en %)	Décote initiale (en %)
BHAR :							
Biotechnologie	-3,20	-2,41	-28,51	-60,14	-101,76	-109,65	14,57 ^β
Industriel & Services Ind.	-23,62	-49,27	-87,33 ^γ	-154,89 ^β	-268,19 ^α	-305,08 ^α	14,91
IT Services	-10,47	-33,61	-28,98	-22,64	-18,32	-22,50	64,58 ^α
Medtech & Health Care	-36,69	-60,00	-75,37	-163,30 ^γ	-213,88	-305,26 ^β	19,17
Software	8,47	-18,62	-25,85	-47,10	-89,22	-111,75	15,25 ^β
Technologie	35,43 ^α	20,86 ^α	28,04 ^β	64,60 ^α	82,88 ^α	114,18 ^α	30,25
Télécommunication	3,25	-1,09	47,47	46,69	16,40	19,11	0,83 ^α
Taille de l'opération ≤ 36 M \$	-0,21	-15,71	-36,23 ^β	-48,50 ^β	-91,91 ^α	-109,31 ^α	15,25 ^α
Taille de l'opération > 36 M \$	10,35	-10,53	19,91 ^β	25,03 ^β	44,33 ^α	48,36 ^α	57,19 ^α
Tout l'échantillon	3,68	-13,80	-15,56	-21,42	-41,75 ^β	-51,25 ^β	30,69 ^α
Offres sous-évaluées	2,62	-13,26	-23,49	-28,57	-36,37	-44,82	42,85 ^α
Offres surévaluées	7,26	-15,63	11,37	28,55	-60,00	-73,10	-10,60 ^α

Quand la segmentation est effectuée par la taille de l'opération d'introduction en bourse, nous notons que les opérations de grande taille sur le NASDAQ (c'est-à-dire d'une taille inférieure ou égale à 36 M€ qui correspond à la moyenne de l'échantillon) présentent une performance plus élevée que les introductions de petite taille. Ce résultat corrobore la thèse selon laquelle l'incertitude ex-ante est positivement corrélée avec la sous-performance. Ce résultat n'est pas confirmé pour notre échantillon de l'Euro.NM. Néanmoins, selon cette segmentation, les résultats sont plus significatifs pour l'échantillon NASDAQ.

En utilisant des modèles fondés sur l'asymétrie d'information, Grinblatt et Hwang (1989) et Welch (1989) montrent que les entreprises dont la sous-évaluation est forte (*décote initiale*) sont significativement plus performantes que les autres. Ainsi, nous effectuons une troisième segmentation basée sur le signe de la décote initiale,

positif ou négatif. Le tableau 7-E montre que la performance à six mois des introductions en bourse sur l'Euro.NM initialement sous-évaluées est deux fois plus importante que celle des opérations surévaluées. Après le douzième mois et jusqu'au 36^{ème}, nous constatons une inversion, c'est-à-dire que les opérations sous-évaluées sont moins performantes que les autres. Ce constat semble aller à l'encontre de celui observé pour l'échantillon NASDAQ. Ce résultat soutient en partie la thèse des réactions excessives. En effet, cette différence de rendement ne peut pas s'expliquer par le risque supplémentaire qui aurait été pris par les entreprises sous-évaluées ; ce constat nous paraît incompatible avec la théorie des marchés efficients. De Bondt et Thaler (1985), (1987) fournissent également des preuves empiriques dans ce sens en analysant la performance sur trois ans de deux portefeuilles, l'un est gagnant et l'autre perdant. Les auteurs soutiennent l'idée selon laquelle les cours de ces portefeuilles ne sont pas formés de manière rationnelle mais sont pilotés en partie par les réactions excessives des investisseurs. Ils ont présenté également la preuve, en utilisant des « holding periods » à un an et plus, l'existence d'une relation négative entre les rendements anormaux passés et ultérieurs pour les faibles capitalisations individuelles.

Nous concluons que la performance des introductions en bourse se manifeste différemment sur les deux marchés, à l'exception du secteur technologie et télécommunication. Nous pouvons également déduire que la performance varie selon le secteur industriel. Ainsi, nous pouvons dire que la sous-évaluation de ces introductions en bourse peut expliquer la performance à long terme.

Section III : Résultats de la régression OLS

Dans cette section, nous présentons les résultats des six régressions réalisées à partir de la méthode des moindres carrés ordinaires. Les rendements anormaux ($Return_{i,s}$) sont calculés selon la méthode des BHARs pour six horizons, respectivement 6, 12, 18, 24, 30 et 36 mois. Nous procédons à cette estimation afin de mettre en évidence la relation qui peut exister entre les rendements anormaux et les facteurs spécifiques à l'introduction en bourse. Les rendements ($Return_{i,s}$) sont calculés selon la méthode des BHARs équipondérés et la régression OLS prend la forme suivante :

$$Return_{i,s} = b_0 + b_1 Log(1 + MAR_i) + b_2 Risque_i + b_3 Capital_i + b_4 Taille_i + b_5 Log(MV_{i,s}) + b_6 MTBV_{i,s} + b_7 Turnover_{i,s} + \varepsilon_i$$

où s prend respectivement la valeur 6, 12, 18, 24, 30 et 36 pour désigner l'horizon ; MAR_i désigne la décote initiale ajustée pour l'entreprise i ; $Risque_i$ est la moyenne sur les 20 premiers jours pour le logarithme du rapport entre le prix le plus haut et le prix le plus bas de manière similaire à Parkinson (1980) ; $Capital_i$ est la part de capital détenue par les actionnaires d'origine au moment de l'introduction ; $Taille_i$ est le montant des capitaux levés ; $MV_{i,s}$, $MTBV_{i,s}$ représentent respectivement la capitalisation boursière (Market Value) et le ratio Market-to-Book Value pour la société i durant le mois s . Le $Turnover_{i,s}$ est la moyenne sur s mois du ratio : nombre des titres échangés / nombre des titres cotés. Nous estimons les paramètres de ce modèle en utilisant les données de chaque échantillon séparément ; le panel A pour l'échantillon Euro.NM et le panel B pour l'échantillon NASDAQ. Ensuite, nous estimons les paramètres en utilisant les données des deux échantillons ensemble. Pour faire la distinction entre les deux échantillons, nous introduisons dans le modèle une variable binaire (notée Marché) qui prend la valeur 1 quand la société est cotée sur l'Euro.NM et la valeur 0 si elle est cotée sur le NASDAQ.

Le tableau 7-F présente les résultats pour l'estimation des coefficients $\hat{b}_i$ en utilisant le Test t , le panel A pour l'échantillon Euro.NM, le panel B pour l'échantillon NASDAQ et le panel C pour les deux échantillons ensemble. Selon Shiller (1990), la performance à long terme des introductions en bourse doit être négativement corrélée avec la décote initiale. Cette relation est statistiquement significative pour la plupart des périodes étudiées sur les deux échantillons. Nous pouvons affirmer que le niveau élevé de la décote initiale explique la performance à long terme.

Tableau 7 - F : Résultats de la régression multiple avec différents horizons de BHAR comme variable à expliquer des introductions en bourse sur l'Euro.NM et le NASDAQ

L'étude se compose de deux échantillons, le premier constitué des introductions en bourse sur l'Euro.NM durant la période 1997-1999 et le deuxième constitué des opérations effectuées sur le NASDAQ durant la même période. Pour sélectionner cet échantillon, nous avons effectué un pairage par taille d'opération, par secteur d'activité et par année d'introduction en bourse. Chaque échantillon est composé de 277 introductions en bourse qui appartiennent à sept secteurs différents. Les rendements ($Return_{i,s}$) sont calculés selon la méthode des BHARs équi-pondérés et la régression OLS à la forme suivante :

$$Return_{i,s} = b_0 + b_1 \log(1 + MAR_i) + b_2 Risk_i + b_3 Capital_i + b_4 Taille_i + b_5 \log(MV_{i,s}) + b_6 MTBV_{i,s} + b_7 Turnover_{i,s} + \varepsilon_i$$

où s prend respectivement la valeur 6, 12, 18, 24, 30 et 36 pour désigner l'horizon ; MAR_i désigne la décote initiale ajustée pour l'entreprise i ; $Risque_i$ est le logarithme de la moyenne sur la valeur du ratio : $Price\ High / Price\ Low$, durant les 20 premiers jours après l'introduction en bourse. Cette approximation pour le risque est la même utilisée par Parkinson (1980) ; $Capital_i$ est la part de capital détenue par les actionnaires d'origine au moment de l'introduction ; $Taille_i$ le montant des capitaux levés ; $MV_{i,s}$, $MTBV_{i,s}$ et $Turnover_{i,s}$ représentent respectivement la capitalisation boursière, le ratio Market-to-Book Value pour la société i durant le mois s . Nous estimons les paramètres de ce modèle en utilisant les données de chaque échantillon à part, le panel A pour l'échantillon Euro.NM et le panel B pour l'échantillon NASDAQ. Ensuite, nous estimons les paramètres en utilisant les données des deux échantillons ensemble. Pour faire la distinction entre les deux échantillons, nous introduisons dans le modèle une variable

dichotomique (noté, Marché) qui prend la valeur 1 quand la société est cotée sur l'Euro.NM et la valeur 0 si elle est cotée sur le NASDAQ. α , β et γ sont significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%.

<i>Panel A. Les résultats de la régression multivariée pour l'échantillon Euro.NM</i>						
Variables explicatives	Variables expliquées					
	BHAR _(1,6)	BHAR _(1,12)	BHAR _(1,18)	BHAR _(1,24)	BHAR _(1,30)	BHAR _(1,36)
Intercepte	-2,02 (-6,02) ^γ	-2,82 (-4,68) ^γ	-3,78 (-3,91) ^γ	-2,47 (-3,99) ^γ	-1,80 (-3,88) ^γ	-1,16 (-1,33)
Décote initiale	-1,12 (-5,80) ^γ	-1,52 (-4,70) ^γ	-1,79 (-3,22) ^γ	-1,34 (-3,71) ^γ	-0,75 (-2,77) ^γ	-0,67 (-1,36)
Risque	-0,86 (-0,38)	-11,72 (-3,23) ^γ	-12,64 (-2,14) ^β	0,56 (0,15)	1,87 (0,65)	-11,70 (-1,99) ^β
Capital retenu	0,29 (0,68)	-0,86 (-1,20)	-0,21 (-0,17)	0,28 (0,36)	0,61 (1,05)	-0,29 (-0,26)
Taille de l'opération	-0,01 (-6,03) ^γ	-0,02 (-8,47) ^γ	-0,03 (-5,80) ^γ	0,01 (-4,95) ^γ	0,01 (-3,69) ^γ	-0,01 (-2,21) ^γ
Capitalisation boursière	0,57 (9,43) ^γ	1,14 (11,58) ^γ	1,43 (9,89) ^γ	0,75 (8,46) ^γ	0,49 (7,86) ^γ	0,52 (3,27) ^γ
MTBV	-0,02 (3,97) ^γ	0,01 (1,42)	0,01 (0,97)	0,04 (4,41) ^γ	0,02 (2,37) ^β	0,04 (3,27) ^γ
Turnover	0,02 (2,18) ^β	0,02 (3,29) ^γ	0,03 (2,13) ^β	0,02 (1,93) ^α	0,01 (1,56)	0,02 (1,34) ^γ
R² ajusté	0,398	0,399	0,325	0,361	0,253	0,068
F-statistic	27,10 ^γ	27,18 ^γ	19,97 ^γ	23,26 ^γ	14,36 ^γ	3,88 ^γ
<i>Panel B. Les résultats de la régression multivariée pour l'échantillon NASDAQ</i>						
Variables explicatives	Variables expliquées					
	BHAR _(1,6)	BHAR _(1,12)	BHAR _(1,18)	BHAR _(1,24)	BHAR _(1,30)	BHAR _(1,36)
Intercepte	-2,46 (-10,68) ^γ	-2,36 (-7,33) ^γ	-2,15 (-5,11) ^γ	-2,95 (-4,94) ^γ	-4,13 (-4,77) ^γ	-4,57 (-4,74) ^γ
Décote initiale	-0,99 (-5,98) ^γ	-1,06 (-4,38) ^γ	-1,09 (-3,24) ^γ	-0,58 (-1,22)	0,01 (0,01)	-0,66 (-0,87)
Risque	-0,86 (-0,64)	-4,73 (-2,47) ^γ	1,23 (0,48)	-2,58 (-0,71)	0,04 (0,01)	0,88 (-0,15)
Capital retenu	0,08 (0,26)	0,22 (-0,47)	-1,22 (-1,87) ^α	-0,51 (-0,55) ^γ	-0,52 (-0,40)	-0,53 (-0,36)
Taille de l'opération	-0,02 (-8,22) ^γ	-0,01 (-4,58) ^γ	-0,01 (-1,35)	-0,01 (-0,69)	-0,001 (-0,11)	0,01 (0,77)
Capitalisation boursière	0,68 (15,32) ^γ	0,73 (13,52) ^γ	0,69 (12,02) ^γ	0,84 (11,22) ^γ	1,00 (9,70) ^γ	1,09 (10,21)
MTBV	-0,01 (-1,05)	-0,001 (-0,85)	0,001 (0,47)	0,01 (1,49)	0,02 (1,23)	0,03 (2,28) ^β
Turnover	0,02 (4,57) ^γ	0,02 (4,07) ^γ	0,01 (3,23) ^γ	0,01 (2,98) ^γ	0,01 (2,13) ^β	0,01 (1,32)
R² ajusté	0,501	0,438	0,376	0,346	0,281	0,311
F-statistic	40,58 ^γ	31,77 ^γ	24,78 ^γ	21,90 ^γ	16,37 ^γ	18,83 ^γ
<i>Panel C. Les résultats de la régression multivariée pour les deux échantillons ensemble</i>						
Variables explicatives	Variables expliquées					
	BHAR _(1,6)	BHAR _(1,12)	BHAR _(1,18)	BHAR _(1,24)	BHAR _(1,30)	BHAR _(1,36)
Intercepte	-2,48 (-12,64) ^γ	-2,75 (-8,79) ^γ	-3,00 (-6,00) ^γ	-3,07 (-7,10) ^γ	-3,68 (-6,92) ^γ	-3,15 (-4,83) ^γ
Décote initiale	-1,04 (-8,15) ^γ	-1,32 (-6,40) ^γ	-1,40 (-4,08) ^γ	-0,91 (-3,12) ^γ	-0,41 (-1,17)	-0,55 (-1,23)
Risque	-0,78 (-0,64)	-5,77 (-3,05) ^γ	-2,14 (-0,71)	-0,72 (-0,28)	1,54 (0,49)	-6,69 (-1,68) ^α
Capital retenu	0,08 (0,29)	-0,33 (-0,77)	-0,36 (-0,51)	0,01 (0,02)	0,31 (0,43)	-0,15 (-0,16)
Taille de l'opération	-0,01 (-10,36) ^γ	-0,02 (-9,86) ^γ	0,02 (-5,80) ^γ	-0,01 (-4,34) ^γ	-0,01 (-2,32) ^γ	-0,01 (-1,74) ^α
Capitalisation boursière	0,66 (18,41) ^γ	0,93 (18,22) ^γ	0,98 (14,37) ^γ	0,83 (15,14) ^γ	0,81 (12,89) ^γ	0,91 (11,22) ^γ
MTBV	-0,001 (-0,65)	-0,002 (-0,33)	0,01 (1,70) ^α	0,02 (3,69) ^γ	0,01 (1,22)	0,03 (3,44) ^γ
Turnover	0,02 (4,64) ^γ	0,02 (4,31) ^γ	0,01 (2,47) ^γ	0,01 (3,58) ^γ	0,01 (3,26) ^γ	0,01 (2,24) ^β
Marché	0,40 (3,99) ^γ	0,23 (1,41)	0,57 (2,14) ^β	0,46 (2,01) ^β	0,78 (2,82) ^γ	-0,26 (-0,73) ^γ
R² ajusté	0,441	0,411	0,306	0,352	0,259	0,220
F-statistic	55,49 ^γ	49,17 ^γ	31,50 ^γ	38,51 ^γ	25,15 ^γ	20,53 ^γ

Miller (1977) affirme que la performance à long terme des introductions en bourse doit être négativement corrélée avec risque ex-ante. L'auteur prend la taille de

l'opération comme mesure du risque ex-ante et nos résultats corroborent cette hypothèse. Nous utilisons également comme mesure de risque ex-post, le logarithme de la moyenne sur la valeur du ratio : *Price High/Price Low*, durant les 20 premiers jours après l'introduction en bourse. Cette approximation du risque est utilisée par Parkinson (1980) ; nos résultats rejettent l'existence d'une relation directe entre la performance à long terme et le risque ex-post.

Nos résultats montrent également qu'il existe une relation entre la performance à long terme et la liquidité du titre. Le tableau 7-G montre qu'il n'existe aucune particularité sectorielle pour la performance à long terme. Malgré l'existence de quelques résultats significatifs, les relations ne sont pas stables.

Tableau 7 - G : Résultats de la régression multiple avec différents horizons de BHAR avec variables sectorielles

L'étude se compose de deux échantillons, le premier constitué des introductions en bourse sur l'Euro.NM durant la période 1997-1999 et le deuxième constitué des opérations effectuées sur le NASDAQ durant la même période. Pour sélectionner cet échantillon, nous avons effectué un pairage par taille d'opération, par secteur d'activité et par année d'introduction en bourse. Chaque échantillon est composé de 277 introductions en bourse qui appartiennent à sept secteurs différents. Les rendements ($Return_{i,s}$) sont calculés selon la méthode des BHARS équi pondérés et la régression OLS à la forme suivante :

$$Return_{i,s} = b_0 + b_1 \log(1 + MAR_i) + b_2 Risque_i + b_3 Capital_i + b_4 Taille_i + b_5 \log(MV_{i,s}) + b_6 MTBV_{i,s} + b_7 Turnover_{i,s} + \sum_{j=1}^{n-1} \beta_j VBSIC_{i,j} + \varepsilon_i$$

où s prend respectivement la valeur 6, 12, 18, 24, 30 et 36 pour désigner l'horizon ; MAR_i désigne la décote initiale ajustée pour l'entreprise i ; le logarithme de la moyenne sur la valeur du ratio : *Price High / Price Low*, durant les 20 premiers jours après l'introduction en bourse. Cette approximation pour le risque est la même utilisée par Parkinson (1980) ; *Capital*, est la part de capital détenue par les actionnaires d'origine au moment de l'introduction ; *Taille*, le montant des capitaux levés ; $MV_{i,s}$, $MTBV_{i,s}$, $Turnover_{i,s}$ et $VBSIC_{i,j}$ représentent respectivement la capitalisation boursière, le ratio Market-to-Book Value pour la société i durant le mois s et les variables dichotomiques désignant les secteurs d'activité. Nous estimons les paramètres de ce modèle en utilisant les données de chaque échantillon à part : le panel A pour l'échantillon Euro.NM et le panel B pour l'échantillon NASDAQ. Ensuite, nous estimons les paramètres en utilisant les données des deux échantillons ensemble. Pour faire la distinction entre les deux échantillons, nous introduisons dans le modèle une variable dichotomique (notée *Marché*) qui prend la valeur 1 quand la société est cotée sur l'Euro.NM et la valeur 0 si elle est cotée sur le NASDAQ. α , β et γ sont significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%.

<i>Panel A. Les résultats de la régression multivariée pour l'échantillon Euro.NM</i>						
Variables explicatives	Variables expliquées					
	BHAR _(1,6)	BHAR _(1,12)	BHAR _(1,18)	BHAR _(1,24)	BHAR _(1,30)	BHAR _(1,36)
Constante	-2,14 (-4,94) ^y	-3,01 (-3,95) ^y	-3,80 (-2,93) ^y	-1,32 (-1,43) ^y	-0,90 (-1,47) ^y	0,814 (0,72)
Décote initiale	-1,08 (-5,70) ^y	-1,48 (-4,58) ^y	-1,91 (-3,42) ^y	-1,43 (-3,94) ^y	-0,76 (-2,81) ^y	-0,60 (-1,23)
Risque	-0,34 (-0,15)	-10,57 (-2,83) ^y	-15,18 (-2,48) ^β	-1,01 (-0,28)	1,31 (0,45)	-8,61 (-1,46)
Capital retenu	0,36 (0,82)	-0,68 (-0,91)	-0,59 (-0,46)	-0,36 (-0,44)	0,20 (0,33)	-0,57 (-0,51)
Taille de l'opération	-0,01 (-6,20) ^y	-0,02 (-8,54) ^y	-0,03 (-5,98) ^y	-0,02 (-5,32) ^y	-0,01 (-3,92) ^y	-0,01 (-2,43) ^y
Capitalisation boursière	0,59 (9,76) ^y	1,16 (11,50) ^y	1,48 (9,86) ^y	0,77 (8,23) ^y	0,48 (7,29) ^y	0,47 (2,95) ^y
MTBV	0,02 (4,264) ^y	0,001 (1,36)	0,001 (0,91)	0,04 (4,23) ^y	0,02 (2,58) ^y	0,04 (3,37) ^y
Turnover	0,01 (2,25) ^y	0,02 (3,14) ^y	0,03 (2,13) ^β	0,02 (2,06) ^β	0,01 (1,45)	0,02 (1,18) ^y
INDUM1	-0,06 (-0,18)	0,01 (0,02)	-0,86 (-0,81)	-1,51 (-2,25) ^β	-0,80 (-1,59)	-0,84 (-0,92)
INDUM2	0,21 (0,64)	0,54 (1,00)	0,72 (0,79)	-0,89 (-1,49)	-1,05 (-2,35) ^β	-2,27 (-2,77) ^y
INDUM3	-0,41 (-1,61)	-0,38 (-0,88)	0,68 (0,89)	-0,32 (-0,65)	-0,46 (-1,26)	-2,05 (-3,13) ^y
INDUM4	-0,21 (-0,56)	-0,18 (-0,29)	-0,68 (-0,69)	-1,41 (-2,00) ^β	-0,99 (-1,88) ^β	-1,84 (-1,92) ^α
INDUM5	0,15 (0,59)	-0,19 (-0,42)	0,07 (0,10)	-0,74 (-1,47)	-0,61 (-1,64) ^α	-2,17 (-3,24) ^y
INDUM6	-0,05 (-0,21)	0,24 (0,55)	0,39 (0,51)	-0,79 (-1,63) ^y	-0,43 (-1,19)	-1,39 (-2,09) ^y
R² ajusté	0,411	0,401	0,323	0,368	0,257	0,099
F-statistic	15,91 ^y	15,24 ^y	11,14 ^y	13,36 ^y	8,36 ^y	3,34 ^y

<i>Panel B. Les résultats de la régression multivariée pour l'échantillon NASDAQ</i>						
Variables explicatives	Variables expliquées					
	BHAR _(1,6)	BHAR _(1,12)	BHAR _(1,18)	BHAR _(1,24)	BHAR _(1,30)	BHAR _(1,36)
Constante	-2,83 (-9,08) ^y	-2,89 (-6,32) ^y	-2,51 (-4,05) ^y	-2,98 (-3,40) ^y	-3,91 (-3,12) ^y	-4,02 (-2,94) ^y
Décote initiale	-1,03 (-6,06) ^y	-1,13 (-4,50) ^y	-1,16 (-3,31) ^y	-0,73 (-1,49)	-0,21 (-0,31)	-0,94 (-1,21)
Risque	-0,25 (-0,18)	-4,09 (-2,02) ^β	1,56 (0,57)	-4,07 (-1,06)	-3,03 (-0,55)	-5,26 (-0,86)
Capital retenu	0,13 (0,41)	-0,13 (-0,26)	-1,18 (-1,77) ^α	-0,61 (-0,65)	-0,70 (-0,52)	-0,86 (-0,58)
Taille de l'opération	-0,01 (-6,83) ^y	-0,01 (-3,47) ^y	-0,004 (-0,91)	-0,006 (-1,00)	-0,006 (-0,67)	-0,001 (-0,14)
Capitalisation boursière	0,71 (15,04) ^y	0,75 (13,25) ^y	0,70 (11,63) ^y	0,84 (10,58) ^y	0,99 (8,99) ^y	1,09 (9,46) ^y
MTBV	-0,001 (-1,02)	0,001 (-0,77)	0,002 (0,52)	0,01 (1,38)	0,01 (1,10)	0,03 (2,10) ^β
Turnover	0,01 (4,41) ^y	0,02 (4,10) ^y	0,01 (3,23) ^y	0,009 (2,97) ^y	0,01 (2,14) ^β	0,006 (1,33)
INDUM1	-0,05 (-0,20)	0,14 (0,34)	-0,02 (-0,03)	-0,31 (-0,38)	-0,73 (-0,62)	-1,19 (-0,85)
INDUM2	0,48 (1,87) ^α	0,66 (1,72) ^α	0,56 (1,03)	0,27 (0,35)	-0,28 (-0,25)	-0,46 (-0,38)
INDUM3	-0,06 (-0,30)	0,07 (0,24)	0,15 (0,34)	0,70 (1,14)	1,08 (1,23)	1,38 (1,42)
INDUM4	0,49 (1,62) [*]	0,62 (1,38)	0,35 (0,57)	-0,18 (-0,21)	-0,14 (-0,11)	-0,93 (-0,67)
INDUM5	0,19 (0,90)	0,31 (1,00)	0,23 (0,53)	0,17 (0,27)	0,18 (0,21)	0,03 (0,03) ^y
INDUM6	0,12 (0,55)	0,31 (1,01) ^y	0,31 (0,72)	0,50 (0,82)	0,58 (0,66)	0,67 (0,68)
R² ajusté	0,507	0,436	0,366	0,340	0,277	0,316
F-statistic	22,82 ^y	17,43 ^y	13,27 ^y	11,95 ^y	9,13 ^y	10,82 ^y

Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons utilisé la méthodologie des rendements anormaux pour étudier la performance à moyen et long terme des introductions en bourse. Nous avons essayé d'identifier l'existence de liens entre rentabilité initiale, les performances boursières à moyen et long terme et la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. A partir d'un premier échantillon de 277 entreprises introduites en bourse sur les différents segments de l'Euro.NM sur la période 1997-1999 et d'un échantillon sélectionné par pairage sur le NASDAQ, nous arrivons à des divergences notables entre les deux échantillons.

En premier lieu, nous avons décelé une dégradation dans la performance à moyen et long terme de l'échantillon NASDAQ. Ce résultat corrobore les études précédentes sur le marché américain. En effet, les études américaines (notamment Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995)) s'accordent à dire que les entreprises introduites en bourse « sous-performent » le marché sur les trois années qui suivent l'introduction en bourse. Par contre, notre résultat pour l'échantillon Euro.NM va à l'encontre de celui découvert sur le NASDAQ. Sur une période de trois ans, nous ne pouvons pas conclure au même résultat sur l'Euro.NM. Les résultats montrent une meilleure performance pour cet échantillon que le marché ou les « *benchmark* ».

En deuxième lieu, nous avons effectué une analyse en coupe transversale. Une segmentation basée sur le signe de la décote initiale, positif ou négatif, montre que les IPO sous-évaluées de l'Euro.NM sont davantage moins performantes que les autres. Les résultats pour l'échantillon NASDAQ semblent être aller à l'encontre de ceux obtenus pour l'Euro.NM.

En troisième et dernier lieu, nous obtenons des résultats qui vont à l'encontre de la théorie de l'agence et du signal : le niveau de performance boursière à moyen et long terme des entreprises qui s'introduisent n'est pas plus élevé pour celles dont la part de détention des actionnaires d'origine est plus importante. En effet, selon Leland et Pyle (1977), la part de détention de l'actionnaire d'origine signale la présence de projets d'investissement rentables. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling (1976)) parvient à des implications similaires en affirmant que plus la part de rétention des actionnaires

d'origine est importante, plus l'incitation à entreprendre des projets non rentables est réduite.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Le sujet sur le *corporate governance* constitue un cadre de référence des relations de pouvoir entre management, investisseurs institutionnels et actionnaires des entreprises. Il constitue également l'un des pôles de la recherche en finance. Le débat sur le sujet trouve ses origines à la suite de deux importants phénomènes. Le premier est la dissolution du mythe de l'harmonie d'intérêts entre actionnaires et dirigeants d'entreprises à la fin des années 1980. Aux États-Unis, ce sont les coups de boutoir des *raiders* qui ont été le facteur déclenchant. Au Royaume-Uni, une série de faillites retentissantes (BCCI Bank, Maxwell) a remis en cause la qualité des contrôles exercés par les conseils d'administration et ouvert le chemin au *Rapport Cadbury* en 1992. Le second phénomène est la montée en puissance des fonds communs de placement. Elle a permis aux actionnaires d'imposer progressivement leur point de vue. La décennie de 1990 a été marquée par l'émergence et la généralisation en 1998 et 1999 des codes, principes et recommandations de bonne conduite en matière de *corporate governance*. La plupart de ces rapports confirment qu'un système de *corporate governance* défectueux a une incidence directe sur les performances financières de l'entreprise. Depuis une période relativement récente, certains économistes cherchent à étudier l'impact du système de *corporate governance* non pas uniquement sur la performance financière mais également sur la liquidité des titres. Toutefois, ces études souffrent de plusieurs limites méthodologiques. La thèse aborde une analyse théorique de ce courant de recherche en finance et propose une nouvelle approche pour étudier le sujet qui est l'étude des introductions en bourse. Ce nouveau plan d'expérimentation nous a permis d'examiner la sous-évaluation initiale, la structure du contrôle, la liquidité et la performance à moyen et long terme des entreprises qui s'introduisent en bourse.

Il est intéressant d'étudier les introductions en bourse pour deux raisons. Premièrement, il est normal qu'autour d'une telle opération, on s'attende à une recomposition de l'actionnariat. En conséquence, le *corporate governance* peut s'en trouver affecté. Deuxièmement, l'introduction en bourse peut être de type opportuniste, les actionnaires d'origine cédant à bon prix une partie de leurs titres pour éviter de le faire pendant le déclin des performances de l'entreprise. L'étude des rendements à

moyen et à long terme peut apporter une réponse à cette question. Ainsi, nous avons étudié, dans un premier temps, l'opération d'introduction en bourse proprement dite avec toutes les questions liées à la fixation de prix, la sous-évaluation, la liquidité et le contrôle de ces opérations. Ensuite, dans un deuxième temps la recherche présente une explication des performances boursières à moyen et à long terme de ces opérations.

Pour mener cette étude, nous avons choisi un plan d'expérimentation portant sur deux marchés, à savoir l'Euro.NM et le NASDAQ. Ces deux marchés se caractérisent par deux systèmes financiers très différents du point de vue de la structure de propriété, du contrôle et du management. Le principal avantage d'étudier ces deux marchés plutôt qu'un seul, est de pouvoir vérifier si les introductions en bourse effectuées par les entreprises européennes, appartenant à la dite « nouvelle économie », se comportent de la même manière que leurs équivalentes du Nasdaq. Toutefois, le NASDAQ est un marché beaucoup plus important et plus mûr que l'Euro.NM. Pour ne pas biaiser notre étude, nous avons effectué un pairage sur les opérations américaines par secteur d'activité, par taille d'opération et par année d'introduction. Cette démarche a permis d'obtenir un échantillon américain comparable à l'échantillon européen.

L'étude de la structure du contrôle montre l'inexistence de différences significatives entre les entreprises qui s'introduisent en bourse sur l'Euro.NM et celles qui s'introduisent sur le NASDAQ. Par contre, nos résultats montrent que la sous-évaluation initiale des introductions en bourse sur l'Euro.NM est en moyenne plus forte que celle des opérations équivalentes réalisées sur le NASDAQ. Comparativement à d'autres études sur les introductions en bourse, la sous-évaluation observée sur nos deux échantillons est relativement plus élevée que celle observée dans les études précédentes ; d'après Ritter (2001), ceci est dû à l'euphorie des marchés financiers durant cette période.

Nos résultats suggèrent que les insiders des sociétés de l'Euro.NM jouent un rôle plus important dans l'introduction en bourse. Cette catégorie d'actionnaires propose en moyenne 5,92 % de leurs titres dans les opérations réalisées sur l'Euro.NM alors que, pour les sociétés du NASDAQ, cette catégorie d'actionnaires ne propose que 1,55 % de ses titres. En outre, la moyenne du « money left on the table » pour les investisseurs institutionnels de l'Euro.NM est deux fois plus importante que sur le NASDAQ. Ce

résultat prouve que les sociétés européennes de capital risque privilégient la liquidité immédiatement après l'introduction en bourse et préfèrent sortir le plutôt possible, détruisant ainsi plus de valeur.

Nos résultats montrent également que les marchés financiers ajustent les erreurs d'évaluation dès le premier jour de cotation. Pour peaufiner l'analyse de la sous-évaluation, nous avons mené deux études statistiques. La première analyse, univariée, montre l'existence d'une relation positive entre la sous-évaluation et la structure d'actionnariat. Ce résultat corrobore l'hypothèse soutenue par Brennan et Franks (1997), selon laquelle la sous-évaluation est un facteur qui permet de rémunérer les autres investisseurs des avantages en nature que peuvent se procurer les *insiders* par le biais de leur position de contrôle. Une seconde analyse, multivariée, a permis d'examiner la relation entre la sous-évaluation et la part dans le capital détenue par les actionnaires d'origine. Plusieurs régressions ont été effectuées sur les deux échantillons. Toutes ces régressions prouvent cette relation.

L'étude de la liquidité s'est effectuée de la même manière, c'est-à-dire à l'aide d'une première analyse univariée suivie d'une seconde multivariée. La première analyse avait pour objectif d'étudier la relation entre la structure de propriété et la liquidité en se basant sur le modèle de Bolton et Von Thadden (1998). Ce modèle soutient l'idée selon laquelle un « trade-off » existe entre la liquidité et le contrôle à long terme. Dans la seconde analyse, nous avons inversé la relation, c'est-à-dire que nous avons examiné si le niveau de la liquidité après l'opération d'introduction en bourse était négativement corrélé avec la concentration de propriété. Nous avons utilisé deux mesures pour appréhender la liquidité des titres, à savoir le *turnover volume* et la *fourchette de prix*. Les résultats ont montré que la fourchette des prix est négativement corrélée avec le degré de la sous-évaluation. Par ailleurs, l'étude du turnover des transactions montre qu'il est positivement corrélé avec la participation des *insiders* dans l'opération. En effet, plus importante est la participation de cette catégorie d'actionnaires dans l'offre, plus élevé est le niveau du turnover des transactions. Quelques secteurs sont plus (ou moins) liquides que les autres. Nos résultats pour l'étude de la liquidité corroborent ceux de Miller et Reilly (1987), de Schultz et Zaman (1994) et de Hanley (1993).

De manière générale, notre première étude des introductions en bourse montre que la structure de propriété joue un rôle primordial au niveau de la formation de la relation entre la sous-évaluation et la liquidité. La sous-évaluation d'une offre d'introduction peut aider à stabiliser la structure de propriété après l'introduction. Cela signifie que les gros investisseurs sont discriminés dans le processus d'allocation du capital. En effet, l'introduction en bourse polarise, sur un laps de temps court, un déterminant qui est la perte de contrôle des fondateurs : c'est remarquable dans les travaux Brennan et Franks (1997), Booth et Chua (1996), Maug (1998), Mello et Parsons (1998), et Zingales (1995). Elle sert également de point de départ aux changements de contrôle dans Mikkelson, *et al.* (1997).

Par la suite, notre recherche s'est intéressée à l'étude de la performance à moyen et long terme. Plusieurs résultats concordent avec ceux des études américaines, en particulier la présence d'une dégradation dans la performance des entreprises étudiées du NASDAQ. Par contre, les résultats obtenus sur notre échantillon Euro.NM contrastent avec ceux du NASDAQ et concluent à la présence d'une performance boursière à long terme significativement positive. La plupart des études américaines, entre autres celle de Loughran et Ritter (1995), concluent à la présence de performances boursières à long terme significativement négatives. Sur les deux échantillons, il semble que la sous-évaluation initiale des entreprises soit immédiatement corrigée ; aucune performance significativement anormale n'est ensuite constatée sur le long terme par rapport aux portefeuilles de référence ou par rapport à différents indices.

Il ressort de l'étude que les entreprises dont « la part détenue » par les actionnaires d'origine dans le capital est la plus importante, semblent ne pas présenter de meilleures performances à long terme que les autres. Ce résultat ne corrobore ni la théorie de l'agence initiée par Jensen et Meckling (1976), ni la théorie du signal initiée par Leland et Pyle (1977). En outre, l'analyse des régressions multiples montre que les entreprises dont la sous-évaluation est forte, ne sont pas significativement plus performantes que les autres entreprises. Ce résultat va à l'encontre des prédictions des modèles, entre autres ceux de Grinblatt et Hwang (1989) et de Welch (1989), fondés sur l'asymétrie d'information.

Nos résultats sont intéressants pour l'Euro.NM, le Nasdaq ainsi que pour les autres marchés européens. L'Euro.NM est un marché paneuropéen cherchant à promouvoir les entreprises à fort potentiel de croissance et opérant dans des secteurs de haute technologie. Souvent, ces entreprises sont appréciées par les investisseurs comme étant des valeurs à risque. Les investisseurs ont besoin d'être rassurés et doivent disposer d'une option de désinvestissement sur le marché financier. En effet, quand leur investissement atteint un certain niveau de développement, ils souhaitent disposer d'une opportunité de diversification pour leur portefeuille. En comparant les résultats avec ceux précédemment réalisés sur des entreprises opérant dans des secteurs industriels classiques, cette recherche montre que le comportement de celles de la dite « nouvelle économie », pendant et après leur introduction en bourse, est plus ou moins le même.

Dans cette recherche, nous avons étudié la période d'introduction en bourse et la performance à moyen et long terme en se basant uniquement sur des données financières. Nous n'avons pris en considération les données comptables car les pratiques et les principes en la matière ne sont pas les mêmes. La recherche n'a pas étudié s'il y a des différences dans les facteurs propres et dans les facteurs exogènes aux sociétés qui s'introduisent sur les deux marchés. En effet, l'accès à de telles informations demande d'énormes ressources en matière d'acquisition de bases de données sur différentes places financières. Ce qui constitue l'un des problèmes majeurs auxquels nous avons été confrontés ; ainsi, les règles de notification de l'information des sociétés diffèrent d'un pays à l'autre. Dans les pays de l'*Union Européenne*, il existe 15 systèmes différents de notification de structure du contrôle et d'informations sur les sociétés cotées, de surcroît dans différentes langues. Réciproquement, toutes les sociétés cotées sur le NASDAQ font l'objet d'obligations de notification par la SEC. Malgré les efforts engagés par la *Commission Européenne* pour harmoniser les exigences en matière de notifications au sein de l'*Union Européenne*, nous sommes encore loin d'une parfaite transparence des marchés financiers européens.

Les recherches ultérieures, à la fois théoriques et empiriques, requièrent de prendre en considération un échantillon beaucoup plus important et d'étendre l'étude du contrôle et de la performance sur une période beaucoup plus longue, par exemple 5 ans avant et 5 ans après l'opération d'introduction en bourse.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Admati, A., P. Pfleiderer, et J. Zechner, (1994), «Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium», *Journal of Political Economy* 6, 1097-1130.
- Aggarwal, R., et P. Conroy, (1999), «Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead Underwriter», *The Journal of Finance* 55, 2903-2922.
- Aggarwal, R., R. Leal, et F. Hernandez, (1993), «The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America», *Financial Management* 22, 42-53.
- Aggarwal, R., et P. Rivoli, (1990), «Fads in the initial public offering market?», *Financial Management* 19, 45-57.
- Agrawal, A., et C. Knoeber, (1996), «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
- Allen, F., et G. Faulhaber, (1989), «Signalling by underpricing in the IPO market», *Journal of financial Economics* 23, 303-323.
- Amihud, Y., et H. Mendelson, (1986), «Asset pricing and the bid-ask spread», *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Anderson, R., et D. Lee, (1997), «Ownership Studies: The Data Source Does Matter», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 311-329.
- Aoki, M., (1994), «The Japanese Firm as a System of attributes: A Survey and Research Agendas», in *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength* (Oxford University Press, Oxford).
- Barber, B., et J. Lyon, (1997), «Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics», *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.
- Barclay, M., et C. Holderness, (1989), «Private benefits from control of public corporations», *Journal of Financial Economics* 24, 371-395.
- Barnhart, S., M. Marr, et S. Rosenstein, (1994), «Firm performance and board composition: some new evidence», *Managerial and Decision Economics* 15, 329-340.
- Baron, D., (1979), «The Incentive Problem and Design of Investment Banking Contracts», *Journal of Banking and Finance* 3, 157-175.
- Baron, D., (1982), «A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues», *The Journal of Finance* 37, 955-976.
- Baron, D., et B. Holmström, (1980), «The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information : Delegation and the Incentive Problem», *The Journal of Finance* 35, 1115-1138.
- Barry, C., (1989), «Initial Public Offering Underpricing: The issuer's view – a comment», *Journal of Finance* 44, 1099-1103.
- Barry, C. B., C. Muscarella, J. Peavy, et M. Vetsuypens, (1990), «The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process», *Journal of Financial Economics* 27, 447-471.
- Barry, C., et R. Jennings, (1993), «The Opening Price Performance Of Initial Public Offerings Of Common Stock», *Financial Management* 22, 54-63.

- Beasley, M., (1996), «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud», *Accounting Review* 71, 443-465.
- Beatty, R., et J. Ritter, (1986), «Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Beatty, R., et I. Welch, (1996), «Legal Liability and Issuer Expenses in Initial Public Offerings», *Journal of Law and Economics* 39, 545-603.
- Beatty, R., et E Zajac, (1994), «Managerial Incentives, Monitoring and Risk Bearing: A study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings», *Administrative Science Quarterly* 39, 313-335.
- Bebchuk, L., et M. Roe, (1999), «A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership», *Stanford Law Review* 52, 775-808.
- Becher, D., (2000), «The valuation effects of bank mergers», *Journal of Corporate Finance* 6, 189-214.
- Bennet Stewart, G., (1991), «*The Question for Value*» (Harper Business, New York).
- Benston, G., et R. Hagerman, (1974), «Determinations of bid-ask spreads in the over-the-counter market», *Journal of Financial Economics* 1, 353-364.
- Benveniste, L., et W. Busaba, (1997), «Bookbuilding vs. Fixed Price: an Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 383-403.
- Benveniste, L., W. Busaba, et R. Guo, (2001), «The Option to Withdraw IPOs during the Premarket: Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics* 60, 73-102.
- Benveniste, L., et P. Spindt, (1989), «How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues», *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Benveniste, L., et W. Wilhelm, (1990), «The Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments», *Journal of Financial Economics* 28, 134-165.
- Berle, A., et G. Means, (1932), «*The Modern Corporation and Private Property*» (Harcourt, Brace & World, Inc., New York).
- Bhide, A., (1993), «The hidden costs of stock market liquidity», *Journal of Financial Economics* 34, 31-51.
- Biais, B., P. Bossaerts, et J. Rochet, (1998), «An Optimal IPO Mechanism», (Working Paper, IDEI, Université de Toulouse, Toulouse).
- Black, F., (1971), «Toward a Fully Automated Exchange, Part I», *Financial Analysts Journal* 27, 29-34.
- Blume, M., et M Goldstein, (1997), «Quotes, Order Flow, and Price Discovery», *Journal of Finance* 52, 221-244.
- Blume, M., et R. Stambaugh, (1983), «Biases in Computed Returns: An Application to the Size Effect», *Journal of Financial Economics* 12, 387-404.
- Boehme, D., et S. Sorescu, (2002), «The Long-run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction or product of chance?», *The Journal of Finance* 57, 871-900.
- Bolton, P., et E. Von Thadden, (1998), «Blocks, liquidity, and corporate control», *The Journal of Finance* 53, 1-25.
- Booth, J., et L. Chua, (1996), «Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing», *Journal of Financial Economics* 41, 291-310.
- Booth, J., et R. Smith, (1986), «Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis», *Journal of Financial Economics* 15, 261-281.

- Brav, A., (2000), «Inferences in long-horizon event studies: A Bayesian approach with applications to initial public offerings», *The Journal of Finance* 55, 1979-2016.
- Brav, A., C. Geczy, et P. Gompers, (2000), «Is the abnormal return following equity issuance anomalous?», *Journal of Financial Economics* 56, 206-249.
- Brav, A., et P. Gompers, (1997), «Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non venture capital-backed companies», *The Journal of Finance* 52, 1791-1821.
- Brav, A., et P. Gompers, (2000), «Insider Trading Subsequent to Initial Public Offerings: Evidence from Expirations of Lock-Up Provisions», (Working Paper, NBER).
- Brennan, M., et J. Franks, (1997), «Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K.», *Journal of Financial Economics* 45, 391-413.
- Brinkley, J., et C. James, (1987), «The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: the case of banking», *Journal of Law and Economics* 30, 161-180.
- Brown, C., et K. Reilly, (1997), «*Investment Analysis and Portfolio Management*» (The Dryden Press, Orlando).
- Burkart, M., J. Gromb, et F. Panunzi, (1997), «Large shareholders, monitoring, and the value of the firm», *Quarterly Journal of Economics* 112, 693-727.
- Caby, J., et G. Hirigoyen, (1997), «*La Création de Valeur de l'Entreprise*» (Economica, Paris).
- Cai, J., et T. Loughran, (1998), «The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992», *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 395-426.
- Cai, J., et K. Wei, (1997), «The investment and operating performance of Japanese IPO», *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 389-417.
- Camerer, C., (1989), «Bubbles and fads in asset prices: A review of theory and evidence», *Journal of Economic Surveys* 3, 3-41.
- Campbell, J., et W. Andrew, (1997), «*The Econometrics of Financial Markets*» (Princeton University Press, New Jersey).
- Campbell, T., (1979), «Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality», *Financial and Quantitative Analysis* 14, 913-924.
- Carhart, M., (1997), «On Persistence in Mutual Fund Performance», *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Carter, R., F. Dark, et A. Singh, (1998), «Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks», *The Journal of Finance* 53, 285-311.
- Carter, R., et S. Manaster, (1990), «Initial Public Offerings and the Underwriter Reputation», *The Journal of Finance* 45, 1.045-1.067.
- Champaud, C., (1962), «*Le pouvoir de concentration de la société par actions*» (Sirey, Paris).
- Charreaux, G., (1997a), «Gouvernement de l'entreprise», in Economica, ed.: *Encyclopédie de gestion* (Yves Simon et Patrick Joffre, Paris).
- Charreaux, G., (1997b), «*Le Gouvernement des Entreprises - Corporate Governance - Théorie et Faits*» (Economica, Paris).
- Charreaux, G., et P. Desbrières, (1998), «Gouvernement des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale», *Revue Finance, Contrôle, Stratégie* 1, 57-88.
- Charreaux, G., et Pitol-Belin, (1992), «Le Conseil d'Administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires», *Revue Française de Gestion* Janvier-Fevrier, 84-92.

- Chemmanur, T. J., (1993), «The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production», *The Journal of Finance* 48, 285-304.
- Chen, A., C. T. Hong, et C. Wu, (1999), «The Underpricing and Excess Returns of Initial Public Offerings Based on the Noisy Trading: A Stochastic Frontier Model», (Working Paper, Stanford University, California).
- Chowdry, B., et A. Sherman, (1996), «International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPOs», *Journal of Corporate Finance* 2, 359-381.
- Chung, K., et S. Pruitt, (1996), «Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: A Unifying Framework», *Journal of Banking and Finance* 20, 1135-1159.
- Cornelli, F., et D. Goldreich, (1999), «Bookbuilding and Strategic Allocation», (Working Paper, London Business School, London).
- Cusatis, P., J. Miles, et J. Woolridge, (1993), «Restructuring through Spinoffs: The Stock Market Evidence», *Journal of Financial Economics* 33, 293-311.
- Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman, et R. Wermers, (1997), «Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks», *The Journal of Finance* 52, 1035-1058.
- Dawson, S., (1987), «Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-84», *Journal of Business Finance and Accounting* 14, 65-76.
- De Bondt, W., et R. Thaler, (1985), «Does the stock market overreact?», *The Journal of Finance* 40, 793-808.
- De Bondt, W., et R. Thaler, (1987), «Further Evidence of Investor overreaction and stock market seasonality», *Journal of Finance* 42, 557-82.
- Demsetz, H., (1968), «The cost of transactions», *Quarterly Journal of Economics* 82, 33-53.
- Demsetz, H., et K. Lehn, (1983), «The structure of corporate ownership and theory of the Firm», *Journal of Law and Economics* 26, 375-93.
- Demsetz, H., et K. Lehn, (1985), «The structure of corporate ownership: causes and consequences», *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Dewenter, K., et P. Malatesta, (1997), «Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison», *The Journal of Finance* 52, 1659-1679.
- Drake, P. D., et M. R. Vetsuypens, (1993), «IPO Underpricing and Insurance against Legal Liability», *Financial Management* 22, 64-73.
- Fama, E., (1998), «Market efficiency, long-term returns and behavioral finance», *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
- Fama, E., et K. French, (1993), «Common risk factors in returns on stocks and bonds», *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, E., et M. Jensen, (1983a), «Agency problems and residual claims», *Journal of Law and Economics* 26, 327-49.
- Fama, E., et M. Jensen, (1983b), «The Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26, 301-25.
- Fayol, H., (1970), «*Administration industrielle et générale*» (Dunod, Paris).
- Fernando, C., S. Krishnamurthy, et P. A. Spindt, (1999), «Offer Price, Target Ownership Structure and IPO Performance», (Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, Pennsylvania).
- Finn, F., et R. Higham, (1988), «The Performance of Unseasoned New Equity Issues-cum-Stock Exchange Listings in Australia», *Journal of Banking and Finance* 12, 333-351.

- Firth, M., (1997), «An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand», *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 63-85.
- Franks, J., et C. Mayer, (1997), «Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France», *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 30-45.
- Garfinkel, J. A., (1993), «IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality ?», *Financial Management* 22, 74-83.
- Gary, C., M. Robert, et W. James, (1996), «Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values», *Journal of Accounting and Economics* 24, 300-336.
- Glosten, L., et P. Milgrom, (1985), «Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders», *Journal of Financial Economics* 14, 71-100.
- Gomez, P.Y., (1996), «Le gouvernement de l'entreprise: Modèles économiques de l'entreprise et pratique de gestion» (Interéditions/Masson, Paris).
- Grinblatt, M., et C. Hwang, (1989), «Signalling and the Pricing of New Issues», *The Journal of Finance* 44, 393-420.
- Guinti, O., et B. Bousquié, (1997), «Quels leviers pour la création de valeurs?», Les Echos L'Art d'Entreprendre.
- Habib, M. A., et A. P. Ljungqvist, (2001), «Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence», *The Review of Financial Studies* 14, 433-458.
- Hamada, R., (1972), «The Effects of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks», *Journal of Finance* 27, 435-452.
- Hamon, J., et B. Jacquillat, (1991), «Le marché français des actions: Études empiriques Collection Finance» (Presses Universitaires de France, Paris).
- Handa, P., A. Tiwari, et R. Schwartz, (1996), «The determinant of Bid Ask spread in an order driven market», . (Working Paper, Colloque SBF 1996, Paris).
- Hanley, K., (1993), «Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon», *Journal of Financial Economics* 24, 231-250.
- Hasbrouck, J., et R. A. Schwartz, (1988), «Liquidity and execution costs inequity markets», *Journal of Portfolio Management* 14, 10-17.
- Hax, A., et N. Majluf, (1984), «Strategie Management: and Integrative Perspective» (Prentice Hall, New York).
- Hayafil, A., (1997), «Systèmes financiers et systèmes de gouvernance», in *Encyclopédie des marchés financiers* (Economica, Paris).
- Hermalin, B., et M. Weisbach, (1988), «The determinant of board composition», *The RAND Journal of economics* 19, 589-606.
- Herman, E., (1981), «Corporation Control, Corporate Power, Twentieth Century Fund Study» (Cambridge University Press, New York).
- Ho, T., et H. Stoll, (1983), «The Dynamics of Dealer Markets Under Competition», *The Journal of Finance* 38, 1053-1074.
- Holderness, C., et D. Sheehan, (1988), «The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporation: An Explanatory Analysis», *Journal of Finance* 20, 317-346.
- Holmström, B., et J. Tirole, (1993), «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy* 101, 678-709.
- Huang, Q., et R. Levich, (1998), «Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: an International Test», (Working Paper, Stern School of Business, New York University).

- Huang, R., et H. Stoll, (1996), «Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE», *Journal of Financial Economics* 313-357.
- Hughes, P., et A. Thakor, (1992), «Litigation Risk, Intermediation and the Underwriting of Initial Public Offerings», *Review of Financial Studies* 5, 709-742.
- Ibbotson, R. G., J. Sindelar, et J. Ritter, (1994), «The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings», *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74.
- Ibbotson, R., et J. Ritter, (1995), «Chapitre 30: Initial public offeringsin», in V. Maksimovic R. Jarrow, et W. Ziemba, ed.: *Handbooks in Operations Research and Management Science; Finance* 9 (North-Holland, Amsterdam).
- Ibbotson, R.G., (1975), «Price Performance of Common Stock New Issues», *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- Ikenberry, D., J. Lakonishock, et T. Vermaelen, (1995), «Market under-reaction to open market share repurchases», *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- Jacquillat, B., J. Mac Donald, et J. Rolfo, (1978), «French auctions of common stock: New issues», *Journal of Business Finance* 2, 305-322.
- Jaffe, Jeffrey F., (1974), «Special Information and Insider Trading», *Journal of Business* 47, 410-28.
- Jain, B., et O. Kini, (1994), «The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms», *The Journal of Finance* 49, 1.699-1.726.
- Jain, B., et O. Kini, (1995), «Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms», *Managerial and Decision Economics* 16, 593-606.
- James, C., (1992), «Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services», *Journal of Finance* 47, 1865-1885.
- Jegadeesh, N., (2000), «Long-term performance of seasoned equity offerings: Benchmark errors and biases in expectations», *Financial Management* 5-30.
- Jegadeesh, N., M. Weinstein, et I. Welch, (1993), «An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings», *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.
- Jenkinson, T. J., (1990), «Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan», *Journal of the Japanese and International Economies* 4, 428-449.
- Jenkinson, T., et C. Mayer, (1988), «The Privatisation Process in France and the U.K.», *European Economic Review* 32, 482-490.
- Jensen, M., (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economics Review* 76, 306-360.
- Jensen, M., (1989), «Eclipse of the public corporation», *Harvard Business Review* 5, 61-74.
- Jensen, M., (1993), «The Modern Industrial Revolution, Exit of the Failure of Internal Control System», *Journal of Finance* 48, 305-360.
- Jensen, M., et W. Meckling, (1994), «The Nature of Man», *The Journal of Applied Corporate Finance* 7, 4-19.
- Jensen, M., et J. Warner, (1988), «The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors», *Journal of Financial Economics* 20, 3-24.
- Jensen, M.C., et W.H. Meckling, (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- Jog, V., et A. Srivastava, (1996), «The Canadian Environment for Initial Public Offerings: Underpricing, Long-Term Performance and the Process of Going Public», (Working Paper, Carleton University, Ottawa).
- Johnson, J., et R. Miller, (1988), «Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings», *Financial Management* 17, 19-29.
- Jung, K., C. Kim, et R. Stulz, (1996), «Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision», *Journal of Financial Economics* 42, 159-185.
- Kahn, C., et A. Winton, (1998), «Ownership Structure, Speculation and Shareholder Intervention», *The Journal of Finance* 53, 99-129.
- Kandel, S., O. Sarig, et A. Wohl, (1999), «The Demand for Stocks: An Analysis of IPO Auctions», *The Review of Financial Studies* 12, 227-247.
- Kang, J., C. Kim, et R. Stulz, (1999), «The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: Evidence from Japan», *Review of Financial Studies* 12, 519-534.
- Kaplan, S., et D. Reishus, (1990), «Outside Directorships and Corporate Performance», *Journal of Financial Economics* 27, 389-410.
- Keloharju, M., (1993), «The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in the Finland», *Journal of Financial Economics* 34, 251-277.
- Kim, J., I. Krinsky, et J. Lee, (1995), «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea», *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 429-448.
- Koh, F., et T. Walter, (1989), «A Direct Test of Rock's Model and the Pricing of Unseasoned Issue», *Journal of Financial Economics* 23, 251-272.
- Kole, S., (1996), «Managerial Ownship and Firm Performance: Incentives or Rewards?», *Advances in Financial Economics* 2, 119-149.
- Kothari, S., et J. Warner, (1997), «Measuring Long-Horizon Security Price Performance», *Journal of Financial Economics* 43, 301-340.
- Krigman, L., W. Shaw, et K. Womack, (1999), «The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping», *The Journal of Finance* 65, 1015-1044.
- Kunz, R., et R. Aggarwal, (1994), «Explaining the underpricing of initial public offerings: Evidence from Switzerland», *Journal of Banking and Finance* 18, 705-723.
- Kyle, A., (1985), «Continuous auctions and insider trading», *Econometrica* 53, 1315-1335.
- La Porta, R., F. Lopez, A. Shleifer, et R. Vishny, (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- Lerner, R.J., (1966), «Ownership and Control in the Largest Non-Financial Corporations, 1929-1963», *The American Economic Review* 16, 781-82.
- Lee, C., B. Mucklow, et M. Ready, (1993), «Spreads, depths, and the impact of earnings information : an intraday analysis», *Review of Financial Studies* 6, 345-376.
- Lee, I., (1997), «Do managers knowingly sell overvalued equity?», *The Journal of Finance* 52, 1439-1466.
- Lee, P., Taylor, S., et T. Walter, (1996), «Australian IPO underpricing in the short and long run», *Journal of Banking and Finance* 20, 1189-1210.
- Leech, D., et J. Leahy, (1991), «Ownship Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies», *Economic Journal* 101, 1418-1437.
- Leite, T., (1999), «IPO Underpricing, Bookbuilding, and the Winner's Curse», (Working Paper, Columbia Business School, New York).
- Leland, H. E., et D. H. Pyle, (1977), «Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», *The Journal of Finance* 32, 371-388.

- Levasseur, M., et A. Quintart, (1998), «*Finance*» (Economica, Paris).
- Levis, M., (1990), «The Winner's Curse problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings», *Economic Journal* 100, 76-89.
- Levis, M., (1993), «The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988», *Financial Management* 22, 28-41.
- Li, J., (1994), «Ownership structure and board composition: a multi-country test of agency theory predictions», *Managerial and Decision Economics* 15, 359-368.
- Lindenberg, E., et S. Ross, (1981), «Tobin's Q Ratio and Industrial Organization», *Journal of Business* 54, 1-32.
- Ljungqvist, A., (1997), «Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany», *European Economic Review* 41, 1309-1320.
- Ljungqvist, A. P., (1999), «IPO Underpricing, Wealth Losses and the Curious Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies», (Working Paper, Said School of Business, Oxford).
- Loderer, C., et K. Martin, (1997), «Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces», *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
- Loughran, T., (1993), «NYSE vs. NASDAQ Returns: Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics* 33, 241-260.
- Loughran, T., et J. Ritter, (1995), «The New Issues Puzzle», *The Journal of Finance* 50, 23- 51.
- Loughran, T., et J. Ritter, (2000), «Uniformly least powerful test of market efficiency», *Journal of Financial Economics* 55, 361-389.
- Loughran, T., et J. Ritter, (2002), «Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs ?», *The Review of Financial Studies* 15, 413-443.
- Loughran, T., J. Ritter, et K. Rydqvist, (1994), «Initial Public Offerings: International Insights», *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Loughran, T., J. Ritter, et K. Rydqvist, (2000), «Initial Public Offerings: International Insights», *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- Lyon, J., B. Barber, et C. Tsai, (1999), «Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns», *The Journal of Finance* LIV, 165-201.
- Maati, J., (1999), «*Le gouvernement d'entreprise*» (De Boeck, Bruxelles).
- Maher, B., (1997), «Transaction cost economics and contractual relations», *Cambridge Journal of Economics* 21, 147-170.
- Mandelker, G., (1974), «Risk Return: the case of merging firms», *Journal of Financial Economics* 43.
- Mandelker, G., et A. Raviv, (1977), «Investment Banking: An Analysis of Optimal Underwriting Contracts», *The Journal of Finance* 32, 683-694.
- Marx, K., (1965), «*Le Capital*» (Gallimard, Paris).
- Mauer, D. C., et L. W. Senbet, (1992), «The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 55-79.
- Maug, E., (1998), «Large shareholders investors as monitors : is there a trade-off between liquidity and control ?», *The Journal of Finance* 53, 65-98.
- Mayer, C., (1996), «Corporate Governance, Competition and Performance», *OECD Economic Studies* 27, 7-34.
- McConnell, J., et H. Servaes, (1990a), «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McConnell, J., et H. Servaes, (1990b), «Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value», *Journal of Financial Economics* 38, 595-612.

- McGuinness, P., (1992), «An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hong Kong: 1980-90», *Journal of Business Finance and Accounting* 19, 165-186.
- McGuinness, P., (1993), «The Post-Listing Return Performance of Unseasoned Issues of Common Stock in Hong Kong», *Journal of Business Finance and Accounting* 20, 167-194.
- McLaughlin, R., G. Vasdevan, et A Saffieddine, (1996), «The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance», *Financial Management* 25, 41-53.
- Meggison, W., et K. Weiss, (1991), «Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings», *The Journal of Finance* 46, 879-903.
- Meggison, W., et J. Netter, (2001), «From state to market: a survey of empirical studies on privatization», *The Journal of Economic Literature* 39, 321-389.
- Mehran, H., (1995), «Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance», *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Mello, S., et E. Parsons, (1998), «Going public and the ownership structure of the firm», *Journal of Financial Economics* 49, 79-109.
- Merton, R., (1987), «Presidential Address: A Simple Model of Capital Equilibrium», *Journal of Finance* 42, 483-510.
- Michaely, R., et W. Shaw, (1994), «The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories», *Review of Financial Studies* 7, 279-319.
- Mikkelson, W., M. Partch, et K. Shah, (1997), «Ownership and operating performance of companies that go public», *Journal of Financial Economics* 44, 281-307.
- Milgrom, P., et J. Robert, (1992), «*Économie, organisation et management*» (De Boeck Université, Bruxelles).
- Miller, M., (1977), «Risk, uncertainty and divergence of opinion», *The Journal of Finance* 1151-1168.
- Miller, M., (2000), «Long run underperformance of initial public offerings: An explanation», (Working Paper, University of New Orleans, New Orleans).
- Miller, R., et F. Reilly, (1987), «An examination of mispricing, returns and uncertainty for initial public offerings», *Financial Management* 16, 33-38.
- Mitchell, M., et E. Stafford, (2000), «Managerial decisions and long-term stock price performance», *Journal of Business* 73, 287-329.
- Modigliani, F., et M. Miller, (1958), «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», *American Economics Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F., et M. Miller, (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», *Journal of Business* 44, 411-433.
- Modigliani, F., et M. Miller, (1963), «Taxes and the Cost of Capital: a Correction», *American Economics Review* 77, 593-604.
- Moles, P., et N. Terry, (1997), «*The handbook of international financial terms*» (Oxford).
- Morck, R., A. Shleifer, et R. Vishny, (1988), «Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Muscarella, C., et M. Vetsuypens, (1989), «A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing», *Journal of Financial Economics* 24, 125-135.
- Neyman, J., et E. Pearson, (1928), «On the use and interpretation of certain test criteria for purposes of statistical inference, part I», *Biometrika* 20, 175-240.
- OECD, (1998), «Financial Market Trends», (Working Paper, OECD, Paris).

- Pagano, M., (1993), «The Flotation of Companies on the Stock Market: a Coordination Failure Model», *European Economic Review* 37, 1101-1125.
- Pagano, M., F. Panetta, et L. Zingales, (1998), «Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis», *The Journal of Finance* 53, 27-64.
- Pagano, M., et A. Röell, (1998), «The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public», *The Quarterly Journal of Economics* 113, 187-225.
- Parkinson, M., (1980), «The Extreme Value Method for Estimating the variance of the Rate of Return», *Journal of Business* 57, 61-65.
- Paudyal, K., B. Saadouni, et R. Briston, (1998), «Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance», *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 427-451.
- Pearce, J., et S. Zahra, (1991), «The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance», *Strategic management journal* 12, 135-153.
- Purnanandam, K., et B. Swaminathan, (2002), «Are IPOs Underpriced», (Working Paper, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, New York).
- Rajan, R., (1992), «Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt», *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Rajan, R., et H. Servaes, (1997), «Analyst Following and Initial Public Offerings», *The Journal of Finance* 52, 507-529.
- Rappaport, A., (1987), «Linking competitive strategy and shareholder value analysis», *Journal of Business Strategy* Spring, 58-67.
- Rappaport, A., (1998), «*Creating Shareholder Value*» (The Free Press, New York).
- Reese, W.A., (1998), «IPO underpricing, trading volume, and investor interest», (Working Paper, Tulane University, New Orleans, Louisiana).
- Ritter, J., (1984a), «The "Hot Issue" Market of 1980», *The Journal of Business* 32, 215-240.
- Ritter, J., (1984b), «Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment», *The Journal of Finance* 39, 1.231-1.237.
- Ritter, J., (1987), «The Costs of Going Public», *Journal of Financial Economics* 19, 269-281.
- Ritter, J., (1991), «The Long-Run Performance of Initial Public Offerings», *The Journal of Finance* 46, 3-28.
- Ritter, J., (2001), «Money Left on the Table in IPOs», (Working Paper, University of Florida).
- Rock, K., (1986), «Why new issues are underpriced», *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Roll, R., (1983), «On computing mean returns and small firm premium», *Journal of Financial Economics* 12, 371-386.
- Ross, S., (1973), «The Economic Theory of Agency: The principal Problems», *American Economics Review* 63, 134-139.
- Rubenstein, M., (1973), «A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory», *Journal of Finance* 28, 167-181.
- Sarin, A., K.A. Shastri, et K. Shastri, (1996), «Ownership structure and stock market liquidity», (Working Paper, School of Public Policy and Management).
- Schultz, P., et M. Zaman, (1994), «After-market support and underpricing of initial public offerings», *Journal of Financial Economics* 35, 199-219.
- Sentis, P., (2001), «Performance opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995», *Revue Finance* 22, 87-118.

- Shaw, D., (1971), «The Performance of Primary Common Stock Offerings: A Canadian Comparison», *The Journal of Finance* 26, 1.101-1.113.
- Sherman, A., et S. Titman, (1999), «Building the IPO Order Book : Underpricing and Participation Limits with Costly Information», (Working Paper, NBER).
- Shiller, R., (1990), «Speculative prices and popular models», *Journal of Economic perspectives* 4, 55-65.
- Shivdasani, A., (1993), «Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers», *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shleifer, A., et R. Vishny, (1986), «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Shleifer, A., et R. Vishny, (1989), «Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments», *Journal of Financial Economics* 25, 123-39.
- Shleifer, A., et R. Vishny, (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Short, H., (1994), «Ownership, control, financial structure and the performance of firms», *Journal of Economic Surveys* 8, 203-249.
- Simon, C., (1989), «The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues», *The American Economic Review* 79, 295-318.
- Slovin, M., et M. Suchka, (1993), «Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value : Evidence from the Death of Inside Blockholders», *Journal of Finance* 48, 1293-1321.
- Spiess, D. K., et R. H. Pettway, (1997), «The IPO and First Seasoned Equity Sale : Issue Proceeds, Owner/Manager's Wealth, and the Underpricing Signal», *Journal of Banking and Finance* 21, 967-988.
- Stoll, H. R., (1978), «The Supply of Dealer Services in Securities Markets», *The Journal of Finance* 33, 1133-1151.
- Stoughton, N., et J. Zechner, (1998), «IPO-mechanisms, Monitoring and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics* 49, 45-77.
- Su, D., et B. M. Fleisher, (1999), «An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs», *Pacific-Basin Finance Journal* 7, 173-202.
- Subrahmanyam, A., et S. Titman, (1999), «The going-public decision and the development of financial markets», *The Journal of Finance* 54, 1045-1082.
- Teoh, S., I. Welch, et T. Wong, (1998), «Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings», *Journal of Financial Economics* 50, 63-99.
- Thiveau, J.M., (1994), «De la gouvernance des grandes sociétés», *Revue d'Économie Financière* 30.
- Tinic, S. M., (1988), «Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock», *The Journal of Finance* 43, 789-822.
- Von Thadden, E., (1995), «Long-term contracts, Short-term Investment and Monitoring», *review of Economic Studies* 62, 557-575.
- Weisbach, M., (1988), «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
- Welch, I., (1989), «Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings», *The Journal of Finance* 44, 421-449.
- Welch, I., (1992), «Sequential Sales, Learning and Cascades», *The Journal of Finance* 47, 695-732.
- Welch, I., (1996), «Equity Offerings Following the IPO: Theory and Evidence», *Journal of Corporate Finance* 2, 227-259.
- Williamson, O., (1983), «Organization Form, Residual Claimants and Corporate Control», *Journal of Law and Economics* 36, 351-66.

- Wruck, K., (1989), «Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings», *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.
- Yermack, D., (1996), «Higher Market Valuation and Firm Value: evidence from private equity financings», *Journal of Financial economics* 27, 419-44.
- Yosha, O., (1995), «Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source», *Journal of Financial Intermediation* 4, 125-148.
- Zingales, L., (1994), «The Value of Voting Right: A study of the Milan Stock Exchange», *The Review of Financial Studies* 7, 125-148.
- Zingales, L., (1995), «Insider Ownership and the Decision to Go Public», *Review of Economic Studies* 62, 425-448.

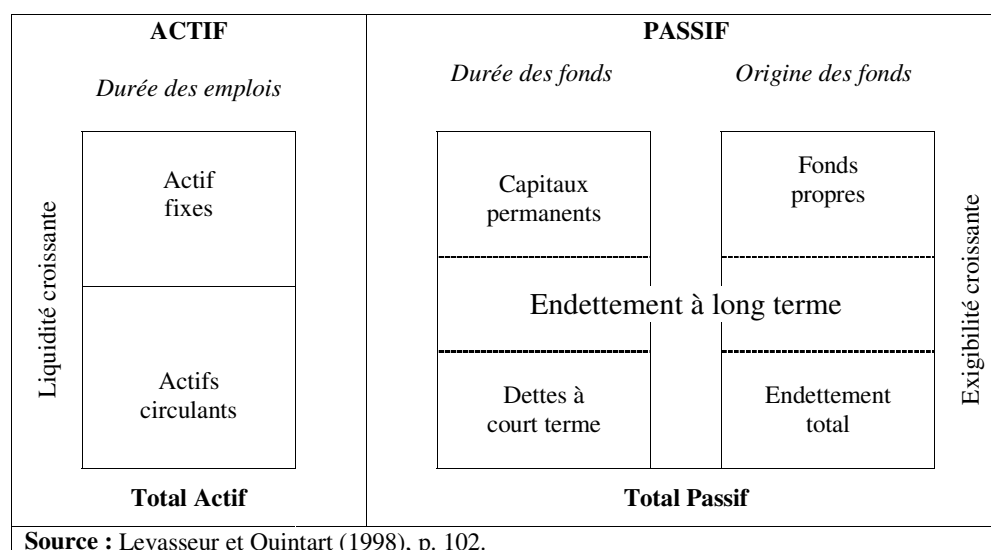
ANNEXE 1 : LES OUTILS D'ANALYSE DE LA CRÉATION DE VALEUR

I. La mesure de la rentabilité opérationnelle

1. L'articulation des agrégats du bilan

La figure A-1 ci-dessous, développée par Levasseur et Quintart (1998), indique une recomposition de l'actif total – selon la structure des emplois – et du passif total – selon la structure des ressources – pour aboutir à la vérification de l'équilibre entre les deux masses du bilan.

Figure A - 1 : Articulation des agrégats du bilan



Cette figure nous permet de distinguer deux grandeurs : les emplois (c'est à dire l'ensemble des investissements nets que l'entreprise a réalisés en vue de répondre à la demande de biens et services) et l'origine des fonds dénommés souvent les ressources (c'est à dire l'ensemble des financements mis en œuvre pour financer les montants investis) dont dispose l'entreprise. Notre objectif est de restructurer ces deux grandeurs afin d'aboutir à une représentation financière du bilan. Pour ce faire, nous devons présenter, tout d'abord, les notions que nous utiliserons par la suite.

Le financement des « **ressources** » (*Capitaux Investis, noté CI*) se fait par les actionnaires (*Fonds Propres, noté FP*) et les créanciers (*Dettes Financières, noté DF*), c'est-à-dire banquiers et obligataires. Le bilan financier se présente, net de la trésorerie active ; donc nous pouvons l'écrire de la manière suivante :

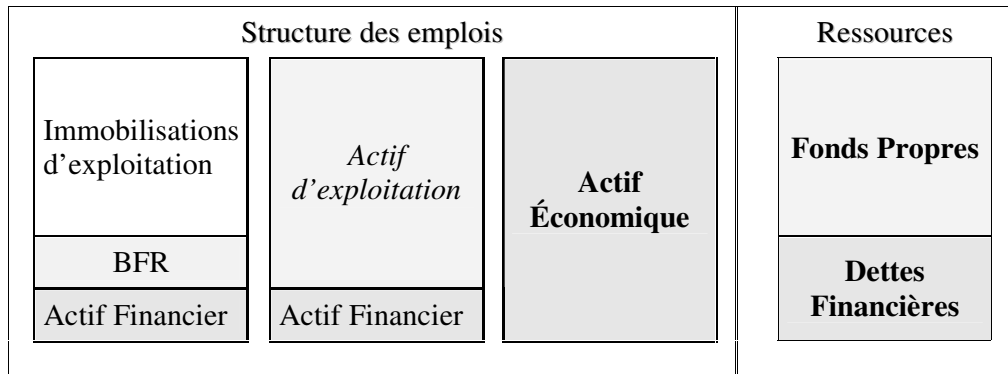
$$\text{Capitaux Investis} = \text{Fonds Propres} + \text{Dettes financières nettes}$$

$$\text{CI} = \text{FP} + \text{DF}$$

Cette présentation nous servira pour distinguer l'outil industriel (CI) de son financement (FP + DF). La caractéristique principale du financement est qu'il a un coût. Actionnaires et créanciers financiers exigent un rendement de l'investissement qu'ils ont accepté de financer.

Les actifs les plus connus sont les actifs physiques, tels que les immeubles ou les machines, qui fournissent pour l'avenir un flux potentiel de services relatifs à l'exploitation, ou les actifs financiers tels que les actions (c'est-à-dire des participations dans d'autres entreprises) ou les obligations qui rapportent un flux d'intérêts en espèces.¹¹⁷ Cette définition de l'actif économique nous permet de structurer l'actif d'un bilan financier en deux masses : l'actif d'exploitation qui se compose d'immobilisations d'exploitation et des « Besoins en Fonds de Roulement » (*BFR*), et de l'actif financier. À partir de notre analyse, nous pouvons structurer le bilan financier en trois principales masses performantes que nous présentons dans la figure suivante :

Figure A - 2 : Les masses performantes du bilan



Ce schéma nous indique que seuls les actifs d'exploitation et économiques procurent des informations sur la rentabilité intrinsèque par la méthode des ratios, c'est-à-dire des indicateurs de la performance, indépendamment du financement de l'entreprise. Supposons que seuls les fonds propres, qui subissent l'influence de la structure financière de l'entreprise, ne permettent pas de mesurer la création de valeur. Par conséquent, nous pouvons mesurer le rendement du capital investi à l'aide de l'actif

¹¹⁷ Milgrom et Robert (1992), p. 183.

d'exploitation. Malgré que cette méthode présente un grand avantage, elle a cependant quelques inconvénients.

L'avantage est que les immobilisations non financières majorées des capitaux investis dans l'activité d'exportation de l'entreprise, c'est-à-dire le BFR, entraînent des bénéfices récurrents ou contrôlables par le management. Donc, la rentabilité de l'exploitation (ou économique, noté R_i) ne permet pas de mesurer le rendement total du capital investi puisque l'actif financier est exclu. En conséquence, mesurer le coût du capital par l'actif d'exploitation sans tenir compte de la structure financière présente un biais. En effet, le coût du capital est influencé par chaque source de financement du capital. Par ailleurs, pour des entreprises détenant des participations significatives non majoritaires dans le capital d'autres sociétés, la mesure de la valeur créée par l'actif d'exploitation est pénalisante. Enfin, les informations comptables publiées, notamment au niveau consolidé, ne sont pas toujours détaillées pour déterminer correctement le rendement de l'actif financier.

De même, la rentabilité de l'actif économique (ou rentabilité économique, noté R_e) n'est pas une méthode adéquate pour déterminer la valeur créée. En effet, ce ratio subit l'influence du revenu non prévisible et non maîtrisable par la direction, que procure un actif financier qui n'est pas nécessaire à l'exploitation. Cependant, ce ratio comptable permet de mesurer le rendement du capital investi par les pourvoyeurs de fonds au coût du capital. En définitive, le rendement du capital investi mesuré par le taux R_e , plutôt que par R_i , nous semble présenter plus d'avantages que d'inconvénients.

Comme nous l'avons noté, les capitaux investis (CI) regroupent l'outil industriel dont l'entreprise a besoin pour produire et vendre des biens et services. Le résultat d'exploitation R_{exp} , dégagé par cette activité, est égal à la différence entre le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation, c'est-à-dire les charges générées par l'exploitation courante de l'outil industriel. Ce résultat permet de rémunérer en premier lieu les créanciers, puis l'État et, enfin, les actionnaires. Donc, la rentabilité d'exploitation est égale au résultat d'exploitation, autrement dit les capitaux mis en œuvre pour dégager ce résultat : $R_i = R_{exp} / CI$.

Le résultat d'exploitation étant calculé avant impôts, la rentabilité ainsi définie est, elle aussi, avant impôts. La mesure de la rentabilité d'exploitation nette d'impôts, est donnée par la relation suivante :

$$R_{i(\text{après impôts})} \times (1 - T_{is}) = R_{\text{exp}} \times (1 - T_{is}) / CI$$

où : T_{is} est le taux d'imposition sur les sociétés.

Cette mesure de la rentabilité est très importante dans l'analyse financière et connaît plusieurs implications, en particulier au niveau de la rentabilité exigée du capital investi. À partir des relations présentées plus haut, nous pouvons dire que le principe de rentabilité pour toute entreprise est d'avoir une rentabilité de capitaux investis plus grande que les taux d'intérêt de la dette financière. En effet, cette ressource est la moins risquée, donc la moins chère, du passif financier, son coût (I_d) représente un minorant du coût moyen des ressources. Ainsi, les capitaux investis doivent dégager une rentabilité d'exploitation supérieure au coût de la ressource financière, à savoir I_d (soit : $R_i > I_d$), c'est-à-dire que la rentabilité industrielle doit être supérieure au coût de la dette. Ce même principe de rentabilité nous indique que la rentabilité nette d'impôts générée par les capitaux investis doit être supérieure au coût des ressources financières (soit : $R_{i(\text{après impôts})} > K(1 - T_{is})$, où K représente le coût du capital). Cette inégalité est très connue en choix d'investissements. En effet, elle est très proche du critère du taux de rentabilité interne (TRI) qui mesure la rentabilité intrinsèque de l'investissement (ou le taux de rejet du projet ; soit : $TRI > K$).

2. *Le coût du capital*

Le coût du capital est une référence financière pour l'investisseur. Les créanciers financiers sont rémunérés par les frais financiers et la rentabilité de leur investissement est le taux d'intérêt de la dette (noté I_d), pour autant bien entendu que l'entreprise ne fasse pas défaut. Cependant, pour l'entreprise, le coût réel de la dette financière est inférieur au taux d'intérêt, car l'entreprise si elle est bénéficiaire réalise des économies fiscales du fait de la déductibilité des charges financières. Donc le coût réel de la dette est déterminé par la formule suivante :

$$\text{Coût de la dette} = I_d \times (1 - T_{is})$$

Le « coût » des fonds propres n'est pas « visible » dans les informations comptables publiées par les entreprises. Nous savons que les actionnaires attendent une rentabilité plus élevée que celle exigée par les créanciers (c'est-à-dire les taux d'intérêt exigés par les banquiers et les obligataires) puisqu'ils acceptent de prendre plus de

risques que ces derniers. Le problème est d'estimer ce « coût » de financement. Le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou *modèle d'évaluation des actifs financiers* (MEDAF) propose une méthode théorique de calcul fondée sur l'estimation du risque systématique et de sa rémunération. Selon le MEDAF, la seule mesure significative du risque est le bêta.¹¹⁸ En effet, ce modèle considère que seul le risque systématique (ou non diversifiable), mesuré par le bêta, d'un actif financier doit être rémunéré. Le MEDAF établit une relation linéaire entre le taux de rendement requis sur les fonds propres et le risque systématique ou non-diversifiable noté β .

L'exigence de rendement des fonds propres, notée $E(R_{FP})$, est la somme de deux termes :

- le taux d'intérêt sans risque (obligation d'état par exemple), noté R_S ;
- la prime de risque égale à la prime de risque moyenne du marché¹¹⁹ multipliée par le coefficient de risque systématique, β .

Soit :

$$E[R_{FP}] = R_S + [R_m - R_S] \times \beta$$

D'après le MEDAF, l'entreprise rentable est celle qui dégage, au travers de son exploitation, une rentabilité supérieure au coût de son capital. Jusqu'à présent, nous avons considéré que le capital est financé par une seule source financière, c'est-à-dire un coût unique du capital. Or, souvent, le financement d'un actif économique se fait par une combinaison financière de fonds propres et fonds empruntés. Par conséquent, la prime de risque est déterminée d'après un β pondéré. Ce bêta sur actif (β_A) correspond au β boursier (β_c) d'une entreprise non endettée (c'est-à-dire qui se finance exclusivement par des fonds propres) appartenant au même secteur d'activité que l'entreprise ou l'entité évaluée. Plus généralement, il est possible de mesurer, sur un échantillon de sociétés comparables, des bêtas désendettés, en tenant compte du levier financier (L =dettes financières/capitaux propres) de chacune d'entre elles. Ce β_A se mesure par l'expression suivante¹²⁰ :

¹¹⁸ Le bêta est un facteur de risque systématique qui caractérise la volatilité du sous-jacent (covariance entre les rendements de l'actif et du marché).

¹¹⁹ C'est la différence entre le rendement moyen attendu par un investisseur pour un placement dans des titres risqués (actions), noté R_m , et le taux sans risque (R_S). Soit : $(R_m - R_S)$.

¹²⁰ Pour une démonstration de cette formule, voir Hamada (1972) et Rubenstein (1973).

$$\beta_A = \frac{\beta_c + \beta_d L}{1 + L}$$

En théorie, β_d (bêta de la dette) pourrait être déduit du coût économique des capitaux empruntés, sachant que celui-ci peut également satisfaire l'équation du *MEDAF*. Compte tenu du moindre risque que supporte le créancier, spécialement par rapport à l'actionnaire, β_d est inférieur à β_c et il est généralement faible. Avec β_d proche de 0, β_A après impôts s'écrit :

$$\beta_A = \frac{\beta_c}{1 + L(1 - T_{is})}$$

En pratique, le prix du financement est plutôt issu d'une analyse conjointe du coût des fonds propres et du coût des dettes. Donc, il s'agit d'un coût moyen pondéré qui reflète le coût de la dette, une exigence de rentabilité sur le capital-actions et la structure financière. Le coût moyen de l'endettement doit tenir compte, le cas échéant, des crédits à court terme (crédit de mobilisation, crédits de trésorerie, avances en compte, etc.), du crédit-bail et de la part non gratuite de crédit-fournisseurs (cas des distributeurs).

Le *MEDAF* est le premier modèle théorique traitant de la façon dont les risques inhérents aux actifs affectent leur rentabilité. Cependant, il a été soumis à de nombreuses critiques qui ont donné lieu à de nombreuses modifications et à l'émergence de modèles concurrents.

On lui a particulièrement reproché que, puisque l'ensemble des actifs négociés inclut des actifs comme les biens immobiliers et d'autres actifs réels, les relations d'évaluation basées sur le portefeuille de l'ensemble des actifs financiers, R_m , ne sont pas testables car il manque des données pour estimer R_m .

D'autres critiques du *MEDAF* ont pour cible les hypothèses du modèle et, principalement, les actifs non risqués. En effet, même les obligations d'état, qui ne comportent pas de risques de défaut, sont risquées surtout si elles sont établies en termes nominaux car les variations imprévisibles de niveaux de prix rendent incertaine la valeur réelle des *returns*. Ensuite, si les investisseurs prennent en considération leur capital humain comme un actif à risque pour évaluer leur portefeuille, nombreux sont ceux qui estiment que ce raisonnement est rationnel et pertinent, car le capital humain,

acquis grâce à de nombreuses années d'éducation et d'expérience, est l'actif le plus précieux qu'ils possèdent. De plus cette théorie suppose que tous les investisseurs se comportent de façon rationnelle, et notamment l'hypothèse que R_m correspond au portefeuille de marché.

Enfin, le coût du capital (ou coût moyen pondéré des ressources, noté K) est égal à la somme pondérée de la rentabilité exigée des fonds propres et du capital emprunté.

$$\text{Soit : } K = \frac{FP \times E(R_{FP}) + DF \times I_d \times (1 - T_{is})}{FP + DF}$$

Donc, *le principe de rentabilité* est : une entreprise est profitable si elle dégage, au travers de son exploitation, une rentabilité supérieure au coût de son capital (ou coût de ses ressources financières).

II. Le concept de l'EVA[®] comme indicateur de création de valeur

Nous allons, tout d'abord, définir l'EVA avant de décrire les avantages et les limites de cette approche destinée à mesurer la valeur créée. La présentation de l'EVA, ainsi que la MVA dans la section qui suit, est inspirée du livre de Bennet Stewart (1991).

I. Définition de l'EVA[®]

L'*Economic Value Added* (EVA[®]), concept médiatisé par le cabinet Stern Stewart & Co, se propose d'être l'indicateur de performance du management. Selon ses promoteurs, l'EVA est égale au résultat opérationnel de l'entreprise après impôts diminué de la rémunération du capital utilisé pour son activité, c'est-à-dire le coût des capitaux investis.

Par définition, l'EVA est égale à :

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{CI} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Avec :

- CI = Capitaux investis ;
- ROIC = *Return On Invested Capital*, ou rentabilité sur les capitaux investis ;
- WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, ou coût moyen pondéré du capital (K).

Il faut noter que l'EVA peut se calculer également par la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (*Net Operating Profit After Taxes*, noté NOPAT) et la rémunération des capitaux investis (notée RCI). Donc, l'EVA est égale :

$$\mathbf{EVA = NOPAT - (WACC \times CI)}$$

$$\mathbf{EVA = NOPAT - (K \times CI)}$$

$$\mathbf{EVA = NOPAT - RCI}$$

À partir de l'approche précédente, si l'on considère que le NOPAT (ou le bénéfice d'exploitation net d'impôts) est le résultat d'exploitation R_i après impôts, la formule de l'EVA s'écrit ainsi :

$$\mathbf{EVA = R_i \times (1 - T_{is}) - (K \times CI)}$$

L'EVA est un outil d'enrichissement des actionnaires au-delà de la simple rémunération du risque qu'ils ont pris. Une EVA positive correspond donc à un enrichissement des actionnaires, et une EVA négative à une destruction de richesse. Il faut noter qu'en pratique, l'EVA peut être la même pour deux entreprises, mais nous savons que les entreprises n'ont pas les mêmes conditions financières et économiques. Afin d'améliorer la qualité de la comparaison, il faut mesurer l'enrichissement non pas en valeur absolue, mais par unité monétaire de capital investi dans l'outil industriel. Ceci s'obtient facilement en devisant l'EVA par le montant des capitaux investis. Notons ce résultat **EVA (%)** :

$$\mathbf{EVA (\%) = EVA / CI}$$

Notre résultat peut être obtenu différemment. Il faut revenir à la formule initiale :

$$EVA(\%) = \frac{EVA}{CE} = \frac{R_i \times (1 - T_{is}) - K \times CI}{CI}$$

$$EVA(\%) = \frac{R_i \times (1 - T_{is})}{CI} - K$$

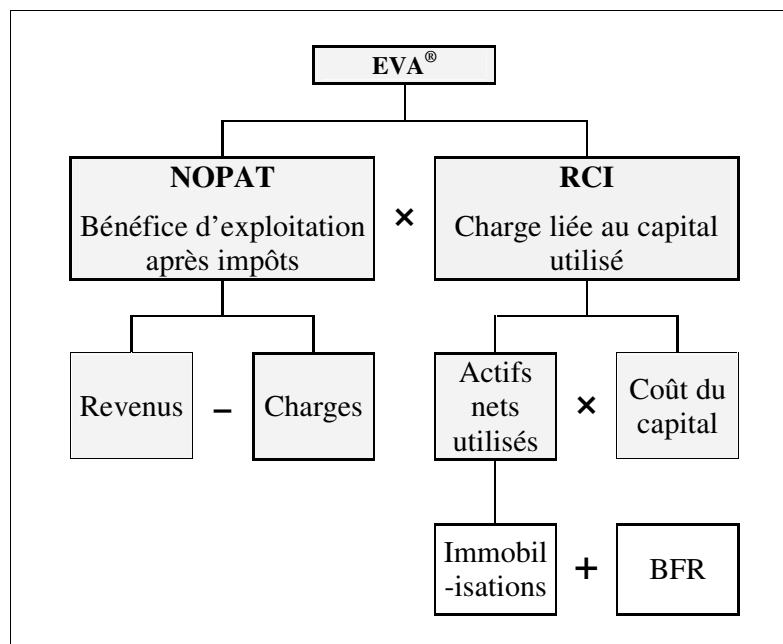
L'EVA exprimée en pourcentage (EVA(%)) est un complément précieux de l'EVA « monétaire » classique, appelé *economic profit per unit of capital* ou profit économique par unité monétaire du capital. En effet, l'EVA est un outil de mesure de la valeur créée de grande importance, mais qui doit être relativisé par rapport au montant des capitaux investis, car l'EVA en valeur absolue est fonction des capitaux investis

(c'est-à-dire, la valeur d'EVA varie en fonction de l'investissement total). L'EVA(%) n'est autre que la différence entre la rentabilité nette des capitaux investis et le coût des ressources financières, c'est-à-dire la rentabilité exigée des capitaux investis que nous avons évoquée plus haut. Gary, *et al.* (1996) montre que le concept de l'EVA résulte d'une démarche de type « marge = revenu – coût ». Puisque la plupart des financiers confirment que l'EVA n'est pas un outil novateur, nous allons exposer l'apport de cette approche et son utilité.

2. L'apport de l'EVA

Au-delà des complexités inhérentes à la mesure de l'EVA ou de toute autre mesure de performance, le rôle important d'une mesure est de permettre à l'organisation d'atteindre une certaine cohérence entre les objectifs stratégiques de l'entreprise et de fournir les outils nécessaires à la mobilisation de tous les intervenants vers l'atteinte de ses objectifs organisationnels. La ventilation ou l'opération de la mesure de l'EVA, autour de ses composantes clairement définies par le schéma ci-dessous, permet au dirigeant de mettre en place une *stratégie innovatrice* afin d'atteindre l'objectif de maximisation de la valeur créée. En développant ses stratégies en fonction des composantes de l'EVA, le dirigeant peut mieux cibler les objectifs à atteindre.

Figure A - 3 : La relation d'EVA®

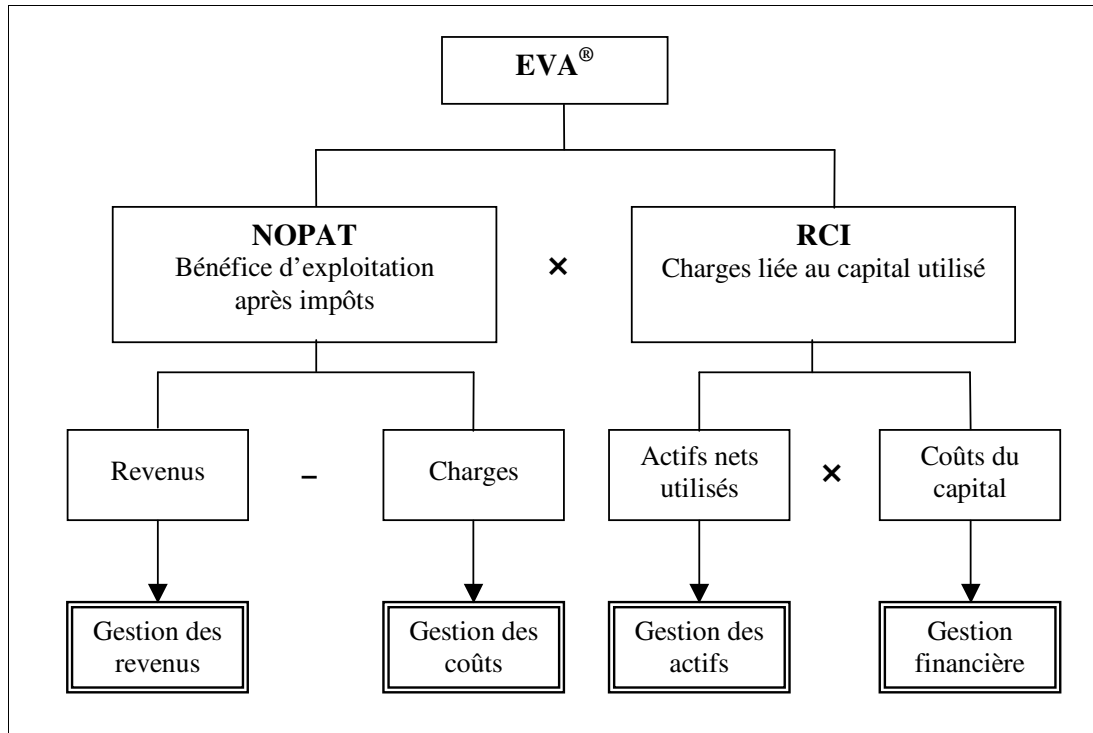


Comme le montre la figure A-3, l'EVA est un outil efficace non pas uniquement pour les financiers, mais surtout pour les non financiers dans l'entreprise, pour au moins deux raisons.

Premièrement, l'EVA sensibilise l'opérationnel au coût global du bilan, c'est-à-dire des ressources financières. En effet, les objectifs classiques confiés aux opérationnels sont, le plus souvent, exprimés en termes de chiffre d'affaires, de marge brute, de résultat d'exploitation, de résultat net : tous ces objectifs appartiennent au compte des résultats. Pour l'opérationnel, les fonds propres sont « gratuits », car le seul coût des ressources financières qui apparaît au compte de résultats est la rémunération de la dette, à savoir les charges financières. De plus, l'opérationnel ne sait pas quantifier les objectifs de bilan qui lui sont imposés (stocks et investissements). L'introduction de l'EVA comme mesure de performance conduit à une modification des priorités et des comportements opérationnels. L'identification des composantes intrinsèques de la valeur créée et leur compréhension par l'opérationnel permettent à l'entreprise de mobiliser ses employés afin d'atteindre les objectifs de la valeur créée par la gestion des produits, la gestion des coûts, la gestion des actifs et la gestion financière comme le montre le schéma ci-dessous.

Deuxièmement, l'EVA incite à améliorer la gestion financière opérationnelle. En effet, l'objectif premier de la gestion financière est de minimiser le coût du capital et le taux d'imposition de l'entreprise en vue d'accroître sa valeur. Principalement du ressort de la haute direction des finances, de la comptabilité et de la fiscalité de l'entreprise, les actions posées dans le cadre de la gestion financière de l'entreprise ont un impact direct sur le résultat et servent à déterminer le seuil de performance désiré en fixant le coût du capital pour l'entreprise. Les stratégies à adopter peuvent se résumer à l'optimisation de la structure du capital, l'utilisation du financement hors bilan, la maximisation du rendement des actifs financiers et la minimisation du coût du capital.

Figure A - 4 : Lien entre l'EVA[®] et ses composantes intrinsèques



3. Les limites de l'EVA

Si l'EVA permet d'améliorer la performance des entreprises, même en se plaçant dans l'optique des intérêts stricts des actionnaires, elle comporte des limites, dont le « court-termisme », comme nous le verrons par la suite.

La première difficulté est la mesure du coût de capital (outre la difficulté de mesurer les frais de recherche et développement), car il est nécessaire, pour arriver à une mesure de type EVA, de connaître le coût moyen pondéré du capital de la firme. Bien qu'une telle mesure ait fait l'objet de progrès notables, grâce aux travaux issus de la recherche financière, elle n'en demeure pas moins imprécise et sujette à révision en fonction de l'évolution des marchés financiers.

L'imprécision vient fondamentalement de la difficulté d'évaluer le coût d'opportunité des fonds propres. De nombreux travaux de recherche en finance ont mis en évidence non seulement, comme nous l'avons vu précédemment, le principal facteur du prix du risque (*le coefficient bêta*), mais également son incapacité à expliquer une partie significative de la formation du prix du risque des actions.

La deuxième tient à ce que l'EVA reste un indicateur de performance annuel. Rien ne permet donc d'affirmer qu'un EVA élevé sur un exercice est le révélateur assuré d'une politique de création de richesse à long terme. Par ailleurs, comme tout indicateur, il est manipulable. En effet, il est tout à fait possible qu'un EVA faible à court terme soit le résultat d'une politique d'investissement à moyen et long terme, et un EVA élevé ne traduise qu'une politique de sous-investissement, notamment en recherche et développement. Le risque de « court-termisme » de la part des dirigeants n'est donc pas écarté avec un tel indicateur.

4. *Le calcul de l'EVA[®] pour toute une année*

- a. *Calcul de l'EVA[®] à partir des capitaux investis multipliés par la différence entre la rentabilité sur les capitaux investis (ROIC) et le coût moyen pondéré du capital (WAAC ou K).*

$$\text{EVA}^{\text{®}}_t = \text{CI}_t \times (\text{ROIC}_t - \text{WACC}_t)$$

- b. *Calcul de l'EVA[®] à partir de la différence entre le NOPAT et la RCI*

$$\text{EVA}^{\text{®}}_t = \text{NOPAT}_t - \text{RCI}_t$$

- c. *Notations et définitions :*

CAHT : Chiffre d'affaire hors taxes.

EBIT : *Earning Before Interest and Taxes* ou bénéfice avant charges financières et impôts.

NOPAT : *Net Operating Profit After Taxes*, ou bénéfice d'exploitation diminué de l'impôt ajusté, c'est-à-dire de l'impôt que devrait payer la firme si elle n'avait pas de dettes financières :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - T_{is}) ; \text{ avec } T_{is} = \text{taux d'imposition des bénéfices.}$$

AIN : Actifs Immobilisés Nets d'amortissements.

BFR : Besoin en Fonds de Roulement.

CI_t : Capitaux Investis dans l'exploitation de l'entreprise (*invested capital*), à l'année *t* :

$$\text{CI}_t = \text{AIN}_t + \text{BFR}_t$$

FCF_t : Free Cash Flow, ou flux de fonds disponibles pour les apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers financiers), pour l'année *t*.

$$\text{FCF}_t = \text{Free cash flow d'exploitation} + \Delta \text{CI.}$$

A_t : Dotations aux amortissements de l'exercice *t*.

I_t : Montant des investissements (actifs immobilisés et BFR) réalisés au cours de l'exercice *t*.

$R_{i,t}$: Rentabilité économique ou rentabilité des capitaux investis ($ROIC_t$).

$$R_{i,t} = NOPAT_t / CI_{t-1}$$

$E(R_{FP})$: Rentabilité pour les actionnaires ou rentabilité des fonds propres.

DF : Dette Financière

I_d : Coût des dettes financières (avant impôt).

K : Coût moyen pondéré du capital (WACC)

$$K = \frac{FP \times E(R_{FP}) + DF \times I_d \times (1 - T_{is})}{FP + DF}$$

RCI : Rémunération des capitaux investis

$$RCI = K_t \times CI_{t-1}$$

III. Le concept de la MVA[®]

Nous avons analysé dans la section précédente l'EVA comme mesure de la rentabilité des capitaux investis. Dans cette section nous aborderons la MVA comme outil de mesure de la création de valeur ainsi que le lien entre rentabilité et valeur.

1. Définition de la MVA

La *Market Value Added* (MVA), concept médiatisé également par le cabinet Stern Stewart & Co, est une mesure de performance externe donnée par le marché financier, c'est-à-dire comment le marché évalue la performance de la firme en termes de valeur de marché de la dette et la valeur de marché des fonds propres.¹²¹ En effet, si l'entreprise réalise des investissements performants, la valeur de l'outil doit être supérieure à son coût de mise en œuvre : la valeur de marché des capitaux investis (notée V_{ci}) est ainsi supérieure à leur valeur comptable (notée CI_{comp}) et l'entreprise crée de la valeur, $V_{ci} - CI_{comp}$. La MVA est définie par cet accroissement de valeur qui se traduit par un *goodwill* ou une survaleur lors d'une acquisition.

$$\text{Valeur créée} = \text{valeur} - \text{coût}$$

La valeur de marché d'un actif économique se mesure ainsi :

$$V_{ci} = V_{FP} + V_d$$

La valeur des fonds propres (V_{FP}) est la capitalisation boursière de l'entreprise, qui se calcule en multipliant le cours de bourse par le nombre d'actions en circulation. La valeur de marché de la dette est plus délicate à évaluer, car il est nécessaire de connaître toutes ses caractéristiques (maturité, devise, taux, mode de

¹²¹ Voir à cet égard Brown et Reilly (1997), p. 742.

remboursement...). On prend donc en pratique la valeur nominale inscrite au bilan comme valeur approchée.

$$V_{ci} = \text{capitalisation boursière} + \text{dettes}$$

or : $CI = FP \text{ comptable} + \text{dettes}$

$$MVA^{\circledR} = \text{capitalisation boursière} - FP \text{ comptables}$$

La MVA est une mesure monétaire absolue. Comme pour l'EVA, il est intéressant de disposer d'une mesure complémentaire pour pouvoir effectuer une comparaison entre plusieurs entreprises affichant la même MVA.¹²² Nous noterons MVA(%) le ratio :

$$MVA(\%) = \frac{MVA}{CI_{comp}}$$

Outre la mesure de la valeur créée, la MVA, comme la *Market-To-Book* (MTBV= Capitalisation boursière / Valeur comptable des FP), mesure l'évolution de la crédibilité boursière de l'entreprise cotée par rapport à son secteur. Cette crédibilité est fondamentale pour pouvoir appliquer une politique de financement variée et efficace. La MVA est donc tout à la fois un indicateur de succès capitalistique et une mesure de crédibilité relative, facteurs d'importance fondamentale qu'il convient de gérer avec soin.

La MVA est déduite de la valorisation décidée par le marché. Il est intéressant de l'analyser à la lumière des méthodes de valorisation utilisées par le marché et nous allons, dans la section suivante, établir le lien entre la MVA et la méthode des *Free Cash Flows* ou la méthode des *Flux de Liquidités Disponibles*.

2. La MVA et les Free Cash-flows

La méthode des *Free Cash Flows* est une méthode qui permet la valorisation d'un actif économique à partir des flux générés et consommés par l'outil industriel. Partant du principe qu'un actif ne vaut que ce qu'il génère en trésorerie, elle se fonde sur les *Free Cash-Flows* générés par les capitaux engagés. Ils se calculent comme suit :

$$\text{Free Cash Flows} = EBITDA \times (1 - T_{is}) + A \times T_{is} - \Delta BFR - \text{Investissements}$$

¹²² Par exemple, si la MVA(%) vaut 25%, cela signifie que l'entreprise a créé une valeur ajoutée égale à 25% la valeur des capitaux investis.

En effet, l'outil industriel génère un résultat monétaire d'exploitation (*Earning Before Interest and Taxes*¹²³ / EBE (Excédent brut d'exploitation), dont on retire l'impôt et auquel on ajoute les économies d'impôts sur amortissement (noté A). À l'inverse, l'outil industriel consomme des capitaux : l'accroissement du BFR et le renouvellement des actifs immobilisés nécessaires à l'exploitation.

Le *Free Cash-Flow* peut s'écrire différemment. En effet, le résultat d'exploitation (EBIT) et l'excédent brut d'exploitation diffèrent des amortissements (EBITDA) de l'exercice envisagé : **$R_i = EBE - A$** .

En remplaçant l'EBITDA par ($R_i + A$) dans la formule précédente, on obtient :

$$\text{Free Cash Flow} = R_i \times (1 - T_{is}) + \text{Amortissement} - \Delta \text{BFR} - \text{Investissements}$$

or, la différence entre les investissements et les amortissements est égale à l'accroissement de l'actif immobilisé. Donc, la formule devient :

$$\text{Free Cash Flow} = R_i \times (1 - T_{is}) + (A \times T_{is}) - \Delta \text{CI}$$

Comme le capital investi est égal à la somme du BFR et de l'actif immobilisé, les deux derniers termes représentent l'accroissement des capitaux engagés. Ces derniers n'auront donc une valeur positive que s'ils génèrent plus de richesse qu'ils n'en consomment.

De fait, après quelques calculs, on montre que la valeur des capitaux investis, qui génèrent un *Free Cash-Flow* croissant à l'infini au taux stable de $g\%$ par an et qui sont financés par des ressources dont le coût (de capital) est K , est égal à :

$$V_{ci} = (FCF_0 \times (1+g)) / (K - g).$$

Cette formule suggère que la croissance génère de la richesse. En effet, si (g) augmente, ($k - g$) diminue et la valeur de l'actif économique augmente. À l'extrême, on peut imaginer une valeur infinie si (g) et (k) sont égaux.

¹²³ EBIT : Bénéfice avant intérêts et impôts.

ANNEXE 2 : PRÉSENTATION DES DEUX MARCHÉS

I. Le NASDAQ

1. Généralités et fonctionnement

A. Généralités

Mis en place en 1971 par la *National Association of Securities Dealers* (NASD) dont il est une filiale, le *NASD Automated Quotation* (NASDAQ) est un système de cotation électronique destiné, au départ, à réguler les transactions opérées de gré à gré. Ce marché est aujourd'hui un outil souple permettant aux sociétés américaines en croissance de lever des fonds propres relativement facilement. En 2000, 397 entreprises sont ainsi entrées au NASDAQ contre 49 sur le New-York Stock Exchange (NYSE) et 6 sur l'American Stock Exchange (AMEX).

Ouvert afin de permettre aux PME innovantes de se financer, le NASDAQ représentait alors la première étape d'un cheminement boursier traditionnel : après un appel public à l'épargne sur ce marché, l'entreprise passait sur l'AMEX afin d'accroître sa notoriété, et consacrait sa réussite par l'arrivée sur le NYSE. Ce cheminement est finalement aujourd'hui peu emprunté, beaucoup d'entreprises de grande taille restant sur le NASDAQ dont elles apprécient le faible coût et les services. Ainsi, dans le secteur informatique, Intel, Microsoft et Apple ne sont cotées que sur le NASDAQ.

À la pointe des innovations sur les marchés, le NASDAQ crée dès 1984 un « Small Order Execution System » (SOES) destiné à exécuter les petits ordres automatiquement en recherchant les conditions optimales de transaction. De même, dès 1998, il conclut un accord de partenariat avec la bourse de Hong Kong dans l'optique de mettre à disposition des investisseurs du monde entier sur Internet des informations sur leurs marchés respectifs. Marché du tout électronique, une des caractéristiques du NASDAQ est qu'il conjugue une multiplicité d'intervenants (via les « Market Makers » et les « Electronic Communication Networks », les ECNs, qui sont des systèmes de cotation privés) à un système informatique et de télécommunications des plus sophistiqués.

Le rôle du NASDAQ a encore été renforcé par son ouverture internationale à partir, notamment, des programmes d’American Depositary Receipts (*ADR*), en rendant le marché américain des plus attrayants pour les sociétés étrangères avec fin 2000 un total de 482 titres étrangers enregistrés. Entre 1997 et 2000, le NASDAQ a vu coter 1649 sociétés drainant quelques 320 milliards de dollars. A cela se sont ajoutées des centaines de milliers d’emplois dans l’économie américaine. Depuis cette date, sa capacité de cotation a été multipliée par dix ; elle atteint en effet aujourd’hui six milliards de titres échangés.

L’objectif clairement affiché est de construire le premier marché de titres sécurisé au monde, basé sur un réseau informatique mondial, reliant des investisseurs du monde entier et assurant le meilleur prix possible au coût le plus raisonnable. Toujours dans un souci d’amélioration, la NASD a d’ailleurs développé un marché spécialisé pour les titres non enregistrés auprès de la SEC ayant fait l’objet d’un placement privé selon la règle 144A, marché réservé aux seuls investisseurs qualifiés (*QIBs, Qualified Institutional Buyers*), démarche qui a finalement abouti cette année.

B. Spécificités

Le NASDAQ *Stock Market* comporte deux niveaux :

- le NASDAQ *National Market System* (NMS) qui traite les titres les plus actifs et ceux des sociétés les plus importantes, soit environ 4000 valeurs (données à fin août 2001). Les transactions sur ces titres font l’objet d’une information importante portant sur les prix et les volumes sur une base journalière ;
- le NASDAQ *Small Caps Market* qui comprend environ 1050 valeurs (à fin août 2001) plus faiblement capitalisées.

Les autres titres, environ 11 000, qui sont traités de façon très irrégulière et ne remplissent pas les conditions de cotation sur le NASDAQ, sont négociés sur les *Pink Sheets*, nom qui provient de la couleur des fiches sur lesquelles sont inscrites ces transactions.

Le NASDAQ est un marché gouverné par les prix dont les cours cotés résultent des cours offerts aux acheteurs et aux vendeurs des titres par les teneurs de marché (*market makers*), qui sont tenus d’afficher en permanence leurs cours d’intervention à l’achat et à la vente sur les valeurs dont ils acceptent la négociation. A l’opposé, les marchés français sont gouvernés par les ordres : les cours cotés résultent de la

confrontation des ordres présentés et centralisés sur le marché ; signalons que l'Euro.NM allie ces deux techniques.

C. Conditions d'admission

Afin d'être admises dans le système NASDAQ, les valeurs mobilières d'un émetteur, qu'il soit américain ou étranger, doivent satisfaire aux conditions d'admission de la NASD et être enregistrées auprès de la SEC. Les conditions posées par la NASD varient selon que les titres sont destinés à être admis dans le NMS ou seulement dans le système NASDAQ *Small Caps*.

Les conditions d'accès sur le NASDAQ *National Market* ont été modifiées à compter du 22 août 1997 ; trois options sont désormais possibles :

- option 1 : applicable pour toutes les sociétés ayant réalisé des profits,
- option 2 & 3 : adaptées aux sociétés de croissance n'ayant pas encore réalisé de profit.

	Option 1	Option 2	Option 3
Actif net corrigé en USD	6.000.000	18.000.000	-
Résultat après impôt du dernier exercice fiscal ou deux des trois derniers exercices fiscaux en USD	1.000.000	-	-
Nombre d'actions minimum dans le public	1.100.000	1.100.000	1.100.000
Ancienneté de la société	-	2	-
Valeur de marché du flottant en USD	8.000.000	18.000.000	20.000.000
Valeur minimale de l'action en USD	5	5	5
Nombre minimum d'actionnaires	400	400	400
Nombre minimum de teneurs de marché	3	3	4
Capitalisation boursière ou total de bilan ou chiffre d'affaires en USD	-	-	75.000.000

Source : Le « Fact book » du NASDAQ et de l'Amex pour l'an 2000, www.NASDAQ.com.

En plus de ces critères quantitatifs, les sociétés cotées sur le NASDAQ doivent respecter des critères de *corporate governance*, notamment la fourniture de rapports trimestriels, la présence d'au moins deux administrateurs indépendants au conseil d'administration, l'existence d'un comité d'audit, la soumission de certaines décisions à l'assemblée générale.

2. Autorité de régulation

A. Présentation

Les lois américaines en matière de réglementation des titres mis sur le marché reposent sur deux textes, le « Securities Act » de 1933, et l'« Exchange Act » de 1934. Le premier texte avait pour objectif de renforcer la confiance des investisseurs à l'égard des marchés financiers à la suite du krach boursier de 1929. Il régit l'appel public à l'épargne et le marché primaire. Son caractère principal repose sur l'obligation faite à

tout candidat à l'émission de titres d'être enregistré préalablement et de diffuser dans le public des informations susceptibles de se faire une idée de la qualité des titres émis.

Le deuxième texte porte plus spécifiquement sur le marché secondaire des titres, soit la négociation de titres déjà en circulation. Il instaure des obligations quant à la quantité d'informations périodiques à diffuser par l'émetteur, et aborde des points plus précis, tel le délit d'initié. L'« Exchange Act » a créé la *Securities and Exchange Commission*, la SEC, avec pour mission de faire respecter ces deux actes.

La SEC est un organisme indépendant, composé de cinq commissaires nommés par le Président des Etats-Unis, avec l'accord du Sénat, pour cinq ans. Elle est composée de trois départements : la division finance d'entreprise (*Division of corporate finance*), qui définit le type d'informations que les émetteurs doivent diffuser et vérifie la sincérité des informations diffusées ; le département comptable (*Office of the chief accountant*) qui définit les normes comptables et d'audit ; et la division des enquêtes et du fonctionnement des marchés (*Division of enforcement*) chargée de faire respecter ses décisions.

La SEC est désignée comme le premier interlocuteur responsable de l'application des lois fédérales. Le texte de 1934 précisait également que l'enregistrement des offres de titres, imposé par celui de 1933, devait être fait auprès de la SEC. Elle délègue cependant une partie significative de son autorité à un certain nombre d'organisations, les « Self Regulatory Organisations » (*SROs*) qui supervisent les marchés et leurs acteurs. Ces SROs incluent la NASD, le NYSE, l'AMEX, le CBOE et des bourses régionales.

B. Missions

Le rôle majeur de la SEC est d'assurer le bon fonctionnement des marchés, leur transparence et leur liquidité, en particulier grâce à l'examen des « *registration statements* ».

En 1934 la SEC est mandatée pour faire avancer les règles fédérales concernant les titres en les appliquant et en adoptant et en mettant en vigueur des règles et règlements supplémentaires. Les règles de la SEC régissant les rapports

courtiers/négociants incluent les formalités d'enregistrement auprès d'elle, les conditions requises en termes de responsabilité financière, les restrictions en matière d'emprunts, et les interdictions de manipulation des prix de vente illicites ou de tactiques d'achat. Les règles concernant les émetteurs incluent les obligations d'information et les règlements en matière de procuration et de responsabilité. En 1934, l'acte avait seulement donné pouvoir à la SEC de réguler les marchés. Cela a été élargi en 1938 par l'*Act Maloney* qui a autorisé l'enregistrement d'associations nationales de titres pour réguler les activités de leurs membres sur les marchés OTC (*Over The Counter*), sous le contrôle et l'autorité de la SEC. Elle surveille les SROs grâce à l'autorité qui lui a été confiée par le Congrès et elle doit approuver leurs règles et règlements pour qu'ils puissent produire des effets.

La SEC dispose d'un domaine de compétences juridictionnelles et d'une autorité très large. Elle peut enquêter sur les clients publics, les émetteurs, les fondateurs, les comptables, et toute autre personne impliquée dans l'activité de titres. Par exemple, le NASD signale 110 à 130 cas « douteux » à la SEC par an sur les dossiers qu'elle a reçus et, sur ce nombre ainsi que sur les dossiers litigieux transmis par les autres SROs, la SEC engage environ 70 procès en justice.

C. Obligation d'enregistrement

En préambule, il faut préciser que tout courtier ou négociant qui souhaite s'enregistrer auprès de la SEC, doit parallèlement devenir membre du NASD. En effet, s'il ne le fait pas, son activité ne pourra se dérouler que sur le marché national dont il est membre. Ainsi, tous ceux qui sont enregistrés aux Etats-Unis et qui travaillent avec le public doivent être membres du NASD et être contrôlés par lui.

Les offres publiques dépassant le stade régional doivent être enregistrées auprès de la SEC. Le but de cet enregistrement est de s'assurer que les investisseurs auront une connaissance adéquate de la société ou de l'organisme émettant les titres. Ce principe d'information est la pierre angulaire de la législation sur les titres aux Etats-Unis puisqu'il garantit aux investisseurs une information fiable et complète.

L'enregistrement signifie simplement que la société qui émet et qui vend les titres remplit toutes les conditions d'information. Cela ne signifie pas que la SEC, le

NASD, ou toute autre SRO a approuvé les mérites de ces titres: il ne s'agit pas d'un jugement de valeur porté sur un titre, mais de la vérification du respect des règles, de la correction et de la fiabilité des informations mises à la disposition des investisseurs. Peu importe le risque de l'investissement, le prospectus d'offre respecte les lois fédérales si tous les faits matériels et les risques sont totalement, clairement et précisément diffusés. L'avertissement suivant figure d'ailleurs sur la couverture de chaque note d'information : « Aucun avis favorable ou défavorable n'a été émis par la *Securities and Exchange Commission* sur ces titres. Toute affirmation contraire constituerait un délit ».

Certaines sortes de valeurs sont exemptées d'enregistrement auprès de la SEC. Il s'agit de celles émises par les états ou le gouvernement, une banque, une association..., ainsi que certaines transactions de titres, celles faites par toute autre personne que l'émetteur, l'intermédiaire, le courtier. En outre, sont exonérées les diffusions de titres dans le cadre d'un placement privé à moins de trois cents personnes. S'il y a diffusion à plus de trois cents personnes, mais que la société n'est ni cotée en bourse ni inscrite dans le système NASDAQ, l'information sera seulement allégée.

3. *Informations des investisseurs*

A. Au moment de l'introduction

Toute entreprise étrangère désirant se faire coter sur les marchés américains pour la première fois doit déposer auprès de la SEC une déclaration d'enregistrement (*registration statement*) sur un formulaire 20-F. Ce document contient des informations juridiques, comptables et financières. Il se divise en deux parties : le prospectus et les autres informations.

Le prospectus doit être rédigé avec la SEC. Il est diffusé auprès des investisseurs et doit contenir les informations suffisantes pour prendre une décision d'investissement :

- résumé des informations permettant de définir les risques liés à l'introduction ;
- utilisation prévue des capitaux ;
- facteurs déterminants du prix de l'offre ;
- dilution du capital due à l'opération ;
- si les titres émis sont ceux des actionnaires, des informations concernant les actionnaires et les relations entre les actionnaires doivent être diffusées ;
- plan de distribution, description du fonctionnement du syndicat de placement ;

- description des titres offerts ;
- intérêts financiers des conseils auprès de l'émetteur.

À noter que les entreprises étrangères ne doivent donner qu'une partie des informations de la 20-F form, à savoir des informations générales sur l'activité de l'entreprise, sur l'actionnariat et sur la direction et les états financiers de l'entreprise.

Les autres informations ne sont pas distribuées aux investisseurs mais peuvent être consultées à la *SEC*, elles concernent :

- les coûts d'émission et de distribution des titres ;
- l'indemnité des dirigeants liée au risque de l'introduction en bourse ;
- la vente récente des titres non enregistrés par la *SEC* ;
- les informations données par les experts concernant l'introduction.

B. Information périodique

Sauf exemptions spécifiques, les sociétés étrangères faisant appel public à l'épargne américaine doivent se soumettre à une diffusion périodique d'informations définie par l'*Exchange Act*. Chaque émetteur étranger doit donc annuellement, et au maximum six mois après la fin de l'année fiscale, remplir le *20-F form*, identique à celui donné pour le « *registration statement* », pour remise à jour des informations le concernant.

En effet, l'« Integrated disclosure system », institué en 1982, a autorisé que l'obligation d'information exigée par l'acte de 1933 puisse être satisfaite en partie par l'information préalablement déposée auprès de la *SEC*, sur le *20-F form*.

C. Information permanente

L'émetteur étranger doit également s'engager à fournir et diffuser toute information rendue publique dans son pays d'origine : information diffusée aux actionnaires ; information fournie pour une place financière étrangère et diffusée par ou pour cette place ; information rendue publique du fait des législations du pays dont dépend la société... ; Cette information permanente doit être publiée dans un journal ou un magazine à grand tirage et doit comporter : les états financiers courants ; l'évolution de l'actif de l'émetteur ; l'évolution des capitaux propres et des emprunts ; les changements de commissaires aux comptes ; les problèmes financiers éventuels. Elle doit être fournie rapidement après sa publication dans le pays d'origine à la SEC, en anglais.

Il est à noter que les sociétés étrangères n'ont pas, comme leurs homologues américaines, d'obligation d'informations trimestrielles, mais qu'elles tentent en général de s'y soumettre quand même, la sanction étant en effet sinon réglementaire du moins financière, par un attrait moins grand pour les investisseurs américains.

II. L'Euro.NM

1. Généralités et fonctionnement

A. Généralités

C'est « Euronest Paris » qui fut la première bourse européenne à créer le segment Euro.NM Paris le 14 février 1996. L'Euro.NM est un réseau paneuropéen de marchés boursiers, comprenant plusieurs segments. Il se fixe un double objectif :

- offrir une source de financement nouvelle à des entreprises qui ne sont pas encore forcément rentables, mais ayant d'importants projets de croissance à financer ;
- développer le capital risque en France en permettant aux sociétés de capital risque d'avoir un marché de désengagement dont l'accès est simplifié.

L'Euro.NM offre aux entreprises innovantes une organisation de marché qui s'inscrit dans une démarche européenne. Toutes les entreprises répondant aux critères d'admission peuvent y être cotées, quelle que soit leur nationalité. Les différents segments de ce marché sont successivement, la Bourse de Paris (Le Nouveau Marché), la Bourse d'Amsterdam (Nmax), la Bourse de Francfort (Neuer Markt), la Bourse de Bruxelles (Euro NM Belgium) et la Bourse de Milan (Nuovo Mercato). Ses membres

bénéficient ainsi de l'effet de synergie suscité par la mise en place d'un marketing commun, par l'harmonisation des règles de fonctionnement, par le développement d'un membership commun ainsi que d'un flux unique d'informations de marché et par la création d'une représentation commune auprès des autorités européennes et internationales.

B. Spécificités

Le système de négociation de l'Euro.NM allie les deux techniques de cotation, à savoir une cotation gouvernée à la fois par les prix et par les ordres, puisqu'il associe un carnet d'ordres centralisé et la présence de teneurs de marché en dehors de ce carnet. Compte tenu des caractéristiques spécifiques des sociétés inscrites à l'Euro.NM, une réglementation en matière d'information a été adaptée, avec pour objectif de donner aux investisseurs les moyens d'une juste appréciation des risques encourus.

L'innovation majeure de cette nouvelle structure réside dans la création du statut d'introducteur teneur de marché (*ITM*). Les fonctions d'un ITM sont de deux ordres :

- en tant qu'introducteur, il s'engage à assister l'émetteur dans la préparation des documents d'information requis, à publier des analyses financières sur l'émetteur, à contrôler la validité des informations contenues dans le prospectus COB (sur lequel il s'engage au même titre que le dirigeant et les auditeurs), à assurer le placement du titre et à organiser (voire à assurer lui-même) l'animation du marché aux plans technique et commercial, dans les conditions définies par la réglementation ;
- en tant que teneur de marché, il assure, pendant au moins trois ans, la liquidité des titres pour lesquels il a été habilité par la société de bourse, la publication d'une analyse financière et il s'engage par ailleurs à assurer l'animation et la promotion de la valeur.

Le rôle de l'ITM n'est pas fondamentalement différent au plan technique de la mission d'accompagnement par une banque d'un client sur les autres marchés ; il se trouve cependant situé à un autre niveau en termes de contrôle de l'information : la banque présentatrice assure à la fois le parrainage de l'émetteur qu'elle a sélectionné, de l'opération qui est proposée, de son succès et de son prolongement à terme.

C. Conditions d'admission

L'Euro.NM n'impose aucune condition concernant l'historique des comptes, le chiffre d'affaires, ou le résultat des sociétés candidates à l'admission. Ce dernier point est d'autant plus propre à l'Euro.NM que celui-ci s'adresse à des sociétés à fort

potentiel de croissance, mais n'ayant pas encore nécessairement apporté la preuve de leur rentabilité. De même, toutes les valeurs mobilières peuvent être cotées sur le l'Euro.NM. Les candidats à l'Euro.NM sont donc plus spécifiquement :

- les entreprises jeunes ayant un projet à financer et n'ayant pas encore dégagé de résultat ;
- les entreprises fortement innovatrices (dans les secteurs de la haute technologie ou des biotechnologies par exemple) ;
- les entreprises à fort potentiel de croissance ;
- les entreprises détenues par leurs dirigeants et qui recherchent de nouveaux investisseurs ;
- les entreprises ayant besoin de franchir un nouveau seuil de croissance.

Ils doivent impérativement satisfaire aux deux critères suivants :

- les fonds propres de la société candidate doivent s'élever à 1,5 millions d'euros ;
- le nombre de titres diffusés doit être au minimum de 100 000 titres, pour une contre-valeur de 5 millions d'euros au minimum.

A ces exigences viennent s'ajouter trois autres types d'obligations :

- la diffusion des titres dans le public doit être réalisée pour au moins la moitié par augmentation de capital ;
- la part du capital mise dans le public lors de l'introduction doit être de 20% minimum ;
- les actionnaires dirigeants prennent l'engagement de conserver à compter de la date d'introduction, soit 80% des titres pendant une période d'un an, soit 100% des titres pendant une période de six mois.

2. *Autorité de régulation*

A. Présentation

Chacune des places financières de la zone EURO est sous la tutelle d'un organe qui s'appelle la Commission des Opérations de Bourse (COB), à l'image de la SEC, pour asseoir le rôle international de la place boursière et favoriser l'investissement de l'épargne en valeurs mobilières. Elle doit également établir désormais un règlement intérieur précisant les règles relatives aux délibérations du collège afin de fixer les règles propres à mieux garantir, dans la procédure de sanction, le respect des droits de la défense.

En France, par exemple, la loi du 25 juin 1999 s'est, quant à elle, attachée à définir les règles en matière d'offre publique d'acquisition de titres de capital ou de créances d'une société ayant fait appel public à l'épargne, ou d'acquisition par une telle société de ses propres titres de capital. La commission est composée d'un président,

nommé en Conseil des Ministres pour six ans, et de neuf membres, désignés pour quatre ans par le Conseil d'Etat, la Cour de Cassation, la Cour des Comptes, le Gouverneur de la Banque de France, le Conseil des Marchés Financiers, le Conseil National de la Comptabilité, le Sénat, l'Assemblée Nationale et le Conseil Economique et Social (un membre chacun).

B. Missions

La commission des opérations de bourse (COB) est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers ou tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ou de produits financiers cotés. La Commission « veille » de même à « l'information des investisseurs », cœur même des fondements de la Commission, afin de créer la confiance du public dans les valeurs mobilières par la qualité de l'information diffusée par les sociétés non cotées.

Enfin, troisième mission, la COB « veille au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ». Sont donc soumis au contrôle de la COB les marchés réglementés et les marchés de gré à gré. Il s'agit ici plus particulièrement d'une mission de police de marchés : celle de la transparence des opérations, de l'équité et de la loyauté du marché, source en particulier des règlements de la COB en matière d'offre publique, d'information privilégiée, de qualité de l'information, du libre jeu du marché et de son action sur les fondements de ces textes.

La COB, pour mener à bien ces missions, dispose d'une palette assez large de moyens d'actions et est dotée de pouvoirs spécifiques : pouvoir d'injonction, pouvoir d'enquête, pouvoir d'expertise, possibilité de prendre des mesures conservatoires. Elle a également un pouvoir de substitution, lui permettant de se substituer aux dirigeants sociaux pour communiquer certaines informations qu'elle juge nécessaire au public, et un pouvoir de médiation lui permettant de recevoir des réclamations qu'elle instruit.

C. Procédure d'agrément

Tout émetteur qui demande l'admission de valeurs mobilières à la cote d'un segment de l'Euro.NM est tenu d'établir un document d'information dénommé prospectus. Ce document fait l'objet d'un enregistrement ou d'un visa de la COB (en

cas d'émission). La durée de validité du visa est d'un mois, sauf dérogation. Le visa ou le refus de visa est une décision qui peut faire l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Paris. A noter que cette juridiction a déjà jugé que le visa ne porte pas sur l'opportunité de l'opération mais atteste qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information publiée, ce qui est en totale adéquation avec le fonctionnement de la SEC.

3. *Information des investisseurs*

A. Au moment de l'introduction

Conformément au règlement des autorités boursières, le prospectus comprend notamment :

- les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats, les perspectives de l'émetteur, ainsi que les droits attachés aux titres offerts ;
- le projet de développement stratégique de l'entreprise avec la faculté de présenter des prévisions chiffrées ;
- une analyse des risques inhérents à l'activité ou à l'organisation de la société ;
- la teneur des engagements de l'Introduit-Teneur de Marché ;
- l'engagement de conservation des titres des actionnaires dirigeants.

Le prospectus comprend en outre une mention attirant l'attention des investisseurs sur les caractéristiques de l'Euro.NM. Il porte la signature de la (ou des) personne(s) qui en assument la responsabilité (le président du conseil d'administration ou du directoire pour une SA), précédées d'une formule attestant que, à sa connaissance, les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. Lors du dépôt du projet de prospectus à la COB, l'émetteur doit remettre les documents juridiques suivants :

- statuts de la société ;
- CV des principaux dirigeants de la société ;
- procès-verbal de l'assemblée générale ayant autorisé l'émission des titres assorti des rapports correspondants des commissaires aux comptes ;
- comptes sociaux (et consolidés) des derniers exercices, accompagnés des rapports du conseil d'administration et des commissaires aux comptes ;
- procès-verbaux des organes de direction ;
- état des inscriptions hypothécaires, nantissements, garanties ;
- copie de l'engagement des actionnaires dirigeants de conservation de leurs titres et de la liste des personnes concernées ;
- copie de la convention de tenue de marché.

Le dépôt du projet de prospectus (en dix exemplaires) à la COB doit avoir lieu deux mois avant la date prévue pour la décision définitive de l'entreprise de marché.

Le prospectus est mis à la disposition du public au plus tard le jour où paraît l'avis de la société de bourse annonçant l'admission aux négociations des titres concernés. Sa diffusion est assurée par une publication dans un journal d'information économique et financière, de diffusion nationale et/ou par une mise à disposition gratuite auprès de l'entreprise de marché, des organismes chargés d'assurer le service financier des titres, de l'ITM, ou au siège social de la société.

B. Information périodique

En application de la loi sur les sociétés commerciales concernant les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les émetteurs doivent publier régulièrement certains renseignements sur leur situation financière :

- annuellement : publication des comptes annuels approuvés et de la décision d'affectation du résultat, ainsi que les comptes consolidés le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes. Il faut également établir un document de référence (qui est, soit un document spécifique, soit le rapport annuel de la société) qui doit être enregistré par la COB dans les deux mois suivant l'arrêté des comptes annuels ;
- semestriellement : publication d'un tableau d'activité et de résultat, et d'un rapport d'activité semestriel. Ces documents doivent être accompagnés d'une attestation des commissaires aux comptes sur la sincérité des informations données ;
- trimestriellement : publication du montant net du chiffre d'affaires du trimestre écoulé, détaillé par branche d'activité et consolidé le cas échéant.

C. Information permanente

L'information permanente est essentiellement régie par le règlement de la commission des opérations de bourse. Il s'agit là de l'information qui doit être donnée le plus tôt possible par l'émetteur, en principe par voie de communiqué, de tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours du titre ou de ses dérivés. L'émetteur peut ne pas informer le public si cette information risque de porter atteinte à ses intérêts légitimes et s'il est capable d'en assurer la confidentialité.

La diffusion effective et intégrale d'un communiqué officiel constitue le mode de diffusion normal de ce type d'information. Si la notion de diffusion n'implique pas forcément l'utilisation d'une publication dans la presse écrite, le communiqué de presse reste néanmoins le support le plus couramment utilisé par les émetteurs.

ANNEXE 3 : RÉSULTATS INTERMÉDIAIRES POUR L'ESTIMATION DES 3 FACTEURS DE FAMA-FRENCH

I. Description du modèle et construction des 3 facteurs

Nous supposons que la période d'intérêt événementiel soit de trois ans. Pour chaque mois du calendrier, nous calculons le rendement sur un portefeuille constitué des entreprises qui ont réalisé une introduction en bourse durant les trois dernières années du calendrier. Le rendement « Calendar-Time » sur ce portefeuille est utilisé pour estimer la régression suivante :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i [R_{mt} - R_{ft}] + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{it}$$

où R_{pt} représente le portefeuille des introductions en bourse et comprend toutes les émissions effectuées (*IPOs*) entre 1997 et 1999 ; $(R_{mt} - R_{ft})$ représente l'excédent du rendement de marché par rapport à celui de l'actif sans risque.¹²⁴ Le premier terme R_{mt} représente la rentabilité moyenne des titres constituant l'indice Euro.NM pondéré par la capitalisation boursière de chaque titre. Nous utilisons également une moyenne de rendement équi-pondérée. Le deuxième terme R_{ft} représente le rendement de l'actif sans risque, le taux EUROR à trois mois.¹²⁵ SMB_t (*Small Minus Big*) est la différence, pour chaque mois t , entre la moyenne des rentabilités sur les trois petits portefeuilles et la moyenne des rentabilités sur les trois grands portefeuilles :¹²⁶

$$SMB_t = 1/3(\textit{Small Value} + \textit{Small Neutral} + \textit{Big Value}) \\ - 1/3(\textit{Big Value} + \textit{Big Neutral} + \textit{Big Growth}).$$

HML_t (*High Minus Low*) est la différence, pour chaque mois t , entre la moyenne des rentabilités du portefeuille avec un ratio *MTBV* élevé et la moyenne de rentabilité du portefeuille avec un ratio *MTBV* faible :

$$HML_t = 1/2(\textit{Small Value} + \textit{Big Value}) \\ - 1/2(\textit{Small Growth} + \textit{Big Growth}).$$

¹²⁴ Pour l'échantillon Euro.NM, $R_{mt} - R_{ft}$ comprend toutes les sociétés cotées sur la bourse d'Amsterdam, Bruxelles, Frankfort, Milan et Paris. Pour l'échantillon NASDAQ, nous prenons en considération l'ensemble des sociétés cotées sur ce marché.

¹²⁵ Pour l'échantillon NASDAQ, nous utilisons le rendement sur le NASDAQ composite (R_{mt}) et le taux des *Treasury bills* à trois mois (R_{ft}).

¹²⁶ Voir la section suivante pour la formation des six portefeuilles.

α_i , β_i , s_i et h_i représentent les paramètres à estimer de la régression. L'estimation de la constante α de la régression permet de tester l'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne mensuelle de l'excès de rendement sur le « Calendar-Time Portfolio » est égale à zéro. Les constantes dans ces régressions ont une interprétation similaire à l'alpha de Jensen dans le cadre des travaux sur les mesures de performance des portefeuilles fondées sur le MEDAF. Étant donné que le nombre de titres qui constituent le « Calendar-Time Portfolio » varie d'un mois à l'autre, la distribution du terme d'erreur (e_t) peut être hétéroscédastique. Pour surmonter ce problème, conformément à la proposition de Boehme et Sorescu (2002), nous utilisons une estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires pondérés (WLS). Le facteur de pondération est basé sur la racine carrée du nombre des titres constituant le portefeuille de chaque mois du calendrier.

II. Construction des 6 portefeuilles formés par « Taille et MTBV »

Les portefeuilles *SMB* et *HML* sont constitués de tous les titres cotées sur la place financière entre le mois de juin de l'année t jusqu'au mois de juin de l'année $t + 1$. Nous prenons en considération uniquement les titres pour lesquels nous disposons de la capitalisation boursière le mois de décembre $t - 1$ et juin l'année t , en plus des données sur la valeur comptable en $t - 1$.

	Médiane CB	
	<i>Small Value</i>	<i>Big Value</i>
70 ^{ème} MTBV percentile		
30 ^{ème} MTBV percentile	<i>Smal Neutral</i>	<i>Big Neutral</i>
	<i>Small Growth</i>	<i>Big Growth</i>
Source : Fama et French (1993)		

Les portefeuilles construits à la fin de chaque mois de juin sont composés à la suite des intersections entre deux portefeuilles formés par taille (Capitalisation boursière, CB) et trois portefeuilles formés sur le ratio Market-to-Book (MTBV). Le seuil de séparation taille pour l'année t est la médiane des titres cotées sur l'Euro.NM (le NASDAQ) à la fin de chaque mois de juin pour l'année t . Les seuils MTBV représentent 30^{ème} et 70^{ème} des percentiles Euro.NM (NASDAQ). Le tableau suivant présente nos résultats intermédiaires pour les deux échantillons.

<i>Panel A. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon Euro.NM</i>							
Percentiles « MTBV »	Market-to-Book Value						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
P ₁ : 10 %	1,02	1,08	1,06	1,09	1,80	1,15	1,16
P ₂ : 20 %	1,32	1,36	1,60	2,07	2,60	1,70	1,68
P ₃ : 30 %	2,30	2,31	2,70	3,11	3,50	2,39	2,38
P ₄ : 40 %	2,53	2,63	3,40	3,75	4,32	2,99	2,88
P ₅ : 50 %	3,61	3,66	4,45	5,25	5,47	3,55	3,46
P ₆ : 60 %	4,82	4,89	5,60	6,59	7,23	4,25	4,26
P ₇ : 70 %	6,02	6,07	6,59	8,64	9,67	5,42	5,43
P ₈ : 80 %	8,56	9,37	8,21	11,51	13,18	7,73	7,76
P ₉ : 90 %	10,85	11,56	11,77	16,47	22,18	13,51	13,52
Capitalisation Boursière							
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Médiane	24,53	26,67	75,09	70,67	179,34	60,26	61,37
<i>Panel B. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon NASDAQ</i>							
Percentiles « MTBV »	Market-to-Book Value						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
P ₁ : 10 %	0,91	0,84	1,14	0,80	0,79	0,55	0,42
P ₂ : 20 %	1,11	1,10	1,46	1,05	1,06	0,77	0,64
P ₃ : 30 %	1,29	1,27	1,74	1,29	1,35	0,98	0,89
P ₄ : 40 %	1,61	1,54	2,01	1,57	1,74	1,27	1,07
P ₅ : 50 %	1,89	1,85	2,37	1,86	2,22	1,61	1,53
P ₆ : 60 %	2,30	2,29	2,90	2,32	2,95	2,15	2,02
P ₇ : 70 %	3,05	3,02	3,56	2,92	4,55	2,92	2,81
P ₈ : 80 %	4,13	4,05	4,61	3,95	6,90	4,19	4,13
P ₉ : 90 %	6,43	6,03	7,05	6,12	12,44	6,96	6,85
Capitalisation Boursière							
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Médiane	100,71	99,84	116,99	109,14	150,98	121,92	115,02

ANNEXE 4 : RÉSULTATS INTERMÉDIAIRES POUR LES PORTEFEUILLES DE RÉFÉRENCE

I. Détail des 5 portefeuilles formés par « Taille »

Les cinq portefeuilles sont reconstitués le mois de juillet de chaque année. Le mois de juin de chaque année t , nous classons toutes les sociétés cotées sur l'Euro.NM (le Nasdaq) selon leur taille, mesurée par la capitalisation boursière. Ensuite, les sociétés de l'Euro.NM (du Nasdaq) sont classées dans leur quintile de taille appropriée en se basant sur la valeur marchande du titre pour le mois de juin : c'est ce qu'indique le tableau suivant,

<i>Panel A. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon Euro.NM</i>							
Quintiles « Taille »	Capitalisation Boursière						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Q₁ : 20 %	13,02	14,07	20,68	20,49	52,18	18,85	19,90
Q₂ : 40 %	18,28	19,18	54,57	54,31	132,62	46,49	44,53
Q₃ : 60 %	41,52	42,79	109,39	129,29	234,62	87,79	86,03
Q₅ : 80 %	89,04	93,24	275,03	311,78	574,55	239,69	241,19

<i>Panel B. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon NASDAQ</i>							
Quintiles « Taille »	Capitalisation Boursière						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Q₁ : 20 %	34,94	36,19	41,64	36,69	40,75	34,17	35,25
Q₂ : 40 %	71,71	71,05	85,31	73,58	99,09	79,99	72,35
Q₃ : 60 %	141,31	134,36	156,20	153,38	235,42	199,83	142,38
Q₅ : 80 %	298,69	309,79	244,14	404,57	700,58	538,44	399,01

Nous calculons la rentabilité mensuelle pour chacun des portefeuilles par la moyenne arithmétique des rendements de tous les titres appartenant au même quintile de taille. Puisque nous classons les sociétés le mois de juin, chaque année, ces dernières sont autorisées à changer une fois par an de quintile de taille. Le calcul du « rendement du portefeuille de référence par taille » (*size-benchmark return*) est équivalent à une stratégie d'investissement dans un portefeuille d'un quintile donnée équi-pondéré par la taille avec un ré-équilibrage mensuel.

II. Détail des 5 portefeuilles formés par « MTBV »

Les cinq portefeuilles sont reconstitués selon le niveau du ratio *MTBV* le mois de juillet de chaque année. Le mois de décembre de l'année $t - 1$, nous classons toutes les sociétés de l'Euro.NM (*du NASDAQ*) en différentes populations en nous basant cette fois-ci sur les niveaux des ratios *MTBV*. Ensuite, nous constituons des quintiles basés

sur le niveau des ratios *MTBV* pour toutes les sociétés de l'Euro.NM (du NASDAQ) : le tableau suivant indique les résultats,

<i>Panel A. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon Euro.NM</i>							
Quintiles « MTBV »	Market-to-Book Value						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Q₁ : 20 %	1,33	1,36	1,60	2,07	2,60	1,70	1,65
Q₂ : 40 %	2,52	2,63	3,40	3,75	4,32	2,99	2,83
Q₃ : 60 %	4,68	4,89	5,60	6,59	7,23	4,25	4,13
Q₅ : 80 %	9,02	9,37	8,21	11,51	13,18	7,73	7,38

<i>Panel B. : Résultats intermédiaires pour l'échantillon NASDAQ</i>							
Quintiles « MTBV »	Market-to-Book Value						
	Juin 96	Juin 97	Juin 98	Juin 99	Juin 00	Juin 01	Juin 02
Q₁ : 20 %	1,03	1,10	1,46	1,05	1,06	0,77	0,65
Q₂ : 40 %	1,41	1,54	2,01	1,57	1,74	1,27	1,23
Q₃ : 60 %	2,12	2,29	2,90	2,32	2,95	2,15	2,05
Q₅ : 80 %	3,96	4,05	4,61	3,95	6,90	4,19	4,06

Enfin, les sociétés de l'Euro.NM (du Nasdaq) sont placées dans leur quintile *MTBV* approprié en se basant sur la valeur du *MTBV* de l'année $t - 1$. Les rendements sur les cinq portefeuilles *MTBV* sont calculés de manière similaire à celle des cinq portefeuilles « Taille ».

III. Détail des 25 portefeuilles formés par « Taille » et « MTBV »

Ce dernier ensemble de portefeuilles de référence se compose de 25 portefeuilles « Taille/*MTBV* » qui sont reconstitués le mois de juillet de chaque année. En utilisant les données annuelles des quintiles « Taille » et « *MTBV* », ces portefeuilles sont constitués en deux étapes. Dans la première étape, le mois de juin de l'année t , nous classons toutes les sociétés de l'Euro.NM (du NASDAQ) dans notre population sur base de la capitalisation boursière du titre. Ensuite, nous constituons des quintiles en nous basant sur ces classements de toutes les sociétés Euro.NM (du NASDAQ). Dans la deuxième étape, au sein de chaque quintile « Taille », les sociétés sont classées dans des quintiles selon les valeurs des ratios « *MTBV* » durant l'année $t - 1$. Les sociétés de l'Euro.NM (du NASDAQ) sont placées dans leur portefeuille « Taille/*MTBV* » approprié en se basant sur leur taille au cours du mois de juin de l'année t et sur la valeur de leur ratio « *MTBV* » durant l'année $t - 1$. Les rendements sur les 25 portefeuilles sont calculés d'une manière similaire à celle des cinq portefeuilles « Taille » et à celle des portefeuilles « *MTBV* ».

Table des matières

	<i>Pages</i>
Avant-propos	ii
 Introduction générale	 1
Section I : Présentation de notre approche et objectifs de la recherche.....	1
Section II : Présentation générale de la dissertation et revue des différents chapitres.....	6
 PREMIÈRE PARTIE : LE POSITIONNEMENT THÉORIQUE DE LA RECHERCHE _Toc34531063	
Chapitre 1 : Le problème de corporate governance.....	11
Section I : Définition du corporate governance.....	12
Section II : Le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants	13
Section III : La structure du corporate governance	15
 Chapitre 2 : Le contrôle de la société anonyme.....	 18
Section I : La séparation de la propriété et du contrôle dans « The Modern Corporation »	20
§ 1 – <i>Le cadre conceptuel du contrôle</i>	20
§ 2 – <i>Conséquence de la séparation entre la propriété et le contrôle dans la société anonyme</i>	22
§ 3 – <i>Dualité d'actionnaires et leurs rôles</i>	28
§ 4 – <i>Les principes « politiques » de fonctionnement de la société anonyme</i>	31
A. <i>Le régime « parlementaire » de l'assemblée générale</i>	31
B. <i>L'actionnariat de la société n'est pas une « cité démocratique »</i>	32
C. <i>La désignation des organes de gestion</i>	33
Section II : Caractéristiques des différents systèmes de corporate governance.....	34
§ 1 – <i>Dilemme entre concentration ou dispersion</i>	35
§ 2 – <i>Systèmes orientés marchés</i>	38
A. <i>Le rôle des institutions financières</i>	39
B. <i>Le rôle du conseil d'administration</i>	40
C. <i>Le rôle des mécanismes de marché</i>	41

D.	<i>Le comportement « court-termiste »</i>	42
§ 3 –	Systèmes orientés Banques	44
A.	<i>Le rôle des banques dans le corporate governance</i>	46
B.	<i>Relation à long terme : participations croisées et engagement</i>	48
§ 4 –	Convergence entre les deux systèmes	50
Conclusion du chapitre		51
Chapitre 3 : Structure de la propriété et valeur de la firme		53
Section I : La performance mesurée à travers la création de valeur pour les actionnaires		54
§ 1 –	Le primat récent de la valeur actionnariale	54
§ 2 –	Les critiques de la valeur actionnariale et la proposition de la valeur partenariale	58
A.	<i>Les limites liées aux comportements des individus</i>	58
B.	<i>Des limites liées aux techniques de fonctionnement, à l'utilisation et à l'interprétation des modèles de création de valeur</i>	59
C.	<i>Des limites liées à la performance sociale des modèles de création de valeur</i>	59
§ 3 –	Les raisons pour conserver la valeur actionnariale	60
Section II : L'incidence de l'évolution de la structure de propriété sur la création de valeur		62
§ 1 –	Conseil d'administration et valeur de la firme	63
A.	<i>L'influence de la composition du conseil d'administration sur la valeur de la firme</i>	63
B.	<i>Le type de conseil et la valeur de la firme</i>	64
§ 2 –	Structure de propriété et performance financière	65
§ 3 –	La structure de propriété comme variable endogène	70
Section III : Nouvelle approche du problème		73
§ 1 –	Ébauche d'un nouveau plan d'expérimentation	74
§ 2 –	Modèles théoriques sur les introductions en bourse	76
§ 3 –	Structure de propriété pour les entreprises qui s'introduisent en bourse	78
Conclusion du chapitre		81

DEUXIÈME PARTIE : FORMULATION DES HYPOTHÈSES ET APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE

Chapitre 4 : Analyse théorique et formulation des hypothèses		85
Section I : L'entreprise et la bourse		85
§ 1 –	Les acteurs	85
§ 2 –	Le processus	87
A.	<i>La décision d'introduction en bourse</i>	87
B.	<i>Le choix de l'agent introducteur</i>	88
C.	<i>Le processus d'inscription</i>	89
§ 3 –	Coûts et bénéfices de l'introduction en bourse	91
A.	<i>Sélection adverse</i>	92
B.	<i>Coûts et charges administratives</i>	93
C.	<i>Surmonter les contraintes de l'endettement</i>	93
D.	<i>Créer un pouvoir de négociation avec les banquiers</i>	93
E.	<i>Liquidité et diversification de portefeuille</i>	94
F.	<i>Contrôle</i>	94
G.	<i>Fenêtres d'opportunités</i>	95

Section II : La sous-évaluation initiale des introductions en bourse	95
§ 1 – <i>Théories sur l'évaluation des offres publiques initiales</i>	96
§ 2 – <i>Tendances actuelles des travaux empiriques</i>	100
§ 3 – <i>Structure de propriété et liquidité</i>	104
§ 4 – <i>Sous-évaluation des offres d'introduction et structure de propriété</i>	107
§ 5 – <i>Formulation des hypothèses</i>	110
Section III : Analyse du cadre théorique de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse	112
§ 1 – <i>Recherches sur les introductions en bourse : une revue de la littérature</i>	112
§ 2 – <i>Explication théorique de la sous-performance</i>	115
A. <i>Première théorie</i>	116
B. <i>Deuxième théorie</i>	118
D. <i>Troisième courant</i>	119
§ 3 – <i>Analyse théorique critique de la méthodologie des rendements anormaux à moyen et long terme</i>	120
Chapitre 5 : Collecte des données et méthodologies de la recherche	127
Section I : Sources des données et processus de sélection de l'échantillon	127
Section II : Méthodologie pour l'analyse de la décote initiale et ses déterminants	129
§ 1 – <i>Allocation des coûts de la décote initiale</i>	129
§ 2 – <i>Variables à expliquer</i>	133
A. <i>Mesure de la décote initiale</i>	133
B. <i>Évaluation à court terme d'une introduction en bourse</i>	134
C. <i>Mesure de la liquidité</i>	135
§ 3 – <i>Variables de contrôle</i>	137
A. <i>Mesures des variables du contrôle de la société</i>	137
B. <i>Mesures du risque</i>	139
§ 4 – <i>Construction des modèles</i>	141
§ 5 – <i>Statistiques descriptives</i>	144
Section III : Méthodologie de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse	150
§ 1 – <i>Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)</i>	151
§ 2 – <i>Buy-and-hold Abnormal Returns (BHAR)</i>	152
§ 3 – <i>Les méthodes de « Calendar-Time Portfolio »</i>	154
A. <i>Le modèle à trois facteurs de Fama-French 1992-1993</i>	155
B. <i>La moyenne mensuelle des « Calendar-Time Abnormal Returns » (CTAR)</i>	156
§ 4 – <i>Procédure de sélection des portefeuilles de référence</i>	157

TROISIÈME PARTIE : LES RÉSULTATS DE LA RECHERCHE

Chapitre 6 : Analyse de la performance à court terme	162
Section I : Analyse de la sous-évaluation et du « Money left on the table »	163
Section II : Performance à court terme	165
Section III : Étude de la sous-évaluation et de la structure d'actionnariat	168
§ 1 – <i>Analyse univariée</i>	168
§ 2 – <i>Analyse multivariée de la sous-évaluation</i>	170
Section IV : Étude de la liquidité et de la structure d'actionnariat	172
§ 1 – <i>Analyse univariée de la liquidité</i>	172
§ 2 – <i>Analyse multivariée de la liquidité</i>	173
Conclusion du chapitre	180

Chapitre 7 : Analyse de la performance à moyen et long terme.....	182
Section I : Résultats de la performance à moyen et long terme des introductions en bourse	182
§ 1 – <i>Résultats en utilisant les rendements anormaux cumulés (CAR)</i>	182
§ 2 – <i>Résultats en utilisant la méthode des rendements « achat-conservation » (Buy-and-Hold)</i>	186
§ 3 – <i>Résultats selon les méthodes de « Calendar-Time Portfolios »</i>	189
Section II : Analyse en coupe transversale.....	193
Section III : Résultats de la régression OLS	195
Conclusion du chapitre	200
Conclusion générale	202
Références bibliographiques.....	207

LES ANNEXES :

Annexe 1 :	les outils d'analyse de la création de valeur	219
Annexe 2 :	Présentation des deux marchés	234
Annexe 3 :	Résultats intermédiaires pour l'estimation des 3 facteurs de fama-french.....	248
Annexe 4 :	Résultats intermédiaires pour les portefeuilles de référence.....	251