

Pourquoi certains actionnaires cèdent-ils plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse ?

Géraldine BROYE

Maître de Conférences – Université de Strasbourg 3

Alain SCHATT

Maître de Conférences - Université de Besançon

Résumé :

Dans ce travail, nous étudions les raisons qui poussent les actionnaires d'origine à céder leurs actions lors de l'introduction en bourse. Sur un échantillon de 402 introductions réalisées en France entre 1986 et 2000, nous mettons en évidence des motivations différentes selon que l'entreprise est introduite au Nouveau Marché ou au Second Marché. Dans le premier cas, de plus faibles opportunités de croissance expliquent l'importance des cessions, tandis que sur le Second Marché, les cessions dépendent de "l'optimisme" du marché. Par ailleurs, un souci de conservation du contrôle de l'entreprise semble avoir une incidence sur les cessions d'actions par les actionnaires de contrôle.

Mots-clés :

Introduction en bourse ; Cession d'actions ; Optimisme ; Opportunités de croissance.

Correspondance :

Géraldine Broye
I.A.E de Strasbourg
PEGE – 61 av. de la Forêt Noire
67085 Strasbourg cedex
e-mail : geraldine.broye@iae.strasbg.fr

Alain Schatt
U.F.R S.J.E.P.G
Avenue de l'Observatoire
25030 Besançon cedex
e-mail : alain.schatt@univ-fcomte.fr

Introduction

Les études visant à comprendre les motivations des dirigeants à s'introduire en bourse mettent en évidence que l'une des principales raisons est le besoin de lever de nouveaux capitaux, afin de financer la croissance ou de renforcer la structure financière de l'entreprise (Roëll, 1996). On peut dès lors s'étonner qu'en France, de nombreuses entreprises introduites au Second Marché, depuis sa création en 1983, n'ont pas émis d'actions nouvelles à cette occasion. Les actions mises à disposition du public proviennent en majeure partie des actionnaires d'origine, qui profitent de cette opération pour engranger des liquidités et pour diversifier leur propre portefeuille.

Ce comportement des actionnaires d'origine est très spécifique au cas de la France. Aux Etats-Unis, où les introductions en bourse sont les plus nombreuses, les cessions d'actions sont rares et les opérations sont motivées par un réel besoin de collecte de nouveaux capitaux, nécessaires au financement des projets de développement des entreprises. Mikkelson et al. (1997) trouvent ainsi qu'en médiane, seulement 6,9 % des actions offertes sont cédées par les actionnaires d'origine. De même, Habib et Ljungqvist (2001) montrent, sur un échantillon plus important, que les actionnaires d'origine ne cèdent en moyenne que 7% de leurs actions, tandis que les actions nouvelles émises représentent 50% des actions initiales.

On retrouve d'ailleurs ces caractéristiques dans certains pays européens. En Italie, Pagano et al. (1998) constatent que les actionnaires d'origine ne cèdent que 6% de leurs actions. Pour les entreprises introduites en Suède, Rydqvist et Högholm (1995) montrent que les actions cédées par les actionnaires représentent seulement 8% des actions existantes, tandis que l'augmentation de capital est relativement importante : 36% d'actions nouvelles sont créées et 76% des entreprises émettent de nouvelles actions. Enfin, en Angleterre, d'après Brennan et Francks (1997), les dirigeants cèdent en moyenne 2% de leurs actions au moment de l'introduction.

Certes, avec la création du Nouveau Marché en 1996, cette spécificité française tend à s'estomper. Désormais, les jeunes entreprises qui s'introduisent sur ce marché doivent systématiquement émettre des actions nouvelles. Toutefois, dans la majorité des cas, les actionnaires d'origine cèdent tout de même une partie plus ou moins importante de leurs actions.

Ce comportement est d'autant plus surprenant que les cessions d'actions représentent un coût important pour les actionnaires d'origine. Celui-ci se décompose en une perte de richesse liée à la sous-évaluation des titres à l'introduction (Habib et Ljungqvist, 2001 ; Broye et Schatt, 2002) et en une perte de bénéfices privés en cas de modification du contrôle de l'entreprise (Brennan et Franks, 1997).

Dans ce travail, nous tentons d'expliquer les raisons qui poussent les actionnaires d'origine à céder une fraction plus ou moins élevée d'actions lors de l'introduction en bourse. Nous vérifions, en particulier, le rôle joué par deux facteurs : les opportunités de croissance des entreprises et " l'optimisme " du marché financier. Nos hypothèses sont développées dans la section suivante. La méthodologie et les résultats sont exposés respectivement dans la seconde et la troisième sections. Enfin, dans une dernière section, nous synthétisons nos principaux résultats et concluons.

1. Développement des hypothèses.

Nous proposons deux principales justifications aux cessions d'actions par les actionnaires d'origine lors de l'introduction en bourse d'une entreprise : l'une est plus spécifique aux caractéristiques des entreprises, tandis que l'autre est relative aux conditions du marché financier. Elles reposent toutes deux sur l'idée simple selon laquelle il existerait une " fenêtre d'introduction optimale " pour engranger des liquidités¹.

1.1. Les opportunités de croissance de l'entreprise.

¹ Ce travail s'inscrit dans un vaste champ de recherche en finance abordant les questions de *timing*. L'idée est d'analyser pourquoi et comment les dirigeants choisissent la date à laquelle ils vont réaliser certaines opérations ou transactions, ainsi qu'aux conséquences du choix temporel effectué. Parmi l'ensemble des travaux, nous pouvons citer, par exemple, celui de Genotte et Trueman (1996), traitant de la question du *timing* de la divulgation des bonnes et des mauvaises informations par les dirigeants. Les travaux sur la rémunération des dirigeants de Yermack (1997) et de Aboody et Kasznick (2000) s'inscrivent également dans une telle perspective. Par ailleurs, Baker et Wurgler (2002), Brockman et Chung (2001), Bayless et Chaplinsky (1996) ou Berkovitch et Narayanan (1993) se focalisent sur la question du *timing* des opérations effectuées par les dirigeants sur le marché des actions : émission d'actions ou rachats d'actions existantes. D'autres travaux, beaucoup plus nombreux, s'intéressent également à ces questions, mais du point de vue des investisseurs (moment " optimal " pour acheter ou vendre des titres sur le marché). En particulier, une littérature relative à la question centrale en finance de l'efficacité des marchés porte sur la

Les opportunités de croissance de l'entreprise devraient constituer un facteur explicatif majeur des cessions d'actions par les actionnaires d'origine. En effet, en nous basant sur les travaux de Leland et Pyle (1977), nous avançons que ces cessions devraient être plus importantes lorsque les opportunités de croissance sont faibles. Si ces dernières ne leur apparaissent pas élevées, les actionnaires d'origine préfèrent engranger des liquidités afin de diversifier leur portefeuille². En revanche, si ces opportunités sont importantes, la rétention des actions est indispensable pour profiter de la hausse future du cours des actions, consécutive à la mise en œuvre des divers projets rentables.

Formulée autrement, l'idée est que les émetteurs profitent de leur avantage informationnel en choisissant rationnellement de s'introduire lorsqu'il existe un "pic" de performance. Degeorge et Zeckhauser (1993) ont notamment confirmé cette idée dans le cas des *reverse-LBO* aux Etats-Unis. En Italie, Pagano et al. (1998) montrent également que les entreprises tendent à s'introduire après une période de lourds investissements et de forte croissance, alors qu'elles enregistrent une performance comptable élevée. L'introduction est alors suivie d'une baisse de la performance et d'une réduction des investissements. On peut supposer que dans cette situation les actionnaires sont plus incités à céder leurs titres. Mikkelsen et al. (1997) mettent d'ailleurs en évidence un déclin de la performance opérationnelle à long terme plus important lorsque les actionnaires d'origine ont cédé une plus grande fraction d'actions à l'introduction.

Cette argumentation nous amène à formuler notre première hypothèse :

H1 : Les cessions d'actions par les actionnaires d'origine décroissent avec les opportunités de croissance de l'entreprise.

1.2. Les conditions du marché financier.

capacité des gérants de portefeuille à battre le marché (par exemple : Bollen et Busse, 2001), en effectuant les transactions au moment opportun.

² Il serait très intéressant de voir comment les actions cédées lors de l'introduction contribuent à diversifier le portefeuille des actionnaires d'origine. Malheureusement, pour des raisons d'accès aux informations (appréciation de l'ensemble des investissements effectués par ces actionnaires), ce travail ne peut être réalisé.

De nombreux analystes économiques et financiers s'accordent désormais sur l'idée que l'existence d'anomalies ou d'imperfections diverses ne permet pas au marché financier d'être efficient (Aftalion, 2002). Dans un contexte d'incertitude et d'asymétrie d'information, on observe notamment des périodes de "sur-optimisme" du marché, caractérisées par des rentabilités exceptionnellement fortes, et accompagnées de vagues d'introductions en bourse (Ibbotson et Jaffe 1975). Les entreprises profitent de ces périodes de surévaluation des titres pour s'introduire en bourse de façon opportuniste (Lerner 1994 ; Loughran et Ritter 1995). On peut penser que les actionnaires profiteront de ces "fenêtres d'opportunités" pour céder leurs actions à un prix surévalué, sans subir la probable baisse des cours qui suivra la période d'euphorie du marché. La cession de titres devrait ainsi s'accroître avec l'optimisme du marché.

Un second argument vient d'ailleurs renforcer cette hypothèse. Chemmanur et Fulghieri (1999) montrent que lorsque les marchés sont bien informés, le coût de l'introduction pour l'émetteur est réduit. Or, durant ces périodes d'optimisme où les introductions en bourse se multiplient, les marchés sont particulièrement bien informés et l'évaluation des entreprises est plus facile (Van Bommel et al., 2001), ce qui réduit l'incertitude entourant l'opération pour les investisseurs. Dans un tel contexte de réduction de l'asymétrie d'information entre les émetteurs et les investisseurs, les actionnaires d'origine ne devraient pas avoir besoin de retenir une fraction élevée de leur capital pour signaler la qualité de leur entreprise, ce qui constitue pour eux un coût important de diversification sous-optimale du risque (Leland et Pyle, 1977).

Nous sommes donc amenés à poser la seconde hypothèse suivante :

*H2 : Les cessions d'actions par les actionnaires d'origine croissent
avec " l'optimisme " du marché.*

2. La méthodologie.

Avant de présenter les résultats de nos tests d'hypothèse, nous exposons notre méthodologie, en distinguant la présentation de notre échantillon et la définition des variables.

2.1. L'échantillon.

L'échantillon comprend 402 introductions en bourse effectuées en France sur le Second Marché et le Nouveau Marché entre 1986 et 2000. Nous n'avons pas retenu les introductions d'entreprises étrangères, ni les transferts de marché de cotation. Quelques entreprises introduites au cours de la période n'ont pas été prises en compte, parce que nous n'avons pas pu accéder aux prospectus d'introduction, qui constituent la principale source d'information utilisée dans ce travail. La répartition par année d'introduction figure dans le graphique 1. On constate que le nombre d'opérations décroît significativement jusqu'en 1992, avant de connaître une hausse assez régulière jusqu'en 2000, en raison notamment du vif succès rencontré lors de la création du Nouveau Marché en 1996.

[INSERER GRAPHIQUE 1]

2.2. Les variables.

Nous présentons ici les variables retenues pour vérifier l'incidence des opportunités de croissance et des conditions du marché financier sur les cessions d'actions par les actionnaires d'origine.

2.2.1. Les variables expliquées.

- Les actions cédées par l'ensemble des actionnaires d'origine.

Cette première variable, dénommée CESTOT, correspond à la fraction d'actions cédées par l'ensemble des actionnaires d'origine lors de l'introduction en bourse. Elle est égale au nombre d'actions cédées divisé par le nombre total d'actions en circulation avant l'introduction. Les statistiques descriptives fournies dans le tableau 1 montrent que les actions cédées représentent en moyenne 11,58% des actions existantes. Cependant, ces cessions sont significativement plus élevées pour les entreprises introduites au Second Marché (12,86% en moyenne), comparativement à celles introduites au Nouveau Marché (6,60% en moyenne).

[INSERER TABLEAU 1]

- Les actions cédées par les actionnaires de contrôle.

Afin de vérifier l'existence d'un comportement spécifique des actionnaires de contrôle, nous retenons une seconde variable, dénommée CESCANT. Dans la mesure où les actionnaires de contrôle ont accès à des informations privilégiées, soit parce qu'ils dirigent l'entreprise, ce qui est fréquent en France, soit parce qu'ils siègent au conseil d'administration (Broye et Schatt, 2002), on peut penser qu'ils possèdent une meilleure connaissance des opportunités de croissance de leur entreprise. Il est donc intéressant de s'intéresser spécifiquement à leur comportement lors de l'opération. CESCANT, qui permet d'apprécier la fraction d'actions cédées par les actionnaires de contrôle, est égale au nombre d'actions cédées par les actionnaires de contrôle divisé par le nombre total d'actions en circulation avant l'introduction. Nous constatons que, pour les 402 entreprises de notre échantillon, ces actionnaires cèdent en moyenne 7,74% des actions existante, sachant que les différences marquées entre les deux marchés sont encore une fois vérifiées.

2.2.2. Les variables explicatives

- Les opportunités de croissance.

La mesure des opportunités de croissance retenue est le ratio de Marris. Celui-ci est égal à la valeur de marché des fonds propres rapportée à la valeur comptable des fonds propres avant l'introduction. Il est très proche du ratio Q de Tobin (Charreaux, 1998), qui est plus fréquemment utilisé. La différence tient à la non prise en compte des dettes financières dans notre ratio, ce qui, d'une part, réduit significativement le problème d'estimation de la valeur de marché des dettes financières (surtout dans le cas français, où les entreprises françaises se financent essentiellement à l'aide de dettes bancaires) et permet, d'autre part, d'évaluer plus précisément les gains que peuvent espérer les actionnaires de la croissance de l'entreprise (Schatt et Poincelot, 2000).

Nous remarquons que le ratio moyen est égal à 9 pour l'échantillon total, mais il existe de fortes disparités, puisque la médiane est proche de 4. En fait, les entreprises du Nouveau

Marché possèdent des opportunités très importantes, le ratio moyen s'élève à 25, tandis que ce ratio est inférieur à 5 pour les entreprises du Second Marché.

- L'optimisme du marché.

Nous avons défini la variable SBF250, pour appréhender "l'optimisme" de marché. Elle correspond à la rentabilité de l'indice SBF250 au cours des trois mois précédant l'opération. Nous considérons qu'une progression de cet indice est le signe d'un certain optimisme du marché, alors qu'une baisse reflète un certain pessimisme.

Pour notre échantillon, il apparaît que la rentabilité moyenne des trois mois précédant l'introduction en bourse excède 3%, mais là encore des différences significatives sont constatées entre les deux marchés. Cette rentabilité est relativement élevée pour les opérations au Nouveau Marché (5,54% en moyenne et une médiane de 6,98%, soit une rentabilité annuelle proche de 30%), tandis qu'elle est plus modeste pour les introductions au Second Marché.

Outre les facteurs explicatifs définis préalablement, nous introduisons également certaines variables de contrôle dans notre analyse.

- La fraction d'actions nouvelles émises.

Lors de l'introduction en bourse, les entreprises mettent à disposition du public des actions anciennes et/ou des actions nouvelles. Nous supposons que la fraction d'actions anciennes cédées décroît avec la fraction d'actions nouvelles émises. La raison tient à deux principaux problèmes associés à un placement élevé d'actions dans le public. Le premier est relatif au problème du coût du placement des actions, qui augmente significativement avec la fraction d'actions proposée. Ainsi, en émettant beaucoup d'actions nouvelles, les émetteurs sont incités à limiter les cessions d'actions existantes pour réduire le coût du placement (et inversement). La seconde tient à la modification de la structure de propriété et des gains associés au contrôle (Brennan et Franks, 1997). En effet, si les actionnaires d'origine de contrôle sont incités à conserver le contrôle de l'entreprise, ils doivent limiter la fraction d'actions diffusée dans le public.

La prise en compte de cette variable nous incite d'ailleurs à effectuer des tests spécifiques sur le Second Marché, où (très) peu d'actions nouvelles ont été émises, et sur le Nouveau Marché, pour lequel les émissions d'actions nouvelles sont obligatoires et de fait relativement importantes, comme le montrent les statistiques descriptives fournies dans le tableau 1. NOUV, qui correspond au rapport entre le nombre d'actions nouvelles et le nombre total d'actions disponibles avant l'introduction, est en moyenne égal à 10,25%, sachant qu'au Second Marché, des actions nouvelles ne sont émises que dans 27,5% des cas et qu'elles représentent en moyenne moins de 5% des actions anciennes. En revanche, au Nouveau Marché, les actions nouvelles représentent 31% des actions existantes avant l'introduction.

- La fraction d'actions détenues par les actionnaires de contrôle.

La variable CONTAV permet d'appréhender la fraction d'actions détenues par les actionnaires de contrôle avant l'opération. Elle est égale au nombre d'actions possédées par les deux principaux actionnaires identifiés dans les prospectus d'introduction, parce qu'il s'agit généralement en France des fondateurs ou des membres de la même famille (Schatt et Roy, 2001). Nous supposons, pour des raisons de contrôle de l'entreprise, que la fraction d'actions cédées par les actionnaires de contrôle croît avec la fraction détenue avant l'opération. En effet, le risque de perte de contrôle de l'entreprise est réduit pour un actionnaire détenant quasiment la totalité du capital de l'entreprise, comparativement à un actionnaire détenant une fraction plus faible des actions de son entreprise. Ce dernier sera moins incité à céder des actions afin de conserver le contrôle de l'entreprise et les bénéfices privés associés.

Nous constatons qu'en moyenne les actionnaires de contrôle possèdent plus de trois quarts des actions de leur entreprise avant l'introduction. Ce taux de participation au capital des deux principaux actionnaires est plus faible parmi les entreprises du Nouveau Marché, comparativement à celles du Second Marché.

- La taille et l'âge des entreprises.

Enfin, on peut s'attendre à ce que les entreprises plus petites et/ou plus jeunes cherchent davantage à lever de nouveaux capitaux que les entreprises plus grandes et/ou plus

anciennes. Pour ces dernières, l'introduction en bourse peut se révéler au contraire être un moyen efficace de transmission de l'entreprise (Zingales 1995). Ainsi, pour prendre en compte ces incitations différenciées, nous introduisons une variable TAILLE (total passif avant introduction) et une variable AGE.

Nous remarquons que l'âge moyen des entreprises de notre échantillon est proche de 18 ans, mais que les entreprises du Nouveau Marché sont significativement plus jeunes : moins de 8 ans contre plus de 20 ans pour les entreprises du Second Marché. Elles sont également beaucoup plus petites, à en juger par le total de leur passif.

3. Les résultats.

L'ensemble de nos statistiques descriptives a mis en évidence que les caractéristiques du Nouveau Marché et du Second Marché diffèrent significativement. En particulier, les exigences des autorités de marché en termes d'offre d'actions lors de l'introduction sont très différentes entre les deux marchés. Il ne nous semble donc pas pertinent d'effectuer des tests sur l'échantillon total, et nous proposons de présenter les résultats de nos régressions linéaires par type de marché. En ce qui concerne le Second Marché, les matrices de corrélations présentées dans l'annexe 1 mettent en évidence des corrélations fortes entre certaines variables explicatives, ce qui nous amène à tester des modèles partiels pour ce marché.

3.1. Le Second Marché.

Concernant les introductions au Second Marché, les résultats fournis dans la matrice de corrélation et dans les tableaux 2 et 3 (régressions linéaires) font apparaître que les cessions d'actions par l'ensemble des actionnaires d'origine sont positivement liées aux conditions de marché. En revanche, les opportunités de croissance sont effectivement négativement liées aux cessions, mais de façon non significative. Ces premiers résultats ne valident donc pas notre première hypothèse, mais vérifient la seconde hypothèse.

Lorsque l'on s'intéresse aux cessions par les actionnaires de contrôle, nous confirmons les deux résultats précédents, mais nous constatons également que la fraction d'actions

possédées par les actionnaires de contrôle influence positivement les cessions. Ce résultat confirme l'idée selon laquelle des préoccupations de contrôle (et de bénéfices privés associés à celui-ci) ont une incidence sur la décision de cession.

3.2. Le Nouveau Marché.

Les résultats divergent nettement pour les entreprises du Nouveau Marché. La décision de cessions d'actions par les actionnaires d'origine dépend significativement des opportunités de croissance et non des conditions de marché. Ainsi, les cessions sont plus élevées lorsque les opportunités de croissance sont moins importantes, mais elles ne sont pas conditionnées par un certain "optimisme" du marché. Désormais, nous confirmons notre première hypothèse et ne validons pas la seconde hypothèse.

Concernant les cessions par les seuls actionnaires de contrôle, les résultats précédents sont vérifiés. Cependant, contrairement à la situation évoquée au Second Marché, la fraction d'actions possédées avant l'introduction en bourse par les actionnaires de contrôle n'influence pas significativement leurs cessions d'actions.

Enfin, conformément à nos attentes, les cessions (globales et par les seuls actionnaires de contrôle) sont significativement plus élevées lorsque les entreprises sont plus grandes et plus âgées, ce qui n'était pas le cas sur le Second Marché.

[INSERER TABLEAUX 2 et 3]

3.3. Discussion.

En fin de compte, nous mettons en évidence des incitations différentes des actionnaires d'origine à céder leurs actions au Nouveau Marché et au Second Marché. Nous avançons que ces résultats peuvent en grande partie s'expliquer par les caractéristiques spécifiques des entreprises et des conditions de marché.

Sur le Second Marché, les cessions d'actions dépendent fortement des conditions de marché, ce qui n'est pas le cas sur le Nouveau Marché. En fait, pour les sociétés plus matures introduites au Second Marché, qui disposent de moindres opportunités de croissance, c'est l'existence de conditions de marché favorables qui incite les actionnaires à se désengager plus fortement. Cette solution est d'autant plus intéressante pour les actionnaires de contrôle que le risque de perte de contrôle est relativement faible, à en juger par la fraction élevée d'actions détenues par ces actionnaires.

A l'inverse, les opportunités de croissance ont une incidence significative sur les cessions d'actions sur le Nouveau Marché, ce qui n'est pas vérifié sur le Second Marché. Ce résultat tient probablement au fait que les conditions du marché sont en moyenne beaucoup plus intéressantes lors des introductions au Nouveau Marché. Dans ce cas, les opportunités de croissance conditionnent la décision de cession, puisque les conditions de marché ne constituent plus un facteur discriminant. Cependant, compte tenu de la fraction plus faible d'actions détenues par les actionnaires de contrôle de ces entreprises, les cessions n'augmentent pas significativement avec cette fraction d'actions détenues avant l'opération, confirmant au passage l'importance des problèmes de contrôle des entreprises.

4. Conclusion.

Au terme de cet article, deux principaux résultats méritent d'être rappelés, concernant le comportement de cessions d'actions par les actionnaires d'origine lors de l'introduction en bourse.

En premier lieu, il apparaît que les cessions dépendent des conditions de marché quand les opportunités de croissance sont faibles et des opportunités de croissance quand les

conditions de marché sont bonnes. Ainsi, sur le Nouveau Marché, les cessions dépendent essentiellement des opportunités de croissance. En revanche, sur le Second Marché, les conditions de marché constituent un facteur explicatif majeur des cessions d'actions.

En second lieu, les problèmes de contrôle influencent significativement les cessions par les actionnaires de contrôle. Si les actionnaires disposent d'une fraction plus élevée d'actions, alors les cessions sont plus importantes. Ainsi, sur le Second Marché, les actionnaires de contrôle profitent des conditions de marché favorables pour engranger des liquidités, sans remettre en cause le contrôle de l'entreprise et les gains privés associés à celui-ci. En revanche, sur le Nouveau Marché, où la fraction d'actions détenue par les actionnaires de contrôle est plus faible et où les augmentations de capital sont systématiques, le risque de perte de contrôle incite ces actionnaires de contrôle à ne pas céder une fraction trop élevée d'actions.

Pour conclure cet article, nous tenons à signaler que les critiques habituelles peuvent être formulées, liées au choix de variables ou de mesures de nos variables. Nous espérons que d'autres travaux permettront de confirmer ces résultats originaux en France et d'améliorer notre compréhension de ce phénomène.

Bibliographie.

- Aboody D. et Kasznik R. (2000), "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1, 73-100.
- Aftalion F. (2002), "La behavioral finance", *Banque et Marchés*, janvier-février, p.59-67.
- Baker M. et Wurgler J., 2002, "Market timing and capital structure", *Journal of Finance*, 57, 1, 1-32.
- Bayless M. et Chaplinsky S. (1996), "Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance ?", *Journal of Finance*, 51, 1, 253-278.
- Berkovitch E. et Narayanan M. (1993), "Timing of investment and financial decisions in imperfectly competitive financial markets", *Journal of Business*, 66, 2, 219-248.
- Bollen N. et Busse J. (2001), "On the timing ability of mutual fund managers", *Journal of Finance*, 56, 3, 1075-1094.
- Brennan M. et Franks J. (1997), "Underpricing, ownership and control in initial offerings of equity securities in the UK", *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.

- Brockman P. et Chung D. (2001), “ Managerial timing and corporate liquidity : evidence from actual share repurchases ”, *Journal of Financial Economics*, 61, 3, 417-448.
- Broye G. et Schatt A. (2002), “ Sous-évaluation à l’introduction et cessions d’actions par les actionnaires d’origine : le cas français ”, *Finance Contrôle Stratégie (à paraître)*.
- Charreaux G. (1998), “ Le point sur la mesure de performance des entreprises ”, *Banque et Marchés*, 34, mai-juin, 46-51.
- Chemmanur T. et Fulghieri P. (1999), “ A theory of the going-public decision ”, *Review of Financial Studies*, 12, 2, 249-279.
- Degeorge F. et Zeckhauser R. (1993), “ The reverse LBO decision and firm performance : Theory and evidence ”, *Journal of Finance*, 48, 4, 1323-1348.
- Genotte G. et Trueman B. (1996), “ The strategic timing of corporate disclosures ”, *Review of Financial Studies*, 9, 2, 665-690.
- Habib M., Ljungqvist A. (2001), “ Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs : theory and evidence ”, *Review of Financial Studies*, 14, 433-458.
- Ibbotson R. et Jaffee J. (1975), “ Hot issue markets ”, *Journal of Finance*, 30, 1027-1042.
- Leland H. et Pyle D. (1977), “ Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation ”, *Journal of Finance*, 32, 2, 371-387.
- Leleux B. (1993), “ Post-IPO Performance : A French Appraisal ”, *Finance*, 14, 2, p.79-106.
- Lerner J. (1994), “ Venture capitalists and the decision to go public ”, *Journal of Financial Economics*, 35, 293-316.
- Loughran T. et Ritter J. (1995), “ The new issues puzzle ”, *Journal of Finance*, 50, p.23-51.
- Mikkelsen W., Partch M. et Shah K. (1997), “ Ownership and operating performance of companies that go public ”, *Journal of Financial Economics*, 44, 281-307.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1998), “ Why do companies go public? An empirical analysis ”, *Journal of Finance*, 53, 1, Février, 27-64.
- Roëll A. (1996), “ The decision to go public : an overview ”, *European Economic Review*, 40, 1071-1081.
- Rydqvist K. et Högholm K. (1995), “ Going public in the 1980s : evidence from Sweden ”, *European Financial Management*, 1, 3, 287-315.
- Schatt A. et Poincelot D. (2000), “ La réduction des conflits d’intérêts lors des rachats d’actions : le cas français ”, *Banque & Marchés*, 49, Nov.-Décembre, 15-21.
- Schatt A., Roy T. (2001), “ Modification de la structure de propriété et valorisation des entreprises introduites en bourse ”, *Banque & Marchés*, 55, Nov.-Décembre, 19-29.
- Van Bommel J., Leleux B. et Leshchinskii D. (2001), “ Hot information markets for IPOs ”, *papier de recherche*, séminaire de recherche sur les introductions en bourse de l’Université Paris 12.
- Yermack D. (1997), “ Good timing : CEO stock option awards and company news announcements ”, *Journal of Finance*, 52, 2, 449-476.
- Zingales L. (1995), “ Insider ownership and the decision to go public ”, *Review of Economic Studies*, 62(3), July, 425-448.

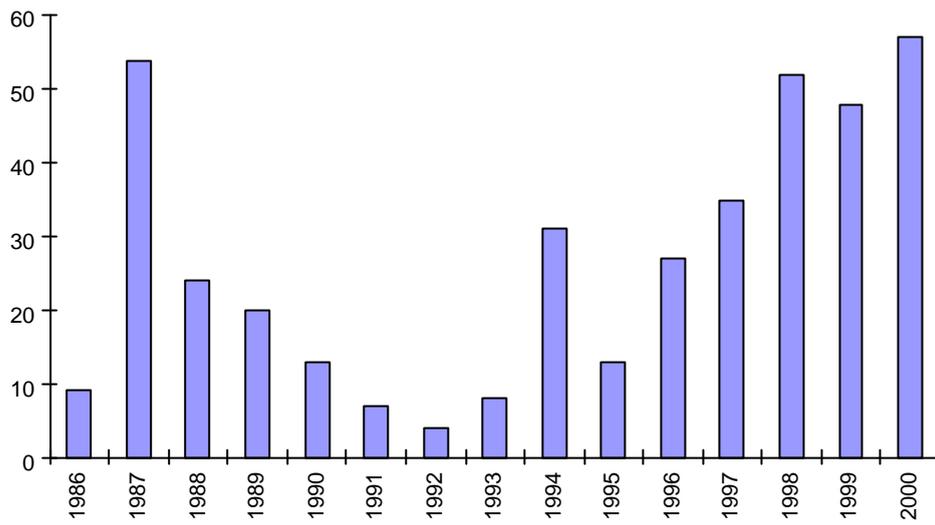
Graphique 1.**Répartition des 402 introductions en bourse en France sur la période 1986-2000**

Tableau 1.
Statistiques descriptives.

L'échantillon comprend 402 entreprises introduites en bourse entre 1986 et 2000, au Second Marché (320 entreprises) et au Nouveau Marché (82 entreprises). Les variables sont définies de la façon suivante. CESTOT est le pourcentage d'actions cédées par les actionnaires d'origine ; CESCO est le pourcentage d'actions cédées par les actionnaires de contrôle ; MARRIS est le ratio de Marris ; SBF 250 est la rentabilité de l'indice SBF250 au cours des trois mois précédant l'introduction ; NOUV est le pourcentage d'actions nouvelles émises ; CONTAVest la faction d'actions possédées par les actionnaires de contrôle avant l'introduction ; AGE est l'âge des entreprises au moment de l'introduction (en années) ; TAILLE est le total du passif de l'entreprise avant l'introduction (en milliers d'euros).

Tous les tests de différence de moyenne, paramétriques (test de Student) et non-paramétriques (test de Mann-Whitney), sont significatifs pour l'ensemble des variables présentées dans ce tableau, mais ne sont pas fournis pour des raisons d'encombrement.

Variables	Echantillon total			Nouveau Marché			Second Marché		
	Moyenne	Médiane	Ecart type	Moyenne	Médiane	Ecart type	Moyenne	Médiane	Ecart type
CESTOT	11,58%	10,00%	8,68%	6,60%	4,27%	8,18%	12,86%	10,00%	8,35%
CESCO	7,74%	6,65%	7,91%	3,99%	1,38%	5,76%	8,71%	7,77%	8,10%
MARRIS	9,00	4,17	16,95	25,83	15,74	31,60	4,69	3,48	4,03
SBF250	3,03%	4,78%	10,85%	5,54%	6,98%	7,66%	2,38%	4,62%	11,45%
NOUV	10,25%	0,00%	15,36%	31,23%	27,60%	15,02%	4,87%	0,00%	9,85%
CONTAV	75,98%	78,83%	20,07%	69,36%	69,70%	22,66%	77,67%	79,95%	19,02%
AGE	17,77	12,00	18,26	7,78	6,00	5,79	20,33	15,00	19,45
TAILLE	89 126	24 825	357 279	20 460	10 135	37 497	106 722	31 950	398 222

Tableau 2**Régressions linéaires expliquant la cession de titres par les actionnaires d'origine**

L'échantillon et les variables sont définies dans le tableau 1.

	Nouveau Marché	Second Marché	
Constante	-0,119	0,132	0,069
t	-1,204	18,286	1,482
p	0,232	0,000	0,139
MARRIS	-0,001	-0,001	
t	-2,037	-1,024	
p	0,045	0,307	
SBF250	-0,006	0,077	0,072
t	-0,055	1,885	1,749
p	0,957	0,060	0,081
LnTAILLE	0,016		0,004
t	1,897		1,208
p	0,062		0,228
AGE	0,004		0,000
t	3,077		0,237
p	0,003		0,813
NOUV	-0,055		
t	-0,962		
p	0,339		
r ²	0,2084	0,0148	0,0160
F	4,0024	2,3834	1,7539
p	0,0028	0,0939	0,1559

Tableau 3**Régressions linéaires expliquant la cession de titres par les actionnaires de contrôle**

L'échantillon et les variables sont définies dans le tableau 1.

	Nouveau Marché	Second Marché	
Constante	-0,142	0,076	-0,011
t	-1,866	1,680	-0,580
<i>p</i>	0,066	0,094	0,563
MARRIS	-0,046		-0,001
t	-2,148		-1,053
<i>p</i>	0,035		0,293
SBF250	-0,039	0,075	
t	-0,479	1,860	
<i>p</i>	0,634	0,064	
LnTAILLE	0,013	0,000	
t	2,154	0,134	
<i>p</i>	0,034	0,893	
AGE	0,002	0,000	
t	2,354	0,575	
<i>p</i>	0,021	0,565	
CONT.AV	0,000		0,001
t	1,170		5,844
<i>p</i>	0,246		0,000
NOUV	0,011		-0,012
t	0,275		-0,265
<i>p</i>	0,784		0,791
r ²	0,1841	0,0117	0,0988
F	2,8201	1,2465	11,5462
<i>p</i>	0,0157	0,2929	0,0000

Annexe 1

Matrices de corrélation

L'échantillon et les variables sont définies dans le tableau 1. La première ligne représente les coefficients de corrélation, la seconde ligne représente les probabilités associées au test de Pearson.

Le Nouveau marché

	CESTOT	CESCONT	MARRIS	SBF	CONTAV	LnTAILLE	AGE	NOUV
CESTOT	1,000							
CESCONT	0,865 <i>0,000</i>	1,000						
MARRIS	-0,213 <i>0,054</i>	-0,212 <i>0,055</i>	1,000					
SBF	0,044 <i>0,692</i>	-0,005 <i>0,966</i>	-0,098 <i>0,381</i>	1,000				
CONTAV	-0,126 <i>0,261</i>	0,095 <i>0,394</i>	0,121 <i>0,280</i>	-0,149 <i>0,182</i>	1,000			
LnTAILLE	0,217 <i>0,050</i>	0,202 <i>0,069</i>	0,108 <i>0,332</i>	0,141 <i>0,206</i>	-0,118 <i>0,289</i>	1,000		
AGE	0,347 <i>0,001</i>	0,300 <i>0,006</i>	-0,101 <i>0,367</i>	0,029 <i>0,798</i>	0,071 <i>0,525</i>	0,0746 <i>0,505</i>	1,000	
NOUV	-0,095 <i>0,396</i>	0,022 <i>0,840</i>	-0,083 <i>0,458</i>	0,082 <i>0,465</i>	0,000 <i>0,998</i>	-0,164 <i>0,142</i>	0,067 <i>0,549</i>	1,000

Le Second Marché

	CESTOT	CESCONT	MARRIS	SBF	CONTAV	LnTAILLE	AGE	NOUV
CESTOT	1,000							
CESCONT	0,837 <i>0,000</i>	1,000						
MARRIS	-0,061 <i>0,273</i>	-0,036 <i>0,518</i>	1,000					
SBF	0,108 <i>0,055</i>	0,103 <i>0,066</i>	-0,041 <i>0,467</i>	1,000				
CONTAV	-0,062 <i>0,268</i>	0,309 <i>0,000</i>	0,067 <i>0,229</i>	0,099 <i>0,076</i>	1,000			
LnTAILLE	0,083 <i>0,139</i>	0,024 <i>0,673</i>	-0,385 <i>0,000</i>	0,143 <i>0,011</i>	-0,114 <i>0,042</i>	1,000		
AGE	0,002 <i>0,974</i>	0,018 <i>0,745</i>	-0,172 <i>0,002</i>	-0,136 <i>0,015</i>	0,114 <i>0,041</i>	0,030 <i>0,596</i>	1,000	
NOUV	-0,053 <i>0,339</i>	0,005 <i>0,925</i>	0,065 <i>0,249</i>	0,204 <i>0,000</i>	0,074 <i>0,188</i>	-0,013 <i>0,809</i>	-0,089 <i>0,112</i>	1,000