

La Valorisation Stratégique des Sociétés candidates à l'introduction en bourse: L'exemple du Nouveau Marché

CHAHINE Salim

Professeur Adjoint de Finance, 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 / schahine@escna.fr.

MATHIEU Jean-Pierre

Professeur de Marketing, Audencia-Nantes•Ecole de Management, et
Chercheur au CERAG, Université P.Mendès France, Grenoble.
Tel: 02.40.37.34.59 / Fax : 02.40.37.34.07 / jpmathieu@escna.fr

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 5 politiques de communication. A l'exception du multiple du résultat net, PER, le test empirique confirme l'importance de l'information stratégique dans l'explication de la valeur, mesurée par le multiple de la valeur comptable, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation. Enfin, il s'avère que la révélation de l'information stratégique ne permet pas de réduire la rentabilité anormale au premier jour. Le capital humain ainsi que la technologie utilisée semblent même accroître la rentabilité anormale à l'introduction.

Mots Clés : Introduction en bourse, Valeur, Informations Stratégiques, Comportement informationnel, Rentabilité Anormale.

- : Les auteurs tiennent à remercier 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 »*.

I- Introduction

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-flow futurs. L'évaluation de ces entreprises se trouve ainsi au centre d'un débat pouvant mettre en cause le succès de ce marché visant à soutenir les entreprises à fort potentiel de croissance.

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), ce papier 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 de 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 stratégique. Cette dernière est extraite dans les prospectus préliminaires d'un échantillon de 50 sociétés introduites sur le Nouveau Marché sur la période 1998-2000. Dans cette optique, notre étude essaye 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 ?

Parallèlement à 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, *benchmark*, de la valeur des entreprises introduites en bourse. L'étude du contenu informationnel des éléments stratégiques 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 ALCESTE¹. Cette méthode, souvent utilisée dans la recherche en psychologie sociale et récemment appliquée aux sciences de gestion dans le champ de l'analyse comportementale et de la représentation (Mathieu, 2001, 2002), nous permet d'appréhender la notion de « contexte de valeur » transposable à l'analyse des représentations de la valeur de la firme.

L'application de cette méthode montre l'existence de 5 groupes de comportements informationnels. 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. A 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), notre test empirique conclut que les effets de l'effort informationnel stratégique sur la performance boursière au premier jour restent ambigus. Alors que l'information stratégique devrait constituer un signal permettant de réduire l'asymétrie d'information entre les différents agents, la communication des atouts technologiques et humains de la société semble avoir un effet positif et significatif sur la rentabilité anormale au premier jour.

Dans la section II, nous présenterons une revue de la littérature qui nous permettra de mettre en avant nos hypothèses explicatives de la valorisation et de la rentabilité anormale à l'introduction. Dans la section III, nous présenterons notre échantillon ainsi que la méthodologie de notre test empirique. Dans ce contexte, nous nous arrêtons 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 IV, nous identifierons les différents groupes de comportement informationnels observés dans notre échantillon. Nous tenterons également de vérifier les hypothèses liées aux effets de l'information stratégique avant de conclure dans la section V sur les possibilités de recherches futures.

II- Revue de littérature et hypothèses d'analyse :

La plupart des études empiriques concluent à l'existence d'une rentabilité anormale positive au premier jour². Ce phénomène, dit également 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*.

A ce propos, Rock (1986) montre que la sous-évaluation est le moyen de compenser les investisseurs non informés ayant des portefeuilles sur-alloués en actifs de mauvaise qualité. En fait, selon l'hypothèse de malédiction de vainqueur (*winner's curse*), les investisseurs informés participent uniquement aux bonnes introductions; la rentabilité anormale serait donc indispensable pour réussir l'introduction des sociétés de moins bonne qualité en attirant les investisseurs non informés.

Contrairement à cette première approche, Allen et Faulharber (1989) 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)³.

Parallèlement, Titman et Trueman (1986) étudient la liaison entre la valorisation des introductions en bourse et la qualité de l'information communiquée. Ils supposent que l'entreprise ayant des bonnes nouvelles choisirait des auditeurs et des banques introductrices plutôt réputés. La valeur de l'entreprise serait ainsi positivement corrélée à la réputation des auditeurs et des banques introductrices. Néanmoins, comme la détection d'erreur par les auditeurs est probabiliste, Blazenko et Scott (1986) expliquent que le management peut louer les services d'auditeurs réputés tout en manipulant l'information financière communiquée. Chahine (2001b) conclut au sur-optimisme des anticipations de résultats communiquées par les analystes au moment de l'introduction en bourse.

Dans cette perspective, la divulgation volontaire constitue un signal permettant de réduire l'asymétrie d'information entre les *dirigeants-insiders* et les *investisseurs-outsiders*. Or, un signal est efficace si, et seulement si, il distingue les bonnes entreprises des mauvaises. Ainsi, seuls les signaux dont le coût est moins important pour les bonnes entreprises peuvent être pris en compte par les investisseurs. En effet, la décision de prévoir, serait plus coûteuse

pour les mauvaises entreprises dans la mesure où, toute prévision sur-optimiste expose les dirigeants à des poursuites légales de la part des actionnaires.

Jog V. et McConomy B.J. (1999) expliquent qu'une entreprise ayant de faibles opportunités de croissance, n'a pas de besoin d'une politique de divulgation de haute qualité dans la mesure où elle n'exprime pas de besoin de financement. En fait, ce type de société a des faibles coûts de litiges et de faibles coûts 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.

A ce stade, nous pouvons mettre en avant les hypothèses suivantes sur la liaison entre l'information stratégique d'un côté, la valorisation et la rentabilité anormale au premier jour de l'autre.

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.

Alors que le nombre d'axes d'analyse abordés pourrait être mesuré par l'indice de divulgation équi-pondéré (Voir Section.3 - 4), nous utilisons les multiples de résultat net, de

la valeur comptable, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation pour mesurer la valorisation des sociétés candidates à l'introduction en bourse. La valeur de l'entreprise serait donc une fonction positivement corrélée à son effort informationnel.

2) L'hypothèse de liaison entre la qualité de l'information et la rentabilité anormale à l'introduction :

Faisant référence à la théorie du signal, l'information stratégique, à l'introduction en bourse, devrait réduire l'asymétrie d'informationnelle, accroître le résultat de l'offre d'actifs, et se traduire ainsi par le constat d'une faible rentabilité anormale à l'introduction.

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

Néanmoins, si la valorisation de l'entreprise dépend de la politique de communication à l'introduction en bourse, la révélation de toute information stratégique peut l'exposer à une plus forte concurrence et réduire ainsi sa création de valeur future. L'entreprise fait donc face à un arbitrage entre la maximisation de la valeur à l'introduction et la communication de l'information à sa disposition.

En outre, la vulnérabilité des entreprises à fort potentiel de croissance, introduites sur le Nouveau Marché, pourrait les amener à communiquer une partie de l'information détenue par le management. Toutefois, même si certaines entreprises peuvent être tentées de se protéger contre les coûts de propriété en communiquant moins d'information, les investisseurs exigent à être compenser, par une rentabilité positive au premier jour de cotation. Ainsi, la rentabilité anormale au premier jour compensera l'incertitude ex-ante liée au manque d'information, et sera d'autant plus forte que la communication est limitée.

III- Méthodologie et Base de Données :

Notre échantillon 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 valeur⁴. Les informations boursières ont été extraites dans 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.

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
Electronic & Composantes				
Electriques	2	2		4
Services Entreprises	1	1	1	3
Pharmaceutique & Santé	1	1		2
Autres*	5	2	1	8
Total	14	19	17	50

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

1) le choix des multiples de valeur

De nombreux travaux empiriques discutent les 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 elle, soumise à l'incertitude liée au choix des flux futurs, à l'horizon d'évaluation ou au choix du taux d'actualisation. Parallèlement, 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 sur-évaluation d'ensemble, permet de réduire l'écart d'évaluation de la société étudiée par rapport aux sociétés comparables.

L'étude des notes d'analystes ayant participé à l'introduction nous a amené à utiliser les multiples, les plus fréquemment calculés, 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.

Parallèlement à 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 avec 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-similaire sur les dix dernières années.

2) le calcul de la rentabilité anormale

La rentabilité anormale au premier jour est ajustée selon la méthodologie de Aggarwal et Rivoli (90) par rapport à l'indice de référence, en l'occurrence l'indice du Nouveau Marché (NM), sur la place de Paris.

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

R_{0i} : 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.

La rentabilité anormale moyenne de l'échantillon étudié est de 19,63%. L'euphorie observée sur la période 1998-2000 justifie l'importance de ce chiffre, en moyenne, et la différence constatée par rapport à la médiane.

Tableau 2- Répartition de l'échantillon par Secteur et par Année d'introduction

	Moyenne	Médiane	Ecart-type
Rentabilité anormale			
Au premier Jour	0,1963*	0,0596	0,4628

*: statistiquement significatif à 1%.

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 d'une façon habituelle autour des chapitres suivants :

- Responsable du prospectus et attestation ;
- 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 la direction est plutôt équivalent, celui de l'activité de la société introduite peut être plus ou moins approfondi d'un prospectus à un autre⁵. En effet, le contenu de ce chapitre dépend de la volonté des dirigeants de l'entreprise à 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. Notre objectif est ainsi de rechercher les registres d'expression sur lesquels se sont basés les dirigeants des sociétés et les fondateurs de pouvoir des banques lorsqu'ils se représentent leur société pour son introduction. C'est donc au niveau sémantique que se situe notre 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 que nous appelons « 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 que nous avons 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. Nous appellerons ce type de régularité « le contexte de valeur ». Si l'unité 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 entrées comprenant, en ligne, les unités de contexte et en colonne 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 que nous appelons « contexte de valeur » dans le cadre de l'étude des corpus des prospectus préliminaires.

Chaque contexte de valeur (ou classe) est alors interprété à partir du vocabulaire qui contribue statistiquement au sens de *Chi 2* au contexte considéré.

L'application d'ALCESTE sur les 50 sociétés nous permet de 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

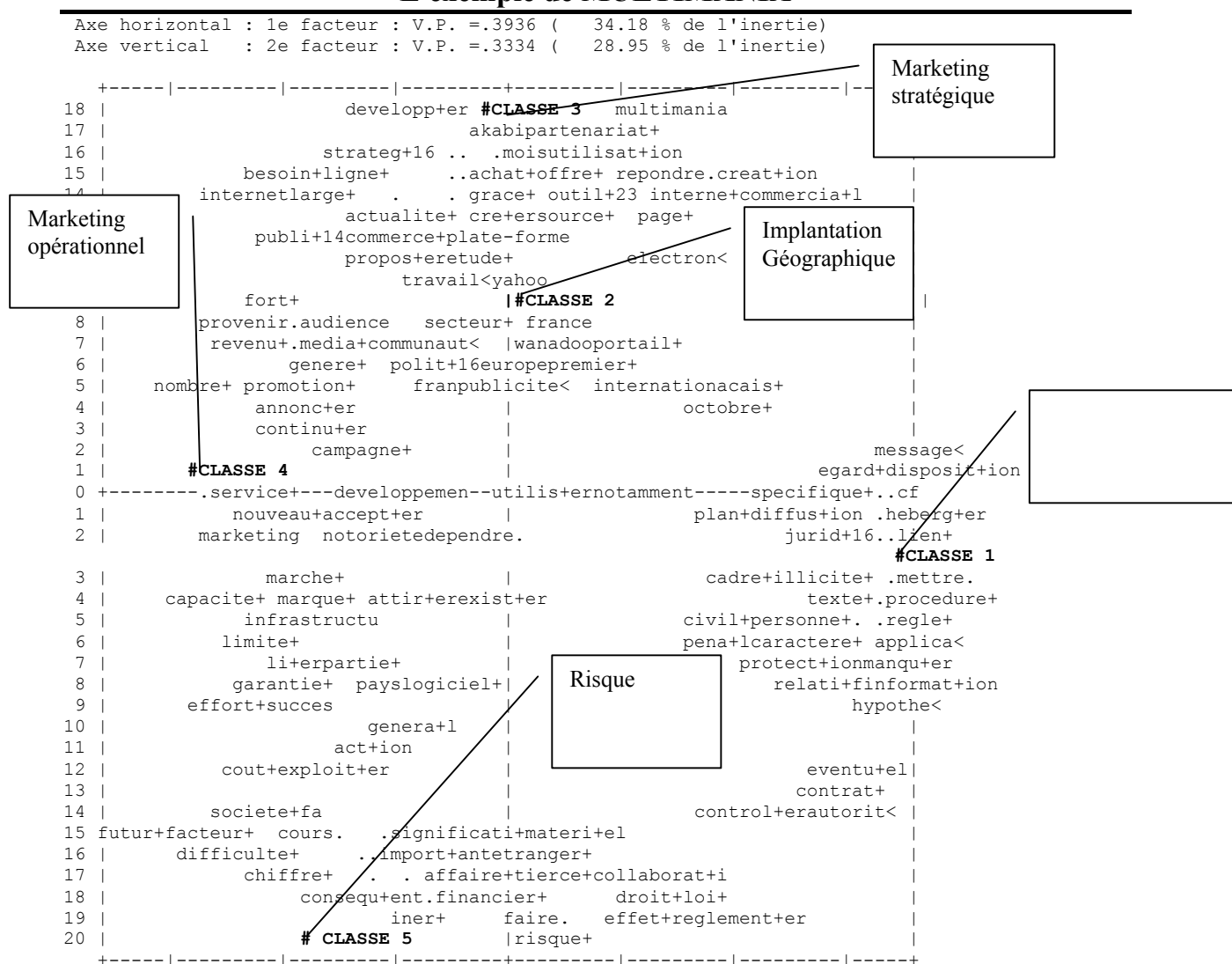
Contextes de valeur	Catégories sémantiques
1- Environnement juridique et réglementaire : Contraintes juridiques et réglementaires que doivent respecter les entreprises.	Civil, légal, contrat,....
2- Implantation géographique Choix de la situation géographique des sociétés qui en font un avantage concurrentiel.	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 choisit par l'entreprise	Marché, segment, positionnement,...
5- Risque Maîtrise de l'entreprise des risques potentiels quelle a identifié	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 ou, soit à une entreprise spécifique.

L'exemple de la société MULTIMANIA présente le processus d'interprétation des contextes de valeur. Le Graphique 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

Graphique 1
Les contextes de valeur d'une société de l'échantillon :
L'exemple de MULTIMANIA



Nous constatons que les différents contextes de valeur permettent, 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.

4) Le calcul de l'indice de divulgation

Parallèlement à Chow et Wong-Boren (1987), nous utilisons un indice équipondéré de divulgation pour la mesure de la politique de communication. Cet indice attribue une variable *Dummy*, pouvant prendre les valeurs "0" ou "1", selon si 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.

Tableau 4- Les contextes de valeur par secteur d'activité

Secteur	Nombre Société	Moyenne	Médiane
Logiciels Infor. & Internet	26	4,230	4
Médias & Communication	7	3,285	3
Electronic & Composantes 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, Electroménager.

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.

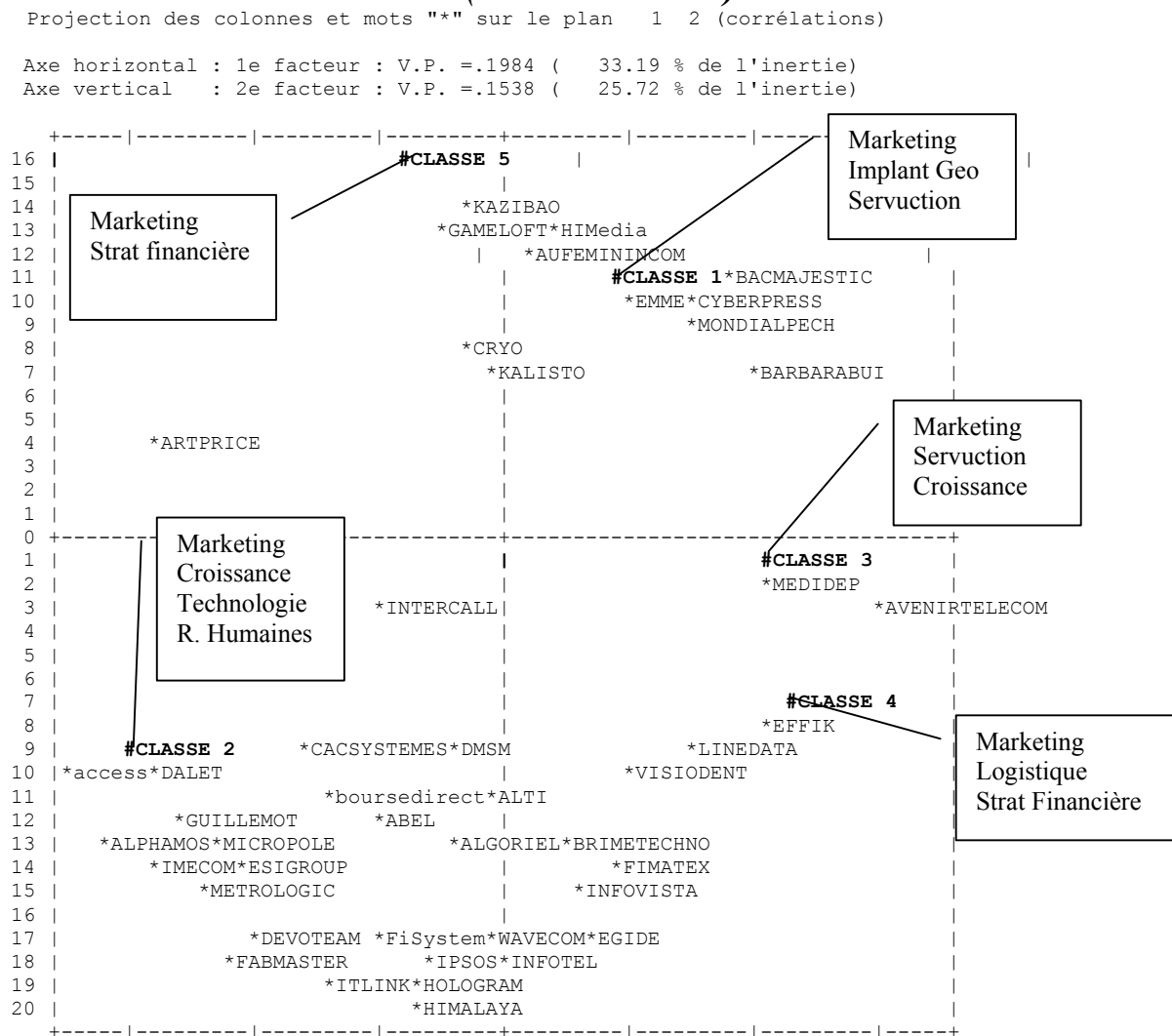
IV- Résultats empiriques :

La vérification de nos deux hypothèses de départ débute par l'étude du comportement informationnel des sociétés étudiées. A 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.

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 typer un secteur d'activité où plusieurs sociétés sont présentes. Nous remarquons par exemple que si certains contextes, 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 le montre ci-dessous :

Graphique 2
Les Politiques Informationnelles des Sociétés Etudiées
(Echantillon Total)



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.

2) la valorisation et l'information stratégique

a) 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, PER, l'application des Moindres Carrés Ordinaires conclut à des coefficients de détermination, R^2 , assez significatifs. 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 (Nbre Observations)	PBR (50)	PER (35)	VCA (50)	VRE (28)
Constante	-4,989	19,843	-1,562	-15,559
Sign	0,380	0,180	0,843	0,537
Index	3,437	3,445	2,674	8,235
Sign	0,021	0,222	0,076	0,090
R ²	0,110	0,043	0,063	0,103

Les T-Value sont calculés après correction de l'hétéroscédasticité selon la méthode de White (1980).

Le Tableau 5 nous permet ainsi d'accepter la première hypothèse sur le contenu informationnel du chapitre lié à l'activité de la société candidate à l'introduction.

b) Information et Valeur : l'exemple du multiple de la valeur comptable

L'étude de la liaison entre la politique informationnelle et la valorisation mesurée par le multiple de l'actif net comptable, PBR -dont le coefficient de détermination, R², est le plus élevé- conclut à l'importance du PBR des sociétés de la classe.3 et celles de la classe.4 (voir Tableau 6). Le marché semble accorder une prime de valorisation "stratégique" aux sociétés insistant sur la différenciation produit et sur les moyens logistiques mis en place pour assurer la commercialisation des produits et services. Alors que les avantages d'internationalisation et de diversification marchés (Classe.1 et Classe.2) semblent être délaissés, l'explication de les effets de la politique commerciale sur la performance se situe au niveau intermédiaire (Classe.3)⁶.

Tableau 6- Le Multiple de l'Actif Net Comptable (Par classe informationnelle)

Classe	Nombre Société	Moyenne	Médiane
Classe.1	7	3,79	3,80
Classe.2	23	6,27	3,89
Classe.3	7	17,34	4,76
Classe.4	5	10,11	4,79
Classe.5	8	6,29	4,04
Total	50	7,87	4,32

Conformément aux idées couramment admises, le Tableau 7 montre que les secteurs Informatique, Internet et Pharmaceutique se distinguent par des multiples élevés d'actif net comptable, PBR.

Tableau 7- Le Multiple de l'Actif Net Comptable (Par Secteur)

Secteur	Nombre Société	Moyenne	Médiane
Logiciels Infor. & Internet	26	11,21	4,76
Médias & Communication	7	4,65	3,81
Electronic & Composantes électriques	4	2,55	1,61
Services Entreprises	3	2,22	2,25
Pharma. & Santé	2	5,49	5,49
Autres*	8	5,17	2,70
Total	50	7,87	4,32

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

Parallèlement aux constats précédents, ce tableau confirme l'importance de la valorisation par le marché des sociétés fournissant un grand effort informationnel. Ce dernier caractérise les sociétés faisant partie de secteurs, à fort potentiel de croissance et qui sont généralement soumis à de fortes incertitudes ex-ante. Ainsi, la vérification de la première hypothèse relative à la valorisation des informations stratégiques nous amène à nous interroger sur la capacité de l'information communiquée dans le prospectus préliminaire à réduire la décote à l'introduction ?

3) L'information stratégique et la décote à l'introduction

Rock (1986) explique la rentabilité anormale au premier jour par l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et les autres non informés. La décote apparaît comme le moyen permettant d'attirer les investisseurs non informés. Allen et Faulhaber (89), Grinblatt et Huang (89) et Welch (89) considèrent la sous-évaluation à l'introduction comme le moyen de différencier 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 que aucune étude, 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.

Le test de la liaison entre l'information sur l'activité de l'entreprise et la rentabilité anormale au premier jour s'écrit de la manière suivante⁷ :

$$\begin{array}{lcl} \text{Ln}(1+Ra_0) & = & 0.126 + 0.001 \text{ index} \\ p\text{-value} & & (0.189) \quad (0.856) \end{array} \quad (2)$$

Avec un coefficient de détermination, R^2 , de 0% non significatif, la régression de l'équation (2) nous conduit à rejeter toute liaison entre l'information stratégique et la performance boursière au premier jour. L'importance des contextes de valeur abordés dans le prospectus préliminaires ne conclut pas forcément à la maximisation de la valeur à l'introduction, autrement dit, la faiblesse de la rentabilité anormale au premier jour. Ce dernier constat semble rejeter la deuxième hypothèse dans la mesure où aucune liaison ne peut être identifiée entre l'effort informationnel, l'asymétrie d'information entre les dirigeants-*insiders* et les investisseurs-*outsiders*, et la performance boursière à l'introduction (tableau 8).

Tableau 8 - indice de divulgation et Rentabilité Anormale à l'Introduction

	Bêta	Erreur Std	t	Sign.
Constante	0,126	0,132	1,130	0,264
Indice	0,001	0,034	0,016	0,987

Les T-Value sont calculés après correction de l'hétéroscédasticité selon la méthode de White (1980).

Toutefois, l'étude approfondie du contenu de la politique de divulgation nous amène à l'analyse de la liaison existante entre les différents contextes de valeur et la rentabilité anormale au premier jour. Cette étude conclut à la significativité statistique de la corrélation positive entre la rentabilité anormale d'un côté, la technologie et le capital humain de l'autre (tableau 9).

Tableau 9 - Corrélations entre la rentabilité anormale et les contextes de valeur

	Coefficient de Spearman	Signification
Environnement juridique et réglementaire	-,211	,121
Implantation géographique	-,060	,629
Marketing opérationnel	-,191	,153
Marketing stratégique	,009	,907
Risque	,012	,625
Logistique	-,053	,721
Approvisionnement	-,113	,429
Servuction/Production	-,074	,664
Dynamique de croissance	,098	,497
Organisation	-,087	,623
Technologie (R&D)	,354	,023
Capital Humain	,332	,029
Direction Générale	-,109	,461
Stratégie Financière	-,183	,211

A ce propos, nous notons l'importance de la rentabilité observée pour les sociétés ayant une politique de communication axée sur la technologie et le capital humain (Highwave, Alti, ESI Group, Devoteam,...). Cette corrélation positive met en cause l'hypothèse de liaison entre l'asymétrie d'information et la rentabilité exigée par les apporteurs de fonds propres au profit de celle liée à la signalisation. Selon cette dernière, l'effort informationnel des compétences technologiques et humaines pourrait donc caractériser les bonnes sociétés voulant se différencier des mauvaises.

V- 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, notre étude conclut à l'existence de 5 groupes de comportement informationnel. Après identification d'un indice de divulgation, notre étude nous permet de confirmer le contenu informationnel de la note liée à l'activité de l'entreprise. L'acceptation de la première hypothèse confirme l'importance de la prise en compte des éléments stratégiques dans le processus d'évaluation. Même si le test empirique montre l'existence de liaisons

positives significatives entre la rentabilité anormale au premier jour et les informations relatives aux atouts technologiques et au capital humain, il ne montre aucune liaison avec l'indice de divulgation dans son ensemble.

Enfin, si notre 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 émergentes de la part des investisseurs suite à la communication des prospectus préliminaires. Nous chercherons ainsi à relier les structures de représentations des investisseurs et les relier à celles pré-définies par le management dans la mise en place de la politique de divulgation.

Références Bibliographiques :

Aggarwal R. et Rivoli P., (1990), " Fads in Initial Public Offering Market ", *Financial Management*, 19, pp.45-57.

Allen F. et Faulhaber G., (1989), "Signaling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics* 23, pp.303-323.

Blazenko G. et Scott W., (1986), "A Model for Standard Setting in Auditing", *Contemporary Accounting Research*, Vol.3, No.1, pp.68-92.

Boatsman J. et Baskin E., (1981), "Asset Valuation with Incomplete Markets", *the Accounting Review* 56, pp.38-56.

Chahine S., (2001a), " La Sous-évaluation à l'Introduction en Bourse : Quelle source d'Asymétrie d'Information ? ", *Banque & Marché*, Mai-Juin 2001.

Chahine S., (2001b), " Long Run Underperformance after IPOs and Optimistic Analysts' Forecasts", Papier de Recherche, *la Conférence de l'European Financial Management Association (EFMA)*, Lugano, Suisse, Juin 2001.

Chow C. et Wong-Boren A., (1987), "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting review*, Vol.62, pp.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*.

Durkheim E., (1898), " Représentations individuelles et représentations collectives ", in *Sociologie et Philosophie, Paris, Presses Universitaires de France*.

Fama E., (1998), " Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance ", *Journal of Finance*, 49, pp.283-306.

Grinblatt, M. et C. Hwang, (1989), " Signaling and the Pricing of New Issues ", *Journal of Finance*, 44, pp.393-420.

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*, 34.

Ibbotson, R. G., (1975), "Price performance of common stock new issues", *Journal of Financial Economics* 2, pp.235-272.

Ibbotson R.G., Ritter J.R. et Sindelar J., (1988), " Initial Public Offerings ", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, pp.37-45.

Jodelet D., (1989)," Les représentations sociales ", Sociologie d'aujourd'hui, *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* 3, pp.449-464.

Kim M. et Ritter J.R., (1999), "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics* 53, pp.325-356.

Komatsu L.K., (1992), " Recent views of conceptual structure ", *Psychological Bulletin*, 112, 3, 500-526

Leland M.E. et Pyle D.H., (1977), "Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.

Loughran T. et Ritter J.R., (1995), "The new issues puzzle", *Journal of Finance*, 50, pp.23-52.

Loughran T., Ritter J.R. et Rydquist K., (1994), "Initial public offerings : International insights". *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, pp.165-199.

Mathieu J-P., (2001), " Structures mémorielles et segmentation comportementales : 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", *18ème Congrès International de l'Association Française de Marketing*, Lille.

Michaelis R. et Shaw W., (1994), " The pricing of initial public offerings : Tests of adverse selection and signaling theories", *Review of Financial Studies* 7, pp.279-319.

Moscovici S., (1976), " Psychologie des représentations sociales ", *Cahiers Vilfredo Pareto*, 14, 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, Amsterdam, 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*, 13.

Ritter J.R., (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings" *Journal of Finance*, 46, pp.3-27.

Rock K., (1986), "Why new issues are underpriced?" *Journal of Financial Economics*, 15, pp.187-212.

Skinner D.J., (1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, Vol.32, No.1, pp.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*, pp.159-172.

Verrecchia R.E., (1983), "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp.179-194.

Welch I., (1989), "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance*, 44, pp.421-449.

White, (1980), "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance*, 44, pp.421-449.

¹ ALCESTE: Analyse des Lexèmes Cooccurents dans les Enoncés Simples d'un Texte.

² Ritter (1991), Loughran, Ritter et Rydqvist (1994), Ibbotson, Sindelar et Ritter (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 rentabilité de 13,23% sur un échantillon de 264 sociétés introduites sur la période 1992-1998 sur le marché Français.

³ Michaely et Shaw (94) rejettent toute relation positive entre les rentabilités de deux émissions successives.

⁴ 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.

⁵ Par simplification, nous écartons la possibilité de manipulation de l'information comptable et financière évoquée par Teoh, S. Wong, T.J. et Rao, G. (1995).

⁶ La petite taille des sociétés introduites au Nouveau Marché pourrait justifier le manque d'importance de la stratégie internationale au profit d'éléments logistiques et financiers.

⁷ La transformation logarithmique de la rentabilité anormale nous permet d'assurer une plus grande linéarité de l'équation de régression.