

Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau marché

Salim CHAHINE*

Jean-Pierre MATHIEU

Audencia-Nantes

Classification JEL : G14, L10, M31

Correspondance :

Salim Chahine, Audencia-Nantes-Ecole de Management,
8, Route de la Jonelière, BP 31222, 44312 Nantes Cedex 3.
Tel. 02 40 37 34 24
Fax. 02 40 37 34 07
E-mail : schahine@audencia.com

Résumé : L'étude du chapitre lié à l'activité dans le prospectus préliminaire de 50 sociétés candidates à l'introduction sur le Nouveau marché montre l'existence de cinq politiques de communication. À l'exception du multiple du résultat net, PER, le test empirique confirme l'importance de l'information stratégique dans l'explication de la valeur. Enfin, il s'avère que la rentabilité anormale cumulée à dix et soixante jours suivant l'introduction est positivement corrélée à l'effort de révélation de l'information stratégique, mesuré par le nombre de contextes de valeur.

Mots clés : introduction en bourse – valeur – informations stratégiques – comportement informationnel – rentabilité anormale.

Abstract : Study of the chapter related to firms' activity in the preliminary prospectuses for 50 listed companies in the "Nouveau marché" shows the existence of 5 disclosure policies. Except for the P/E ratio, empirical study confirms the strategic information effect on value explanation, measured by the Market-to-Book, Firm Value-to-Sales revenue, Firm Value-to-EBIT. Finally, Cumulative Abnormal Return over ten and sixty-day periods are positively associated with the disclosure policy of strategic information.

Key words : initial public offerings – valuation – strategic information – disclosure policy – initial underpricing

* Les auteurs sont respectivement professeurs de finance et de marketing à Audencia. Ils font partie du Laboratoire Management par la Valeur et tiennent à remercier les rapporteurs de la revue Finance Contrôle Stratégie ainsi que les lecteurs anonymes de la Conférence de l'AIMS-2002 pour leurs remarques sur une ancienne version de ce papier intitulée: « *La valorisation stratégique par l'approche de la représentation des sociétés candidates à l'introduction en bourse sur le nouveau marché : le concept de 'contexte de valeur'* ».

La plupart des sociétés candidates à l'introduction sur le Nouveau marché en France sont des jeunes sociétés sans historique, ayant des pertes et soumises à une forte incertitude sur les *cash flows* futurs. L'évaluation de ces entreprises se trouve donc au centre d'un débat mettant en avant le besoin de développement des modèles traditionnels.

Alors que les études empiriques passées se sont souvent limitées à l'utilisation des informations comptables et financières (Kim et Ritter 1999, Kim et al. 1995), cet article tente de vérifier le pouvoir explicatif des informations stratégiques dans l'évaluation des sociétés candidates à l'introduction sur le Nouveau marché. En fait, face à l'incapacité des investisseurs à distinguer les bonnes entreprises des mauvaises sur la base de la seule information financière, nous proposons d'étudier le lien entre la valorisation à l'introduction et l'information stratégique¹. Cette dernière est extraite des prospectus préliminaires d'un échantillon de 50 sociétés introduites sur le Nouveau marché sur la période 1998-2000. La recherche tente d'apporter des éléments de réponses aux questions suivantes :

- Existe-t-il des spécificités informationnelles dans la partie liée à l'activité de la société dans le prospectus préliminaire ?
- Existe-t-il un contenu informationnel aux informations stratégiques ?

À l'instar de Kim et Ritter (1999), nous utilisons des multiples de valorisation tels que le multiple du résultat net, de la valeur comptable, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation, comme des références, des *benchmarks*, de la valeur des entreprises introduites en bourse. L'étude du contenu informationnel stratégique consisterait à vérifier la liaison entre ces indices de référence d'un côté et l'information stratégique de l'autre. Dans cette optique, nous proposons la construction d'un indice informationnel fondé sur l'utilisation de l'heuristique de traitement de données lexicales ALCESTE². Une telle méthode, souvent utilisée dans la recherche en psychologie sociale et récemment appliquée aux sciences de gestion dans le champ de l'analyse du comportement des consommateurs (Mathieu 2001, 2002), permet d'appréhender la notion de « contexte de valeur » qui est transposable à l'analyse des représentations de la valeur de la firme.

¹ Par volonté de simplification, nous considérons que le prix d'offre proposé à l'introduction d'une bonne (mauvaise) entreprise est inférieur (supérieur) au prix d'équilibre observé dans la période post-introduction.

² ALCESTE: Analyse des Lexèmes Cooccurents dans les Énoncés Simples d'un Texte.

L'application de cette méthode montre l'existence de cinq groupes de comportement informationnel. De plus, elle confirme l'importance du contenu « sémantique » informationnel du chapitre lié à l'activité de l'entreprise introduite dans l'explication de sa valorisation. À l'exception du multiple de résultat net, la valorisation par les autres multiples est une fonction croissante des concepts informationnels de nature stratégique.

Contrairement aux modèles de signalisation expliquant la rentabilité anormale au premier jour comme une résultante de l'asymétrie informationnelle entre les *dirigeants-insiders*, la banque introductrice et les *investisseurs-outsiders* (Allen et Faulharber 1989, Ibbotson 1975, Welch 1989), le test empirique conclut que les effets de l'effort informationnel stratégique sur la performance boursière au premier jour restent ambigus. Toutefois, cet effort informationnel est positivement corrélié à la rentabilité anormale cumulée calculée sur des plus longues périodes, en l'occurrence à dix et soixante jours de cotation. Ces résultats suggèrent ainsi l'importance du contenu informationnel de la note stratégique du prospectus préliminaire.

Dans la section 1, nous ferons une revue de la littérature mettant en avant les hypothèses explicatives de la valorisation et de la rentabilité anormale à l'introduction. Dans la section 2, nous présenterons l'échantillon des sociétés étudiées et la méthodologie de test empirique. Puis, nous nous arrêterons sur l'exemple de la politique d'information stratégique de la société Multimania pour décrire la mise en œuvre de la méthode ALCESTE. Dans la section 3, nous identifierons les différents groupes de comportement informationnels observés dans l'échantillon étudié. Enfin, nous tenterons de valider les hypothèses liées aux effets de l'information stratégique avant de conclure sur les possibilités de recherches futures.

1. Revue de littérature et hypothèses d'analyse

La plupart des études empiriques concluent à l'existence d'une rentabilité anormale positive au premier jour³. Ce phénomène, dit égale-

³ Ritter (1991), Loughran et al. (1994), Ibbotson et al. (1994), Loughran et Ritter (1995), parmi d'autres confirment ce phénomène sur un plan international. Ces études concluent à une rentabilité anormale moyenne de 15,8 % sur le marché américain sur la période 1960-1996. Derrien et Womack (1999) constatent également un excès de ren-

ment de décote à l'introduction, reflète la différence entre le prix d'offre proposé à l'introduction et le prix de clôture constaté en fin de première journée de cotation. Cette décote correspond à une perte de valeur pour les anciens actionnaires qui a souvent été expliquée par l'asymétrie d'information entre les *dirigeants-insiders*, la banque introductrice et les *investisseurs-outsiders*.

Rock (1986) explique la rentabilité anormale au premier jour, par l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés sur les perspectives de profit de la société et les autres non informés. En fait, selon son hypothèse de malédiction de vainqueur (*winner's curse*), les investisseurs informés participent uniquement à l'introduction des bonnes sociétés. Quant aux investisseurs non informés, ils recevront la totalité des titres des mauvaises sociétés et une petite part des bonnes sociétés. La sous-évaluation, et donc, la rentabilité anormale au premier jour, serait indispensable pour réussir l'introduction des sociétés de moins bonne qualité, en attirant les investisseurs non informés. Ainsi, la rentabilité anormale correspondrait à la prime de risque nécessaire pour dédommager les investisseurs non informés ayant des portefeuilles comprenant trop d'actifs de mauvaise qualité.

À la différence de cette première approche, Allen et Faulharber (1989) expliquent la rentabilité anormale au premier jour, par l'asymétrie d'information entre les *dirigeants-insiders* et les *investisseurs-outsiders*. Ces auteurs se réfèrent à la théorie du signal et supposent que l'introduction en bourse est généralement suivie par une augmentation de capital. Ainsi, ils considèrent que la bonne entreprise, à la différence de la mauvaise, pourrait réduire la part cédée à l'introduction en bourse et/ou le prix d'offre, pour signaler la possibilité de sortie à une date ultérieure à un prix plus élevé. Les meilleures entreprises se différencient des mauvaises en supportant, un coût d'introduction plus important. Ce coût, équivalent à la décote observée à l'introduction, constitue un signal qui devrait accroître les anticipations de profits et de dividendes de la société et attirer par conséquent, les investisseurs. L'importance de la rentabilité au premier jour de cotation « laisse un bon goût » permettant de garantir le succès de toute émission future à un prix plus haut (Ibbotson 1975, Welch 1989)⁴.

tabilité de 13,23 % sur un échantillon de 264 sociétés introduites sur la période 1992-1998 sur le marché français.

⁴ Michaely et Shaw (1994) rejettent toute relation positive entre les rentabilités de deux émissions successives.

Jog et McConomy (1999) expliquent qu'une entreprise ayant de faibles opportunités de croissance, n'a pas de besoin d'une politique de divulgation de grande qualité dans la mesure où elle n'exprime pas de besoins de financement. En fait, ce type de société a de faibles coûts de litiges et de propriété. En revanche, l'importance de l'asymétrie d'information des entreprises, ayant un haut potentiel de croissance, nécessite la mise en place d'une politique d'information optimale.

La politique informationnelle de l'entreprise apparaît donc comme le résultat d'un arbitrage entre la réduction du coût de capital, suite à la baisse de l'asymétrie d'information, et l'apparition des coûts de propriété (Verrecchia 1983) ou des coûts conflictuels (Skinner 1994). Par conséquent, la mise en place d'une politique de communication, au moment de l'introduction, est un élément déterminant du succès de l'opération.

À ce stade, deux hypothèses peuvent être mises en avant sur la liaison entre l'information stratégique d'un côté, la valorisation et la rentabilité anormale au premier jour de l'autre.

1.1. L'hypothèse de liaison entre la valorisation et l'information stratégique

Les jeunes sociétés de petite taille s'introduisant sur le Nouveau marché font souvent face à un problème d'asymétrie d'information. La forte incertitude *ex ante* constitue l'un des obstacles majeurs qui oblige les dirigeants à fournir un effort informationnel pour convaincre les investisseurs externes. Dans la mesure où ces derniers sont incapables de différencier les bonnes entreprises des mauvaises, l'importance des détails informationnels, présents dans la partie liée à l'activité de l'entreprise, apporterait un signal sur la qualité de l'entreprise.

Hypothèse 1 : La valorisation des entreprises candidates à l'introduction en bourse est une fonction croissante du nombre d'axes informationnels abordés dans la note liée l'activité.

À ce propos, le nombre d'axes d'analyse abordés peut être mesuré par l'indice de divulgation équipondéré (voir Section 2.3). La valorisation des sociétés candidates à l'introduction en bourse peut être mesurée par les multiples de résultat net, de la valeur comptable, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation. La valeur de l'entreprise est donc

supposée être une fonction positivement corrélée à son effort informationnel.

1.2. L'hypothèse de liaison entre la qualité de l'information et la rentabilité anormale à l'introduction

L'information stratégique à l'introduction en bourse devrait constituer un signal réduisant l'asymétrie d'informationnelle entre les *dirigeants-insiders*, la banque introductrice et les *investisseurs-outsiders*. La réduction de cette dernière est synonyme d'une amélioration de la valorisation de l'entreprise et devrait ainsi se traduire par une plus faible rentabilité anormale à l'introduction. Autrement dit, la divulgation de l'information stratégique constitue un signal sur la vraie valeur de l'entreprise lui permettant de s'introduire en bourse à un prix proche de sa valeur d'équilibre observée pendant les premières journées de cotation.

Hypothèse 2 : La rentabilité anormale est une fonction décroissante de la politique de communication mesurée par l'indice de divulgation.

À ce propos, la vulnérabilité des entreprises à fort potentiel de croissance, introduites sur le Nouveau marché, pourrait amener celles-ci à communiquer une partie de l'information détenue par le management. En ce sens, si certaines entreprises sont tentées de se protéger contre les coûts de propriété en communiquant moins d'information, les investisseurs exigent d'être dédommages par une rentabilité positive au premier jour de cotation. La rentabilité anormale au premier jour compensera ainsi l'incertitude *ex ante* liée au manque d'information et sera d'autant plus forte que la communication est limitée.

2. Méthodologie et base de données

L'échantillon étudié comporte 50 sociétés introduites sur le Nouveau marché entre 1998 et 2000 (tableau 1). Il se limite aux sociétés

pour lesquelles nous avons pu obtenir les prospectus préliminaires et les notes de la banque introductrice sur la valeur⁵.

Tableau 1 – Répartition de l'échantillon par secteur et par année d'introduction

Secteur/Année	1998	1999	2000	Total
Logiciels Infor. & Internet	4	10	12	26
Médias & Communication	1	3	3	7
Électronique & Composants Électriques	2	2	0	4
Services Entreprises	1	1	1	3
Pharmaceutique & Santé	1	1	0	2
Autres*	5	2	1	8
Total	14	19	17	50

* Construction mécanique et ingénierie, Distribution, Aérospatial, Textile et habillement, Distribution matériels de télécommunication, Électroménager.

Les informations boursières ont été extraites de la base de données de ParisBourse SA. Conformément à la répartition sectorielle des sociétés cotées au Nouveau marché, le tableau 1 montre la présence d'un important nombre de sociétés appartenant au secteur informatique et internet.

2.1. *Le choix des multiples de valeur*

De nombreux travaux discutent des différentes méthodes d'évaluation : l'évaluation patrimoniale, par actualisation des flux futurs ou, éventuellement, par les « comparables ». Chacune de ces méthodes a ses avantages et ses limites. Alors que la méthode patrimoniale se limite à l'information comptable sans prendre en compte les opportunités de croissance future, la méthode par actualisation est soumise à l'incertitude liée au choix des flux futurs, à l'horizon d'évaluation ou au choix du taux d'actualisation. La méthode d'évaluation par les comparables nécessite l'existence d'un échantillon assez large d'entreprises comparables cotées en bourse. De plus, cette méthode, ne se préoccupant de la sous-évaluation ou surévaluation d'ensemble, permet de réduire l'écart d'évaluation de la société étudiée par rapport aux sociétés comparables.

⁵ Cette base des données exclut les sociétés qui effectuent un transfert de cotation d'un marché à un autre dans la mesure où celles-ci disposent déjà d'un prix de marché.

L'étude des notes d'analystes ayant participé à l'introduction montre l'utilisation fréquente des multiples de résultat net (PER), de la valeur comptable (PBR), du chiffre d'affaires (VCA) et du résultat d'exploitation (VRE). Alors que les deux premiers sont des multiples calculés par rapport à la capitalisation boursière, les deux derniers utilisent la valeur totale de l'entreprise (capitalisation boursière et dettes financières). Ces évaluations portent, par exemple, sur le calcul du produit de la moyenne du multiple de prix sur le résultat net des sociétés comparables, PER, par le résultat net de la société étudiée.

À l'instar de Kim et Ritter (1999), nous avons choisi d'utiliser les multiples calculés sur les anticipations des différentes variables. En effet, Kim et Ritter (1999) concluent, d'une part, à une modeste capacité d'évaluation des PER, PBR et PCA. D'autre part, ils notent l'amélioration de la précision de l'évaluation fondée sur le PER lors de la prise en compte des anticipations des résultats nets futurs. Boatsman et Baskin (1981) montrent la forte précision du multiple de résultat net calculé sur un échantillon faisant partie du même secteur industriel et enregistrant des taux de croissance quasi-similaires sur les dix dernières années.

2.2. Le calcul de la rentabilité anormale

La rentabilité anormale moyenne au premier jour, $RA_{0,i}$, de l'échantillon étudié est de 19,63 %. Cette rentabilité est ajustée selon la méthodologie de Aggarwal et Rivoli (1990) par rapport à l'indice de référence, en l'occurrence l'indice du Nouveau marché (NM) :

$$RA_{0,i} = (P_1/P_0 - I_1/I_0) \quad (1)$$

$RA_{0,i}$: la rentabilité initiale ajustée du premier jour de cotation (0) pour l'entreprise (i) ;

P_0, P_1 : respectivement, le prix d'offre et le prix coté en fin de la première journée d'échange de l'action de l'entreprise (i) ;

I_0, I_1 : le prix de clôture de l'indice de référence, l'indice NM, la veille de la journée d'introduction et en fin de la première journée d'échange.

Le calcul de la rentabilité anormale cumulée s'effectue de la manière suivante :

$$CAR_{j,i} = \prod_{k=1}^j (1+RA_{k,i}) - 1$$

$CAR_{j,i}$: la rentabilité anormale cumulée sur j jours de l'entreprise (i). Elle est égale à 40,54 % sur une période de 10 jours (59,44 % à 60 jours).

Le calcul de la rentabilité anormale cumulée à 10 et 60 jours vise à contrôler le biais pouvant être lié à l'activité de stabilisation des cours exercée par les teneurs de marchés pendant les premières journées de cotation (Hanley et al. 1993). Ces rentabilités cumulées nous permettent également de tenir compte de toute surréaction des marchés pendant les premiers jours de cotation (Ritter 1991)⁶. L'euphorie observée sur la période 1998-2000, en particulier pour certaines entreprises de la nouvelle économie, justifie l'importance de ce chiffre, en moyenne, et la différence constatée par rapport à la médiane.

Tableau 2 – La rentabilité anormale après l'introduction

	Moyenne	Médiane	Écart-type
Rentabilité anormale au premier jour	0,1963*	0,0596	0,4628
Rentabilité anormale cumulée au 10 ^{ème} Jour	0,4054*	0,1505	0,8340
Rentabilité anormale cumulée au 60 ^{ème} Jour	0,5944*	0,1654	1,3185

* Statistiquement significatif à 1 %.

2.3. La définition des contextes de valeur et la politique informationnelle des sociétés étudiées

La demande de visa d'introduction en bourse nécessite la mise en place d'un certain nombre de documents d'information dont l'essentiel est réuni dans un document appelé le prospectus préliminaire. Ce prospectus est organisé de façon habituelle autour des chapitres suivants :

- responsable du prospectus et attestation ;

⁶ Parallèlement à Resee (1998), nous nous sommes limités à 60 jours pour le calcul de la rentabilité anormale cumulée. Au-delà de cette période, nous estimons que de nouvelles informations fondamentales pourraient être révélées et affecteraient donc la valorisation des sociétés introduites.

- renseignements concernant l'opération ;
- renseignements de caractère général concernant la société et le capital social ;
- renseignements concernant l'activité, l'évolution récente et les perspectives d'avenir de l'émetteur ;
- patrimoine – situation financière – résultat ;
- renseignements concernant l'administration et la direction...

Alors que le contenu des informations comptables et financières, celles relatives à l'opération ou à l'administration et à la direction, est plutôt équivalent, celui de l'activité de la société introduite peut être plus ou moins approfondi d'un prospectus à un autre⁷. En effet, le contenu de ce chapitre dépend de la volonté des dirigeants de l'entreprise de communiquer sur ses avantages concurrentiels et compétitifs

L'étude du contenu informationnel du chapitre lié à l'activité des sociétés candidates à l'introduction en bourse vise à analyser la structure des distributions des différents corpus des prospectus préliminaires. La méthode ALCESTE se différencie des méthodes classiques par l'adoption d'une heuristique qui tend à rechercher des mondes lexicaux, instanciés dans les corpus, d'univers mentaux où se déplacent les énonciateurs. L'objectif est ainsi, de rechercher les registres d'expression sur lesquels se sont basés les dirigeants des sociétés et les fondés de pouvoir des banques lorsqu'ils se représentent leur société pour son introduction. C'est donc au niveau sémantique que se situe cette analyse. Cette dernière ne considère que les bases lexicales des mots pleins, opérant une réduction du vocabulaire par élimination des marqueurs de syntaxes, des désinences de conjugaison, certains suffixes et les mots outils (articles, auxiliaires) pour ne garder que les racines significatives. Ainsi, la définition de l'environnement est étendue à une unité de l'ordre de l'énoncé minimal appelé « unité de contexte ». Cette notion de contexte, doit être abordée sous deux aspects :

- l'un en rapport avec celle de l'environnement d'un mot dans le texte et est appelé « unité de contexte » ;
- l'autre en rapport avec celle d'usage dans le corpus et qui est mis en œuvre par la recherche de régularité dans la distribution du vocabulaire. Ce type de régularité est appelé « contexte de valeur ». Si l'unité

⁷ Par simplification, nous écartons la possibilité de manipulation de l'information comptable et financière évoquée par Teoh et al. (1995).

de contexte renvoie, au niveau cognitif, à une représentation singulière, le contexte de valeur renvoie, en tant que classe de contextes locaux, à une représentation collective.

La méthode utilisée permet donc une segmentation du corpus en un ensemble d'unités de contexte : un sens précis peut être apporté à l'étude des distributions puisque ces distributions sont représentées avec une bonne approximation par un tableau de données à double entrée comprenant, en lignes, les unités de contexte et, en colonnes, le vocabulaire retenu avec, à l'intersection d'une ligne et d'une colonne : « 1 » si le mot est présent dans l'unité de contexte ; « 0 », dans le cas contraire. Deux analyses de classification descendante hiérarchique dont la procédure se situe au niveau de plusieurs techniques (segmentation, classification hiérarchique et nuées dynamiques) sont ensuite mises en œuvre pour la recherche de classes appelées « contexte de valeur » dans le cadre de l'étude des corpus des prospectus préliminaires. Une fois la classification effectuée, chaque contexte de valeur (ou classe) est alors interprété à partir du vocabulaire identifié, statistiquement significatif au sens du *Chi 2*.

L'application d'ALCESTE sur les 50 sociétés conduit à conclure à l'existence de 14 « contextes de valeur » mis en avant par les sociétés étudiées (voir tableau 3).

Tableau 3 – Les contextes de valeurs et leurs catégories sémantiques

Contextes de valeur	Catégories sémantiques
1- Environnement juridique et réglementaire : contraintes juridiques et réglementaires que doivent respecter les entreprises.	Civil, légal, contrat...
2- Implantation géographique : choix de la situation géographique des sociétés qui en font un avantage concurrentiel.	Pays, Amérique, Europe...
3- Marketing opérationnel : tactiques marketing et mise en relief de certains aspects promotionnels ou de merchandising	Commercial, catalogue, vente...
4- Marketing stratégique : politique de segmentation, de ciblage et de positionnement choisis par l'entreprise	Marché, segment, positionnement...
5- Risque : maîtrise de l'entreprise des risques potentiels qu'elle a identifiés	Litige, erreur, incapacité...
6- Logistique : moyens dédiés à la logistique de l'entreprise pour la mise en œuvre de ses activités.	Transport, bâtiment, installation...
7- Approvisionnement : organisation et processus liés aux achats des matières premières ou des services sous traités qui sont de nature stratégique.	Achat, article, stock...
8- Servuction/Production : systèmes de fabrication de produit (production) et /ou de service (servuction), en mettant en avant les éléments fondamentaux pour l'activité requise.	Service, fabrication, conception...
9- Dynamique de croissance : capacités stratégiques de l'entreprise à se développer	Augmenter, croître, développer...

10- Organisation : capacités d'organisation de la société au service de la stratégie.	Réseau, processus, organisation...
11- Technologie (R&D) : maîtrise technologique et capacité de recherche et développement.	Systèmes informatiques, serveurs, technologie...
12- Capital humain : compétences disponibles et opérationnelles de l'entreprise.	Ingénieur, personnel, équipe...
13- Direction générale : implication et pragmatisme de la direction générale avec son organisation dans la mise en œuvre de la stratégie de la firme.	Direction générale, dirigeants...
14- Stratégie financière : objectifs financiers considérés comme prioritaire par l'entreprise.	Résultats, finance, ratios...

L'analyse lexicale des prospectus préliminaires permet un niveau pertinent de structuration de l'information représentée soit à un ensemble de sociétés, soit à une entreprise spécifique.

L'exemple de la société MULTIMANIA présente le processus d'interprétation des contextes de valeur. La figure 1 fait apparaître cinq « contextes de valeur » qui constituent la structure qualitative de la représentation de cette société :

- Environnement juridique
- Marketing opérationnel
- Marketing stratégique
- Risque
- Implantation géographique

Les différents contextes de valeur permettent ainsi de qualifier les composantes des représentations « qui sont pensées » comme pertinentes par les dirigeants des sociétés et les fondés de pouvoir des banques. Par conséquent, ils situent la société dans des « univers sémantiques » qui devraient être autant des vecteurs de communication que des indicateurs en matière de valorisation.

2.4. Le calcul de l'indice de divulgation

De même que Chow et Wong-Boren (1987), nous utilisons un indice équilibré de divulgation pour la mesure de la politique de communication. Cet indice attribue une variable muette, pouvant prendre les valeurs 0 ou 1, selon que l'entreprise dispose de ce contexte de valeur ou non dans son prospectus préliminaire.

Chaque société sera ainsi notée de 0 à 14 en fonction du nombre de contextes de valeurs abordés. Le tableau 4 montre les statistiques descriptives des contextes de valeur recensés par secteur d'activité.

Figure 1 – *Les contextes de valeur d'une société de l'échantillon :
l'exemple de MULTIMANIA*

Tableau 4 – *Les contextes de valeur par secteur d'activité*

Secteur	Nombre Sociétés	Moyenne	Médiane
Logiciels Infor. & Internet	26	4,230	4
Médias & Communication	7	3,285	3
Électronique & Composants électriques	4	2,250	2
Services Entreprises	3	3,333	3
Pharmaceutique & Santé	2	4	4
Autres*	8	3,375	4
Total	50	3,740	4

* Construction mécanique et ingénierie, Distribution, Aérospatial, Textile et habillement, Distribution matériels de télécommunication, Électroménager.

Selon ce tableau, le secteur Informatique et Internet fournit un effort informationnel important qui se caractérise par une moyenne autour de 4,23 contextes de valeur. Ce secteur est suivi de près par le secteur Pharmaceutique & Santé effectuant une politique de divulgation comportant, en moyenne, 4 contextes de valeur.

3. Résultats empiriques

La vérification des deux hypothèses de départ débute par l'étude du comportement informationnel des sociétés étudiées. À ce propos, nous tenterons d'identifier les groupes de comportement et les contextes de valeur qui s'y réfèrent. Cette étape sera ainsi suivie par l'étude des liaisons entre l'information stratégique d'un côté, la valorisation et la rentabilité anormale au premier jour de l'autre.

3.1. *Les groupes de comportement informationnel des sociétés étudiées*

La représentation par contextes de valeur des sociétés introduites en bourse permet aussi d'identifier des communautés sémantiques lorsqu'il s'agit de caractériser le type d'un secteur d'activité où plusieurs sociétés sont présentes. Si certains contextes, par exemple, sont communs à une grande majorité d'entre elles, d'autres sont plus spécifiques et peuvent être pertinents pour identifier des aspects très typiques. Les prospectus des cinquante sociétés ont été traités conjointement et cinq contextes de valeurs apparaissent, ainsi que la carte perceptuelle (voir figure 2) le montre.

L'examen des cinq classes conclut aux caractéristiques suivantes :

- la classe 1 est centrée sur le marketing, l'implantation géographique et la servuction. Elle traduit une logique de développement international de la société ;
- la classe 2 montre la dynamique de croissance, le marketing, la technologie et les ressources humaines. Elle matérialise une stratégie de pénétration de marché fondée sur la mise en œuvre des compétences techniques et humaines ;
- la classe 3 met l'accent sur le marketing stratégique et la dynamique de croissance. Cette dernière démontre une stratégie de différenciation ;
- la classe 4 met en relief le marketing et la logistique. Elle fait apparaître les moyens mis à disposition par l'entreprise pour le succès commercial des produits ;
- la classe 5 est centrée à la fois sur le marketing et la stratégie financière. Elle se distingue par une logique de performance où les liaisons entre la politique commerciale et les conséquences sur les résultats de l'entreprise sont prioritaires.

Ainsi, les comportements et les attitudes des dirigeants se situent dans ces représentations et semblent correspondre à une communication efficace auprès des futures actionnaires. Par conséquent, il est particulièrement intéressant d'étudier la liaison entre l'information stratégique et la valorisation.

3.2. La valorisation et l'information stratégique

3.2.1. Le contenu informationnel de la note d'activité

Le test de la première hypothèse liée à la liaison entre l'information stratégique et la valorisation s'effectue par la régression des multiples de valorisation prédéfinis : PBR, PER, VCA, VRE, sur le nombre de contextes de valeur recensés.

Quelles que soient les variables omises, rationnelles ou non, le test de l'hypothèse informationnelle autour de l'introduction en bourse conclut à la significativité statistique de plusieurs des variables étudiées. En fait, à l'exception du multiple du résultat net, le PER, l'application des moindres carrés ordinaires conclut à des coefficients de détermination, R^2 , assez significatifs.

Figure 2 – *Les politiques informationnelles des sociétés étudiées
(échantillon total)*

Hormis le PER, le tableau 4 montre la significativité statistique de la pente positive de la liaison entre les différents multiples de valorisation et l'indice de divulgation (Index). La non-significativité statistique du PER pourrait s'expliquer par ses limites de calcul (le résultat net de certaines sociétés ne tient pas compte de l'amortissement du *goodwill*) ou par son niveau souvent très élevé lié à la faiblesse des résultats des jeunes sociétés introduites sur le Nouveau marché.

Tableau 5 – *Le contenu informationnel de la note d'activité*

Variable dépendante	PBR	PER	VCA	VRE
Nombre d'observations	50	35	50	28
Constante	-4,989	19,843	-1,562	-15,559
Pr > T	0,380	0,180	0,843	0,537
Index	3,437	3,445	2,674	8,235
Pr > T	0,021	0,222	0,076	0,090
R ²	0,110	0,043	0,063	0,103

Remarque : Les T-Value indiquent la probabilité que le coefficient ne soit pas statistiquement significatif. Ils sont calculés après correction de l'hétéroscédasticité selon la méthode de White (1980).

Le tableau 5 confirme la première hypothèse sur le contenu informationnel du chapitre lié à l'activité de la société candidate à l'introduction.

3.2.2. Information et valeur

L'étude de la liaison entre la politique informationnelle et la valorisation mesurée par les différents multiples de l'actif net comptable, du résultat, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation conclut à l'importance de la valorisation du secteur des logiciels informatiques et de l'internet (voir tableau 6).

À l'instar des constats précédents, ce tableau confirme l'existence d'une liaison positive entre la valorisation et l'effort informationnel des sociétés candidates à l'introduction en bourse. Le marché semble accorder une prime de valorisation « stratégique » aux sociétés faisant partie de secteurs, à fort potentiel de croissance et qui sont généralement soumis à de fortes incertitudes *ex ante*.

Tableau 6 – Les multiples de valorisation par secteur en moyenne (médiane)

Secteur	Nbre	P/B	PER	VCA	V/RE
Logiciels Infor. & Internet	26	11,21	28,10	4,72	17,57
		(4,76)	(29,95)	(3,00)	(17,40)
Médias & Communication	7	4,65	19,94	5,48	11,40
		(3,81)	(20,53)	(4,35)	(11,40)
Électronique & Composants électriques	4	2,55	21,20	1,60	9,97
		(1,61)	(19,60)	(1,40)	(10,60)
Services Entreprises	3	2,22	25,80	-	-
		(2,25)	(25,80)	(-)	(-)
Pharma. & Santé	2	5,49	23,55	-	-
		(5,49)	(23,55)	(-)	(-)
Autres*	8	5,17	17,71	5,46	15,90
		(2,70)	(14,75)	(2,91)	(15,90)
Total	50	7,87	22,86	4,63	14,22
		(4,32)	(22,53)	(2,83)	(14,70)

*Construction mécanique et ingénierie, Distribution, Aérospatial, Textile et habillement, Distribution matériels de télécommunication, Électroménager.

Ainsi, la vérification de la première hypothèse relative à la valorisation des informations stratégiques met en exergue l'interrogation sur la capacité de l'information communiquée dans le prospectus préliminaire à réduire la décote à l'introduction.

3.2.3. L'information stratégique et la décote à l'introduction

Allen et Faulhaber (1989), Grinblatt et Huang (1989) et Welch (1989) considèrent la sous-évaluation à l'introduction comme le moyen de distinguer les bonnes entreprises des mauvaises. La sous-évaluation apparaît comme le coût pouvant être supporté par les bonnes entreprises et constituerait ainsi, un signal fourni par l'équipe dirigeante sur la croissance future des résultats de l'entreprise.

Alors qu'aucune recherche, à notre connaissance, n'a étudié l'incidence de l'information stratégique sur la rentabilité anormale au premier jour, Jok et McConomy (1999) confirment l'importance de la communication volontaire des prévisions de résultats futurs dans l'explication de la performance observée suivant l'introduction en bourse.

Avec un coefficient de détermination, R^2 , de 0 % non significatif, la régression du logarithme de la rentabilité anormale au premier jour sur l'indice de divulgation rejette toute liaison entre l'information stratégi-

que et la performance boursière au premier jour⁸. Toutefois, le test de la liaison entre l'information sur l'activité de l'entreprise et la rentabilité anormale cumulée sur les 10 jours ainsi que sur les 60 jours suivant l'introduction met en évidence un pouvoir explicatif de l'indice de divulgation (les coefficients de détermination, R^2 , sont respectivement de 6,4 % et 6,3 %). Le marché semble intégrer progressivement l'information stratégique dans les cours boursiers. Cette relation positive montre une relative stabilité sur la période allant de 10 à 60 jours de cotation (voir tableau 7).

Tableau 7 – *Indice de divulgation et rentabilité anormale à l'introduction*

		Constante	Indice	R^2
Ln(1+RA _{0,i})	Coefficient	0,126	0,001	0,000
	Pr > T	0,264	0,987	
Ln (1+CAR _{10,i})	Coefficient	-0,404	0,216	0,064
	Pr > T	0,381	0,076	
Ln (1+CAR _{60,i})	Coefficient	-0,857	0,388	0,063
	Pr > T	0,306	0,079	

Remarque : Les T-Value indiquent la probabilité que le coefficient ne soit pas statistiquement significatif. Ils sont calculés après correction de l'hétéroscédasticité selon la méthode de White (1980).

Par conséquent, alors que la première hypothèse montre l'impact favorable de l'information stratégique sur la valorisation des sociétés à l'introduction en bourse, le rejet de la deuxième hypothèse suggère que les sociétés fournissant un grand effort informationnel restent cependant sous-évalués. L'effort informationnel, mesuré par le nombre des contextes de valeur abordés dans le prospectus préliminaire, permet une augmentation de la valeur de la société introduite sans pour autant réduire la rentabilité positive pendant les premiers jours de cotation⁹.

⁸ La transformation logarithmique de la rentabilité anormale permet d'assurer une plus grande linéarité de l'équation de régression.

⁹ En effet, à l'exception du multiple du PER, les corrélations entre la rentabilité cumulée à 10 jours, par exemple, et les multiples du P/B, du V/CA et V/RE sont respectivement égales à 19 %, 31 % et 30 % (statistiquement significatives à 5 %).

Conclusion

Les résultats obtenus démontrent que les représentations par univers sémantiques, dénommés « contextes de valeur », sont pertinents pour identifier l'impact de la communication sur l'introduction de la société en bourse. Ainsi, la nature des informations qui figurent dans le prospectus préliminaire n'est pas neutre et son effet doit être mieux pris en compte.

En fait, cette étude conclut tout d'abord, à l'existence de cinq groupes de comportement informationnel. Ensuite, après identification d'un indice de divulgation, elle confirme le contenu informationnel de la note liée à l'activité de l'entreprise. En effet, l'acceptation de la première hypothèse montre l'importance de la prise en compte des éléments stratégiques dans le processus d'évaluation. Enfin, cette étude rejette la deuxième hypothèse de liaison négative entre la rentabilité anormale et l'information stratégique. La rentabilité anormale pendant les premiers jours de cotation est positivement corrélée à l'effort informationnel fourni par les entreprises lors de l'établissement de la note d'activité du prospectus préliminaire.

Le résultat de cette étude peut paraître paradoxal dans la mesure où elle montre que l'effort informationnel, positivement corrélé avec la valorisation des sociétés, ne permet pas de maximiser le prix d'introduction. Toutefois, la rentabilité anormale pendant les premiers jours de cotation peut être expliquée par l'hypothèse d'ajustement partiel de Hanley (1993). La procédure de placement garanti, utilisée sur le Nouveau marché, permettrait d'extraire l'information privée sur la valeur de l'entreprise à partir de la demande des investisseurs informés pendant la période de pré-introduction (Benveniste et Spindt 1989, Benveniste et Busaba 1997). Toutefois, Hanley (1993) explique que l'intégration de cette information dans le prix d'offre n'est que partielle dans la mesure où la banque introductrice laisserait une marge visant à rémunérer la révélation de l'information privée coûteuse par les investisseurs informés. La rentabilité anormale des sociétés fournissant un grand effort informationnel serait, par conséquent, le moyen de compenser l'activité de révélation de l'information privée par les investisseurs informés¹⁰.

¹⁰ Chahine (2002) étudie un échantillon de 91 sociétés introduites sur le Nouveau marché et le Second marché avec la procédure de placement garanti sur la période 1997-1998. Il vérifie d'une part, l'hypothèse de révélation de l'information privée de Benve-

Enfin, si l'analyse caractérise ces résultats par l'heuristique choisie, elle n'apporte pas de solution managériale immédiate pour optimiser les contenus des notices en fonction des objectifs recherchés. Dans cette perspective, nos travaux futurs s'orienteront vers l'identification des représentations émergeant des investisseurs à la suite de la communication des prospectus préliminaires. Nous chercherons ainsi à relier les structures de représentations des investisseurs à celles pré-définies par le management dans la mise en place de la politique de divulgation.

Bibliographie

- Aggarwal R. et Rivoli P. (1990), « Fads in Initial Public Offering Market », *Financial Management*, vol. 19, p. 45-57.
- Allen F. et Faulhaber G. (1989), « Signaling by Underpricing in the IPO Market », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 303-323.
- Benveniste L. et Busaba W.Y. (1997), « Bookbuilding vs Fixed price : An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, p. 383-403.
- Beneveniste L. et Spindt P. (1989), « How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 343-361.
- Blazenko G. et Scott W. (1986), « A Model for Standard Setting in Auditing », *Contemporary Accounting Research*, vol. 3, p. 68-92.
- Boatsman J. et Baskin E. (1981), « Asset Valuation with Incomplete Markets », *Accounting Review*, vol. 56, p. 38-56.
- Chahine S. (2002), « Révélation d'information et ajustement partiel dans la procédure de placement garanti », *Banque & Marchés*, vol. 56, p. 49-58.
- Chow C. et Wong-Boren A. (1987), « Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations », *Accounting Review*, vol. 62, p. 533-541.
- Derrien F. et Womack K.L. (1999), « Auctions vs. Book-Building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets », *Papier de Recherche*, HEC.

niste et Spindt (1989), d'autre part, celle de l'ajustement partiel des prix de Hanley (1993).

- Durkheim E. (1898), « Représentations individuelles et représentations collectives », in *Sociologie et Philosophie*, Presses Universitaires de France.
- Fama E. (1998), « Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance », *Journal of Finance*, vol. 49, p. 283-306.
- Grinblatt M. et Hwang C., (1989), « Signaling and the Pricing of New Issues », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 393-420.
- Hanley K.W. (1993), « Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, p. 231-250.
- Hanley K.W., Kumar A.A. et Seguin P. (1993), « Price Stabilization in the Market for New Issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, p. 177-197.
- Helwege J. et Liang N. (1996), « Initial Public Offering in Hot and Cold Markets », Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Paper series*, vol. 34.
- Ibbotson R.G. (1975), « Price Performance of Common Stock New Issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 2, p. 235-272.
- Ibbotson R.G., Ritter J. et Sindelar J. (1988), « Initial Public Offerings », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, p. 37-45.
- Jodelet D. (1989), *Les représentations sociales*, Presses Universitaires de France.
- Jog V. et McConomy B.J. (1999), « Voluntary Disclosure of management Earnings Forecasts in IPOs and the Impact on Underpricing and Post - Issue return Performance », *Papier de Recherche*, Carleton University.
- Kim J., Krinsky I. et Lee J. (1995), « The Role of Financial Variables in the Pricing of Korean Initial Public Offerings », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 3, p. 449-464.
- Kim M. et Ritter J.R. (1999), « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 325-356.
- Komatsu L.K. (1992). « Recent Views of Conceptual Structure », *Psychological Bulletin*, vol. 112, p. 500-526
- Leland M.E. et Pyle D.H. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, p. 371-387.
- Loughran T. et Ritter J.R. (1995), « The New Issues Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 23-52.

- Loughran T, Ritter J. et Rydqvist K. (1994), « Initial Public Offerings : International Insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, p. 165-199.
- Mathieu J.P. (2001), « Structures mémorielles et segmentation comportementale : une application au marché cunicole », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Pierre Mendès France Grenoble.
- Mathieu J.P. (2002), « Représentation d'un produit : une histoire de contexte », in *Actes du 18ème Congrès International de l'Association Française de Marketing*, Lille, vol. 1, p. 455-472.
- Michael R. et Shaw W. (1994), « The Pricing of Initial Public Offerings : Tests of Adverse Selection and Signaling Theories », *Review of Financial Studies*, vol. 7, p. 279-319.
- Moscovici S. (1976), « Psychologie des représentations sociales », *Cahiers Vilfredo Pareto*, vol. 14, p. 409-416.
- Reinert M. (1986), « Classification descendante hiérarchique : une méthode pour le traitement des tableaux logiques de grandes dimensions », *Data Analysis and Informatics*, North-Holland, p. 23-28.
- Reinert M. (1987), « Classification descendante hiérarchique et analyse lexicale par contexte : application au corpus des poésies d'Arthur Rimbaud », *Bulletin de méthodologie sociologique*, vol. 13.
- Resee W.A. (1998), « IPO Underpricing, Trading Volume, and Investor Interest », *Working Paper*, Tulane University.
- Ritter J.R. (1991), « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 3-27.
- Rock K. (1986), « Why New Issues Are Underpriced ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, p. 187-212.
- Skinner D.J. (1994), « Why Firms Voluntarily Disclose Bad News ? », *Journal of Accounting Research*, vol. 32, p. 38-60.
- Teoh S., Wong T.J. et Rao G. (1995), « Earnings Management and the Subsequent Performance of Initial Public Offerings », *Working Paper*, UCLA.
- Titman S. et Trueman B. (1986) « Information Quality and the Valuation of New Issues », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, p. 159-172.
- Verrecchia R.E. (1983), « Discretionary Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, p. 179-194.
- Welch I. (1989), « Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 421-449.

White H. (1980). « Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 421-449.