

Le statut du médiateur de légitimité

Le cas de Goldman Sachs dans les introductions boursières américaines

Romain ZERBIB

LARA/ICD (Groupe IGS)

Aubry SPRINGUEL

ESG Management School

Résumé :

Cette étude pose une problématique de remise en cause des travaux de Carter et Manaster (1990) sur la réputation. Leurs recherches démontrent qu'une banque d'investissement bénéficiant d'une réputation élevée diminue de façon significative les risques relatifs à une introduction en bourse (*Initial Public Offering* ou IPO). Or, la légitimité qu'une banque introductrice produirait sur l'entreprise introduite, ainsi que son effet positif sur la valorisation des titres introduit sur le marché, ne proviendrait pas directement de sa réputation. Le récent déficit de réputation de Goldman Sachs contredit les résultats mis en évidence par Carter et Manaster (1990). A contre-pied de la littérature, notre étude du contexte (Boudon 2013) des IPO menées sur le marché américain entre 2005 et 2011 montre que la réputation en baisse de cette banque introductrice n'a pas eu d'effet direct sur la valorisation des titres. Nous posons, par conséquent, le cadre d'une problématique nouvelle pour étudier l'effet de la réputation sur les cours boursier. Nous proposons également, comme piste de réflexion, une nouvelle approche théorique faisant reposer le concept de médiation de légitimité, non plus sur la notion de réputation, mais sur celle de statut des banques introductrices. Le statut, lorsque la réputation est défaillante, soutiendrait la performance d'une entreprise et expliquerait, par conséquent, mieux le succès et le choix d'une banque d'affaires. Notre recherche s'attache *in fine* à mieux saisir le rôle des banques d'affaires comme médiateur de légitimité sur le marché des introductions boursières (Deephouse et Suchman, 2008 : 69-70).

Mots-clés :

Introduction en bourse, médiation de légitimité, réputation, statut, banques d'affaires

Le statut du médiateur de légitimité

Le cas de Goldman Sachs dans les introductions boursières américaines

Introduction : Le doute quant au lien entre réputation et médiation de légitimité

Notre étude a pour objet de présenter un nouvel angle d'analyse concernant la notion de médiation de légitimité. Le cas des banques introductrices semble, en effet, prendre à contre-pied la théorie reposant sur la seule notion de réputation. Le concept de réputation fait usuellement référence à une perception de la part des parties prenantes (Fombrun, 1996). Il s'agit d'une forme de garantie, dans un cadre d'information imparfaite, des comportements futurs en fonction d'une perception collective des actions et des performances passées (Ferguson, Deephouse et Ferguson, 2000 ; Fombrun, 1996 ; Rindova et al., 2005 ; Deephouse et Suchman, 2008). Nous repartons du statut, défini au sein de la littérature en sociologie comme une construction sociale relative à la position d'un acteur au sein de la hiérarchie sociale (Weber, 1946) et qui s'accompagne, par conséquent, de privilèges (Washington et Zajac, 2005). Et nous l'enrichissons des apports de la théorie des organisations pour qui le statut correspond à la position héritée par une organisation du fait d'une accumulation d'associations positives au cours du temps et ce, indépendamment, des performances passées (Benjamin et Podolny, 1999 ; Deephouse et Suchman, 2008). Suchman a mis en exergue, entre autres stratégies de maintien, l'importance des réserves de bienveillance et de soutien (1995 : 596-597) qu'une organisation peut se voir attribuer du fait de mérites moraux ou encore pragmatiques. Il précise que ce soutien est relatif à la perception que certains acteurs peuvent avoir de ladite organisation. Parmi ces acteurs, Suchman (1995) conseille de distinguer le soutien de l'élite du soutien dit populaire. Il illustre son propos par le soutien du régulateur dont l'absence peut développer des doutes publics et assombrir l'avenir d'une entreprise. On peut, à l'aune de ces travaux, se demander si le succès d'une introduction en

bourse (Initial Public Offering ou IPO) est lié à la banque introductrice, à sa réputation, ou plutôt à son statut, autrement dit, au phénomène de reconnaissance au sein de la profession.

En ce sens, la notion de prestige, mobilisée par une partie de la littérature sur la place de l'introducteur dans une IPO, recouvre et ne distingue pas l'effet que nous observons à l'aide des notions de réputation et de statut.

1. La légitimité d'une banque transmise à une introduction en bourse

Les banques d'affaires, du fait d'une présence significative au sein du processus de légitimation des entreprises qu'elles introduisent en bourse, tendent quelquefois à servir d'étalon pour comparer les indicateurs en charge d'évaluer l'effet de leur réputation sur la légitimité d'autres organisations (Carter et al., 1998 : 285-286). La légitimité, au sens de Suchman (1995 : 574), est une perception ou une supposition générale du caractère désirable, approprié ou pertinent, de l'action d'une entité selon un système socialement construit de normes, de valeurs et de définitions. Le soutien d'une organisation influente est particulièrement important pour les entreprises en quête de légitimité au sein de l'environnement (Higgins & Gulati, 2003 : 245).

Les remarques formulées par les banques d'investissement, au sein des marchés primaires des introductions en bourse, ont une influence sur le comportement des investisseurs (Zuckerman, 1999). Il existe, à ce propos, des études portant sur l'effet de la médiation de légitimité sur la performance des entreprises au sein des marchés très médiatisés (e.g., Pollock et Rindova, 2003), cependant, les conditions préalables au succès de ce soutien n'ont pas encore été analysées. Même si des recherches antérieures se sont focalisées sur les ressources et les bénéfices d'un accès à l'information ou d'une affiliation particulière (e.g., Stuart et al. 1999), seules de rares recherches se sont concentrées sur la manière dont la légitimité permettrait d'obtenir la confiance des parties prenantes importantes (Higgins et Gulati, 2003 : 245).

Conformément au travail de Meyer et Rowan (1977), sur la mise en exergue de la valeur cérémoniale associée aux certifications organisationnelles, l'article d'Higgins et Gulati (2003)

étudie la manière dont les banques d'investissement arbitrent leur décision de soutien à une jeune entreprise au cours du processus d'une IPO. Notre étude met par contre en évidence les bénéfices qu'une entreprise est en mesure de dégager en s'affiliant à des institutions notables. L'effet associé à une affiliation à une institution déjà couronnée de succès apparaîtrait sous forme de bénéfices ou de performance sur les marchés (Higgins et Gulati, 2003 : 259). Ces auteurs mettent en évidence l'influence d'une banque d'investissement sur le succès d'une IPO (Higgins et Gulati, 2003 : 260). Notre étude se concentre, pour sa part, sur l'effet des caractéristiques d'une banque d'investissement sur la légitimité de l'entreprise introduite en bourse et le succès de l'IPO. Notre recherche s'attache, par conséquent, à éclairer le rôle des banques comme médiateur de légitimité (Deephouse et Suchman, 2008 : 69-70).

L'approche néo-institutionnelle des organisations mobilise le concept de légitimité afin d'expliquer pourquoi les organisations se conforment aux normes sociales (Oliver, 1991 : 150). Selon cette approche néo-institutionnelle, retenue par Pichard-Stamford (2000 : 145), les liens institutionnels entre entreprises définissent le cadre des actions légitimes et fondent un réseau des liens humains fonctionnant comme un « système de rapports stables et légitimes ». Notre recherche s'attache à mieux saisir le rôle des banques comme médiateur de légitimité (Deephouse et Suchman, 2008 : 69-70). Nous supposons que les informations fournies aux investisseurs par les analystes au travers des médias façonnent leurs impressions (Dumez et Jeunemaître 1995 : 35). A ce titre, nous nous demandons si ces impressions tendent à se refléter quantitativement sur les volumes de transactions et se matérialisent dans les prix des valeurs introduites en bourse.

1.1. La médiation de légitimité

Les chercheurs ont développé une multitude de théories adaptées aux dimensions particulières et aux différentes sources de légitimation. Les théories sur la légitimation sont tirées d'autres disciplines. Elles reprennent des arguments provenant d'une approche de « *la loi et la société* » pour explorer l'effet de l'ambiguïté et de la contestation institutionnelle (Edelman et Suchman, 1997). Deephouse et Carter (2005) ont par contre adapté l'approche de la « *théorie des communications de masse* » pour explorer le rôle des médias et de l'opinion publique.

En parallèle de ces recherches sur les sources de légitimité variées, d'importantes différences conceptuelles émergent. De manière à faciliter un dialogue productif, Suchman et Deephouse (2008) ont proposé d'établir une distinction entre trois sources de légitimité. Premièrement, les « *agents de légitimité* » sont des organisations, tels les accrédateurs ou les régulateurs, spécialement établies pour conférer la légitimité sur un certain nombre de sujets. Deuxièmement, les « *médiateurs de légitimité* » sont d'autres acteurs sociaux, tels les médias ou les banques d'investissement, qui créent ou transmettent une évaluation de légitimité implicite ou explicite par effet connexe à leurs activités quotidiennes. Troisièmement, Suchman et Deephouse (2008) identifient des « *orientations de légitimité* » comme des constructions abstraites associées à la légitimité, comme le langage, les valeurs, les normes, les règles sociales, et ancrée à un environnement social. L'utilisation du terme « *orientations* » est destinée à assimiler le fait que ces constructions peuvent varier selon le contexte local et ne pas se renforcer au point de constituer des « *règles sociales* » selon l'acceptation généralement admise de ce terme (Suchman et Deephouse, 2008 : 69).

Certains concepts précurseurs de celui de médiateur retracent les tendances suivies par l'étude des banques (Suchman et Deephouse, 2008 : 57-58). Des travaux de recherche d'avant-garde ont qualifié le rôle d'intermédiaires en le dénommant guide d'opinion (Katz et Lazarsfeld, 1955 : 102). Il était alors question d'étudier les changements d'opinion obtenus auprès des masses. Des recherches plus récentes ont par ailleurs mis en évidence la notion de prescripteur que l'on réserve à un intervenant extérieur (Hatchuel, 1998 : 35). Le référent (Keith et al., 1990 : 30) et l'expert intermédiaire (Rindova et al., 2005 : 1033) évoquent également la connaissance mise à disposition par un intervenant. Nous reprenons, dans ce travail, la notion de médiateur de légitimité déjà mobilisée par Deephouse et Suchman (2008 : 49-54).

1.2. La légitimité par les introducteurs

Lors d'une introduction boursière, les banques servent d'intermédiaires. Higgins et Gulati (2003 : 259) ont bâti un modèle de prédiction du prestige de l'introducteur. Ce modèle permet de mettre en évidence la présence d'autres variables indépendantes. Ils relèvent ainsi un lien entre l'importance du capital à risque obtenu par l'entreprise et le prestige de la principale banque introductrice. Ils révèlent en outre une relation entre le nombre d'alliances stratégiques

et le prestige de l'introducteur. Leurs résultats renforcent, par ailleurs, l'approche selon laquelle les parties externes concernées par l'évolution d'une firme évaluent les autres entreprises associées aux projets d'une jeune entreprise. Les recherches passées s'accordent donc déjà sur le fait que les affiliations d'une entreprise avec des organisations antérieures affectent la formation d'une alliance postérieure (Higgins et Gulati 2003 : 259).

Le concept de prestige demeure toutefois relativement vague au sein de la littérature des sciences de gestion. Rindova et al. (2005) associent l'affiliation d'acteurs à statut élevé avec le prestige de certaines institutions, universitaires en l'occurrence. Ils entremêlent de fait les notions de statut et de prestige. D'autre part, la définition formulée par Deephouse et Suchman (2008 : 66) s'attache à un résultat plus qu'à une situation ou même une disposition. Le concept de prestige se définit, selon eux, par la capacité d'une organisation à pouvoir réaliser ses objectifs en vertu d'une situation sociale favorable. Cette forme d'évaluation sociale ne rend donc pas compte du caractère d'une banque introductrice favorable à la jeune entreprise introduite. Cette approche du prestige dénote par contre le lien étroit entre les concepts de légitimité, de statut et de réputation que nous nous efforçons de distinguer pour mieux en comprendre les effets. Nous éviterons toutefois de recourir à la notion de prestige dans le cadre de cette étude par mesure de clarté conceptuelle. Nous mobiliserons en revanche les concepts dits de réputation et de statut que nous estimons plus adaptés pour décrire le phénomène de médiation de légitimité d'une banque d'affaires à l'égard d'une entreprise introduite en bourse.

2. Le statut à la source de la légitimité

Deephouse et Suchman (2008) soulignent la difficulté à jongler entre les différents concepts de réputation, de statut et de légitimité. Selon eux, Higgins et Gulati (2003) étudient les expériences et les affiliations passées des employés occupant les échelons les plus élevés des organisations pharmaceutiques propices au soutien des principales banques d'investissements. Dans cette étude, les expériences passées des employés sont considérées comme un indicateur de leur légitimité. Cette affirmation est possible étant donné le lien entre les affiliations passées, les compétences managériales et la légitimité pragmatique, la propriété managériale et la légitimité morale, ou encore, le conformisme managérial et la légitimité cognitive. Mais

le prestige des affiliation passées est également associés au statut, sans compter qu'une suite d'expériences, de formations et d'apparitions peuvent facilement constituer les bases d'une réputation (Deephouse et Suchman , 2008 : 60).

Le choix par ces auteurs de l'une ou l'autre de ces notions est-il purement stylistique, ou bien l'implication de ces choix diffère-t-elle ? Si tel est le cas, cette différence a-t-elle été mûrement réfléchi ? A notre sens, il convient d'appréhender au mieux ces nuances.

2.1. La réputation vue comme une source de légitimité

Les entreprises se lancent généralement en bourse à l'aide d'au moins une banque d'investissement qui, entre autres, garantit la qualité de l'offre. Au moment de l'introduction en bourse, les investisseurs potentiels se fient, en effet, aux évaluations des banques d'investissement qui décident de vendre les actions des jeunes entreprises (Higgins et Gulati, 2003 : 245-246). Les recherches antérieures ont établi le rôle de la réputation des introducteurs dans les IPO. La recherche menée en 1990 par Carter et Manaster a démontré que la réputation élevée des banques d'investissement diminue le risque des IPO. Une explication de ce phénomène réside dans le capital réputationnel associé aux soutiens (Beatty et Ritter, 1986). La réputation de l'introducteur est, selon ces recherches, positivement liée au succès des offres de financement (Carter et Dark, 1992). La jeune entreprise bénéficierait de la réputation de la banque introductrice à disposer d'une capacité à générer des activités, ou en quelque sorte de sa médiation de légitimité. La légitimité, seule, est rarement suffisante pour réaliser autre chose que des tâches courantes (Suchman et Deephouse, 2008 : 66). La légitimité autorise plutôt l'organisation à énoncer des affirmations reposant sur le statut et la réputation. Et, le statut et la réputation augmentent chacune grâce aux effets de la visibilité, de la crédibilité et de la mobilité (Deephouse et Suchman, 2008 : 66).

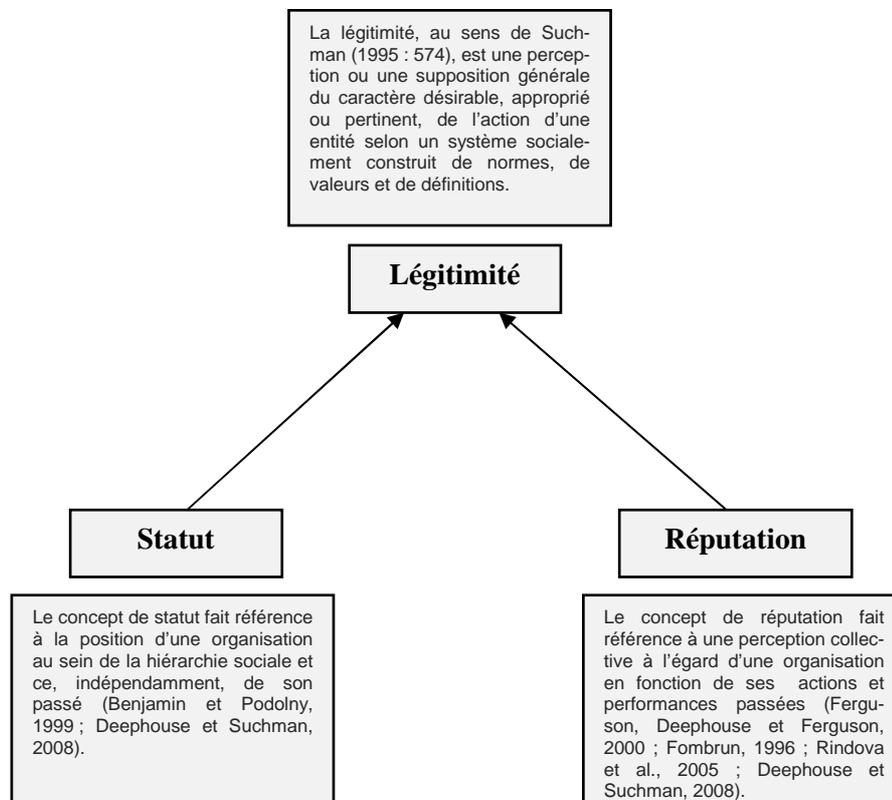
2.2. Le statut vu comme une source de légitimité

Le fait que ces différentes recherches maintiennent souvent la confusion entre les concepts de prestige et de statut, illustre la difficulté de nuancer clairement ces différentes notions. La distinction entre ces perceptions de l'entreprise permet toutefois de mieux comprendre le maintien et l'évolution de la légitimité.

Contrairement à la réputation dont le caractère prédominant est situationnel, le statut repose de manière prépondérante sur le caractère dispositionnel de la perception (Steven Farmer et al., 1993). Les travaux de Higgins et Gulati (2003) permettent également d'illustrer le caractère dispositionnel propre au statut d'une organisation sans, toutefois, confirmer la pertinence de leur résultat.

La littérature souligne ainsi que l'introducteur prestigieux, autrement dit, la banque qui dispose d'un statut élevé, est moins susceptible d'entreprendre des activités spéculatives. Cette disposition s'expliquerait par le fait que les banques prestigieuses préfèrent des IPO à risque faible en raison des implications légales sous-jacentes. Les introducteurs prestigieux disposeraient en effet de responsabilités légales associées aux *due diligences* telles qu'elles les dissuaderaient de s'engager dans des IPO spéculatives (Higgins et Gulati, 2003 : 246).

Figure 1 : liens entre légitimité, réputation et statut (Suchman et Deephouse, 2008 : 66)



3. La méthode : la réfutation de la réputation et l'exploration du rôle du statut de l'introducteur

L'expérience cruciale permet, en sciences, de réfuter une explication admise. La théorie établissant un lien causal entre la réussite d'une introduction en bourse et la réputation de la banque introductrice est ici infirmée à l'aide d'une étude de cas « critique ». Cette méthodologie, soutenue par Koenig (2009), est novatrice car la réfutation repose sur le caractère infirmationniste d'une étude de cas naturelle (Campbell, 1975) et non sur une expérience contrôlée.

Le recours au dispositif quasi-expérimental de l'étude de cas cruciale (Eickstein, 1975) est justifié par le fait que la recherche sur les introductions en bourse revient à étudier des changements sur des organisations que le chercheur lui-même n'est pas en état de contrôler. Sa recherche consiste à observer un changement imputable à la situation qu'il s'agit d'évaluer en prenant en compte l'historicité et le modèle causal propres aux sciences sociales particulières (Passeron, 1991) comme les sciences des organisations.

Les données quantitatives mobilisées en sus de notre collecte qualitative renforcent notre confiance en la réfutation du lien entre réussite boursière et réputation de la banque introductrice. Nous complétons enfin nos résultats infirmationnistes par un apport théorique propre à une démarche exploratoire (Koenig, 2005). Le fonds de connaissance utile à notre réfutation prolonge notre résultat par la mise en exergue du statut de la banque introductrice comme source de légitimité d'une entrée en bourse (IPO).

3.1. L'évolution du prix le jour de l'introduction comme indicateur de la légitimité accordée par les investisseurs

La légitimité d'une entreprise peut être évaluée à l'aune de ses ressources (Meyer et Rowan, 1977), de ses résultats ou du prix de son action (Cohen et Dean, 2005) ou encore de ses performances passées (Ferguson, Deephouse et Ferguson, 2000 ; Fombrun, 1996 ; Rindova et al., 2005). Le prix de l'offre reflète à ce titre une part de la légitimité d'une entreprise. Le prix de clôture traduit quant à lui le montant de la transaction qui a précédé la fermeture quotidienne du marché. Nous retenons l'*overpricing*, c'est-à-dire la variation entre le prix de

clôture le jour de l'introduction et le prix de l'offre, comme indicateur de la légitimité de l'entreprise introduite (le jour de l'IPO). Si le niveau du prix des actions le jour de l'introduction témoigne de la légitimité de l'entreprise, un investisseur peut, selon notre approche, décider d'acheter ou de ne pas acheter en fonction de la banque en charge de l'introduction.

La période de l'introduction en bourse est un moment propice pour éprouver la proposition théorique établissant un lien positif entre la réputation de l'introducteur et un cours favorable d'une entreprise lors de son introduction en bourse. L'entrée en bourse constitue une période particulièrement favorable à l'évaluation de la légitimité accordée par les investisseurs à une entreprise. Une entreprise s'expose, en effet, au jugement des investisseurs à chaque période de financement et, parmi elles, l'IPO constitue un processus d'ouverture au public accessible aux chercheurs en quête de données fiables et réfutables. Parmi les différents modes de financement, l'introduction en bourse est public et documenté grâce aux banques introductrices. Les banques s'assurent qu'une information est largement diffusée au sujet des nouveaux titres offerts au public. Elles alimentent d'ailleurs généralement les analystes pour qu'ils se forment leur opinion sur le futur cours de l'action dès le premier jour de cotation.

La sélection d'un intermédiaire boursier s'articule, en règle générale, autour de trois critères majeurs. Les firmes tendent, premièrement, à privilégier les intermédiaires à même de bâtir une campagne promotionnelle efficace auprès des investisseurs grâce à des analystes financiers reconnus (Cliff et Denis, 2004 ; Corwin et Schultz, 2005). Michaely et Womack (1999) notent, à ce propos, que les recommandations émanant d'analystes affiliés aux intermédiaires aurait un impact significatif sur l'arbitrage des investisseurs. Les entreprises tentent, deuxièmement, de favoriser les intermédiaires en mesure d'assurer le placement des titres sur le marché boursier. Un intermédiaire américain est, par exemple, mieux placé pour assurer la diffusion des titres sur le marché américain qu'un Européen (Sentis, 2005). Le coût de la prestation enfin constitue un facteur non négligeable en matière de sélection (Sentis, 2005). La rémunération de l'intermédiaire se calcule en règle générale à partir d'un pourcentage des fonds introduits en bourse, soit environ 7 % du montant total placé (Sentis, 2005).

La population retenue comprend les banques introductrices et les entreprises introduites en bourse de 2005 à 2011 aux Etats-Unis. Nous avons pris soin de distinguer l'impact de banque(s) particulière(s) par rapport à l'ensemble des banques répertoriées par les bases de données. Nous présentons d'abord le protocole suivi pour recueillir et analyser les principales variables mobilisées, c'est-à-dire la réputation, le statut et la légitimité, avant de présenter l'analyse de leurs observations empiriques et, enfin les résultats de nos interprétations. Le protocole de recueil et d'analyse repose sur deux étapes principales.

La première a pour objet d'identifier l'ensemble des introductions en bourse (sans distinction de nationalité ni de secteur d'activité) menées aux Etats-Unis entre le 29 juin 2005 et le 16 décembre 2011 (date de la collecte des données à l'origine de cette étude). Ce terrain a été choisi pour trois raisons principales. Premièrement, le 29 juin 2005, la Securities and Exchange Commission (SEC) a voté un assouplissement de la règle dite de « *quiet period* » qui interdit à toute entreprise candidate à une introduction en bourse de communiquer pendant les 25 jours qui suivent la première cotation des titres. Il a, par conséquent, été impossible d'approfondir l'historique avant le 29 juin 2005 sans compromettre la pertinence des données collectées du fait de la difficulté à comparer l'effet des banques introductrices sur les entreprises soumises à une IPO avant et après cette date. L'assouplissement de la SEC a en effet conduit les entreprises et les banques à maintenir un plan de communication dans la durée. Deuxièmement, les Etats-Unis constituaient encore le plus grand marché financier au monde au cours de la collecte des données même s'ils ont depuis été dépassés par Hong Kong selon le rapport annuel sur le développement financier publié le 13 décembre 2011 par le Forum Economique Mondial. Troisièmement, les informations à fournir à la SEC dans le processus des IPO menées aux Etats-Unis sont accessibles sur la période étudiée. Les informations relatives aux entreprises candidates aux IPO ont été recueillies sur la base de données Hoover's alimentée par les sources publiques de la SEC et des marchés financiers. Elle liste l'ensemble des IPO réalisées sur le marché américain entre le 29 juin 2005 et le 16 décembre 2011 (soit 709 introductions) et identifie, pour chacune d'entre elles, le prix de l'offre, le prix d'ouverture, le prix de clôture au premier jour d'introduction et, évidemment, la banque introductrices (soit 40 groupes bancaires différents).

La deuxième étape a pour objet d'évaluer le poids de l'introducteur dans le déroulement de l'IPO le jour de l'introduction. La variable destinée à valider les propositions de la littérature à propos de l'effet positif de l'introducteur sur l'introduction est l'évolution du prix le jour de l'introduction en bourse. La variable indépendante, la présence de l'introducteur, est à chaque fois associée à une variable dépendante. L'évolution du prix serait dépendante de la présence d'un introducteur de référence. Les différentes variables sont opérationnalisées suivant une démarche présentée dans la première partie de notre réfutation.

Dans la seconde partie de la réfutation, nous présentons l'évolution de la réputation de Goldman Sachs ces cinq dernières années. Constatant une évolution opposée à celle attendue par la littérature, nous explorons finalement une autre forme d'explication.

3.2. Le statut plutôt que la réputation comme source de légitimité : Goldman Sachs comme introducteur boursier

Les banques participent au processus de légitimation des introductions en bourse au point de servir quelquefois d'indicateur auprès des investisseurs (Carter et al., 1998 : 286). Chemmanur et Fulghieri (1994) défendent, en effet, que les investisseurs utilisent la performance passée des banques introductrices, en mesurant la qualité des entreprises dans lesquelles elles ont vendu des participations, afin de juger de leur crédibilité. Par cette comparaison entre les meilleures performances à long terme des IPO, les banques d'investissement protègent leur réputation. Les banques d'investissement les plus réputées ont aussi un réseau d'entreprises clientes plus étendu. Si le besoin s'élève, elles peuvent efficacement utiliser ce réseau pour chercher des enchérisseurs potentiels pour les entreprises à introduire. Donc il y a une probabilité plus élevée d'être traité par une banque d'investissement réputée lorsqu'une entreprise procède à une IPO (Jain & Kini, 1999: 1293). Carter et al. (1998) ont, par exemple, observé que les entreprises introduites par le biais de banques réputées feraient l'objet, au cours des trois premières années, de performances boursières et opérationnelles plus significatives que les entreprises associées aux banques disposant d'une réputation de moindre importance. Pour notre part, nous explorons l'impact occasionné par les banques sur le succès des introductions boursières au travers de leur effet

sur le prix des titres échangés le jour des introductions en bourse. Selon Carter et al. (1998), leur propre système d'évaluation de la réputation Carter-Manaster (CM) est laborieux à utiliser, mais fournit la meilleure corrélation entre le retour initial d'une IPO et la réputation de la banque introductrice. Meilleure est la réputation de l'introducteur, plus faible est la période de sous-évaluation du prix. Parmi les trois systèmes d'évaluation de la réputation, la mesure de Carter-Manaster (1990) explique le mieux les variations du retour initial (Carter et al., 1998 : 285-286). Chacune des mesures de réputation examinée montre tout de même un lien significatif entre cette réputation et le retour initial sur investissement (Carter et al., 1998 : 302).

Jain et Kini (1999) ont par contre mis en avant un lien entre la réputation d'une banque introductrice, c'est-à-dire son niveau dans la feuille de présentation de l'IPO (Jain et Kini, 1999 : 1293), et leur performance de long terme. Selon eux, plus la réputation de la banque d'investissement est élevée, plus la probabilité de survie de l'entreprise introduite est élevée. Ce résultat est cohérent avec l'auto-sélection des banques les plus réputées des meilleures firmes en vue de les rendre publiques. C'est également cohérent avec le suivi par les banques des entreprises introduites après l'introduction en vue d'améliorer leur probabilité de survie. En plus, les banques d'investissement les plus réputées sont mieux équipées pour faciliter la vente de participation dans des entreprises sous forme d'IPO si le besoin s'en fait sentir (Jain et Kini, 1999: 1305).

Nombre d'auteurs ont mis en évidence l'effet des banquiers introducteurs sur le déroulement d'une IPO compte tenu, notamment, du choix de la période d'introduction, de leur capacité de surveillance des protocoles managériaux et de leur politique de soutien des cours (Sentis, 2005 ; Jain et Kini, 1999 ; Ritter, 1998).

Nous proposons, en complément de ces approches de la contingence, de l'agence et de la dépendance, une approche à caractère socio-institutionnelle afin d'expliquer l'évolution du cours en bourse le premier jour d'une introduction. Notre étude se concentre sur l'effet du statut des banques introductrices sur la légitimité des entreprises concernées par les IPO. Le statut, fruit d'une reconnaissance, se traduit en effet par la position hiérarchique d'une firme

au sein d'un champ organisationnel de référence et s'accompagne de privilèges eux-mêmes générateurs de légitimité. Les performances les plus significatives ont en effet hissé quelques banques au sommet des établissements les plus performants au monde et leur ont en outre permis de bâtir un vaste réseau d'anciens dirigeants au sein des structures de gouvernance économique et politique internationales. Nous estimons que cette position constitue un atout en matière de performance économique et, ce, indépendamment des éventuelles turbulences en matière de réputation. Nous suggérons à ce titre qu'une banque introductrice bénéficiant d'un statut significatif a un effet positif sur la valorisation des titres qu'elle introduit lors du premier jour de l'IPO.

4. La présentation des résultats observés sur le terrain

Goldman Sachs est un des deux plus importants introducteurs en bourse de ce début de XXIème siècle. Même si le nombre d'introductions en bourse de Morgan Stanley est relativement similaire à celui de Goldman Sachs ces cinq dernières années, soit respectivement 104 et 93 introductions entre fin juin 2005 et fin 2011, la banque d'investissement Goldman Sachs apparaît toujours comme l'introducteur le plus emblématique du marché des IPO aux Etats-Unis.

4.1. Les introductions boursières de Goldman Sachs de 2005 à 2011

La population totale des introductions en bourse réalisées aux Etats-Unis de la fin juin 2005 à la fin décembre 2011 comprend 705 entreprises nouvellement cotées en bourse. Goldman Sachs est l'institution introductrice dont le lien avec l'évolution positive du cours boursier le jour de l'introduction est le plus corrélé.

Tableau 1 : Statistiques descriptives des IPO américaines de 2005 à 2011

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------------------|-----|----------|----------|-----------|----------------|
| Overpricing | 705 | -29,550% | 353,850% | 12,09872% | 25,369809% |
| Année d'introduction | 705 | 2005 | 2011 | 2008,13 | 2,062 |
| Goldman Sachs | 705 | ,00 | 1,00 | ,1319 | ,33864 |

Les problèmes d'endogénéité de la légitimité de la banque et de colinéarité entre nos variables occupent une bonne part de notre attention. Nous vérifions également la pertinence et le pouvoir explicatif de variables de contrôle, telle que l'année de l'introduction.

Tableau 2 : Indicateurs de corrélation entre les variables étudiées

| | | Overpricing | Annee Intro- duction | Goldman Sachs |
|-------------------|---------------------|-------------|-------------------------|------------------|
| Overpricing | Pearson Correlation | 1 | -,061 | ,149(**) |
| | Sig. (2-tailed) | . | ,105 | ,000 |
| | Kendall's tau_b | 1 | -,070(*) | ,087(**) |
| | Sig. (2-tailed) | . | ,010 | ,005 |
| | Spearman's rho | 1 | -,101(**) | ,107(**) |
| | Sig. (2-tailed) | . | ,007 | ,005 |
| | N | 705 | 705 | 705 |
| AnneeIntroduction | Pearson Correlation | -,061 | 1 | -,011 |
| | Sig. (2-tailed) | ,105 | | ,765 |
| | Kendall's tau_b | -,070(*) | 1 | -,009 |
| | Sig. (2-tailed) | ,010 | . | ,795 |
| | Spearman's rho | -,101(**) | 1 | -,010 |
| | Sig. (2-tailed) | ,007 | . | ,795 |
| | N | 705 | 705 | 705 |
| Goldman Sachs | Pearson Correlation | ,149(**) | -,011 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | ,000 | ,765 | |
| | Kendall's tau_b | ,087(**) | -,009 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | ,005 | ,795 | . |
| | Spearman's rho | ,107(**) | -,010 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | ,005 | ,795 | . |
| | N | 705 | 705 | 705 |

Nous nous représentons en premier lieu les éventuels problèmes de colinéarité à l'aide de l'évaluation de tous les coefficients de Kendall et de Spearman pour chacune de nos variables. Ces coefficients de concordance peuvent être utilisés pour caractériser le lien entre données observées quelle que soit la forme de leur distribution. Nos variables dépendante, l'overpricing, indépendante, la présence de la banque introductrice, et de contrôle, l'année d'introduction, sont des données observées lors d'un événement unique. Cela nous permet de

considérer la présence de l'introducteur en bourse comme la variable explicative principale de nos modèles de l'évolution du prix le jour d'une introduction en bourse.

4.2. La baisse de réputation de Goldman Sachs

Une série d'évènements à caractère médiatique et juridique ont mis en évidence un certain nombre d'éléments susceptibles d'expliquer la crise de réputation que Goldman Sachs subit depuis 2009. Cette crise a notamment été mise en évidence via le quotient de réputation développé par Charles Fombrun et Cees Van Riel en 1997 et édité par Harris Interactive. Goldman Sachs figure en effet entre le 56ème et le 59ème rang (sur 60) avec un RQ score oscillant entre 53,9 et 47,7 points pour la période allant de 2009 à 2012. Un RQ Score entre 50 et 54 dénote une réputation « très pauvre » et « critique » lorsqu'il passe en dessous des 50 points. La brève description ci-dessous met en évidence le contexte médiatique et juridique relatif à la banque d'affaires depuis 2009.

En juillet 2009, le magazine Rolling Stone a accusé Goldman Sachs d'avoir provoqué la plupart des « manipulations de marché » qui se sont déroulées au cours des quatre-vingts dernières années. Il a ainsi comparé la banque d'affaires à « une pieuvre géante, accrochée au visage de l'humanité ». Au mois de février 2010, le New York Times affirme que Goldman Sachs porte une responsabilité directe dans l'aggravation de la crise de la dette publique grecque. La banque aurait, en effet, aidé le gouvernement grec à camoufler sa dette grâce à des outils financiers qui lui auraient permis de dissimuler ses transactions tout en renflouant ses comptes avec l'aide d'autres banques américaines. La banque d'affaires a ensuite été accusée de parier contre la dette grecque en connaissance des défaillances structurelles de ses finances.

Le 16 avril 2010 la Securities and Exchange Commission (SEC), l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers, a poursuivi Goldman Sachs pour fraude dans le cadre des évènements qui ont entouré la crise des crédits hypothécaires à risques (subprimes). La SEC a plus particulièrement accusé la banque d'affaires d'avoir trompé les investisseurs en dissimulant des informations essentielles concernant les produits qu'elle commercialisait. The Economist a parlé d'un « nuage volcanique sur Wall Street » pour décrire cette affaire qui aurait coûté plus d'un milliard de dollars (soit 741 millions

d'euros) aux investisseurs. Goldman Sachs a toutefois décidé de verser 550 millions de dollars le 15 juillet 2010 pour mettre un terme à la poursuite.

Le Département de la justice des Etats-Unis, en mai 2010, a ouvert une enquête pénale contre Goldman Sachs au sujet de la vente de titres adossés à des crédits hypothécaires à risque. Le 2 septembre 2011, le gouvernement des États-Unis a entamé des poursuites judiciaires à l'encontre de Goldman Sachs à propos de ces mêmes produits financiers. Le 26 octobre 2011, Rajat Gupta, ex-administrateur de la banque Goldman Sachs, a été arrêté et incarcéré par le Federal Bureau of Investigation (FBI) en raison d'un délit d'initiés dans l'affaire du fonds d'investissement américain Galleon. Le 15 février 2012, le Financial Times révèle que Henry King, analyste chez Goldman Sachs, faisait l'objet d'une enquête du bureau du procureur de New York pour délit d'initiés. Le 14 mars 2012, un cadre londonien de Goldman Sachs dénonce, dans les colonnes du New York Times, une culture d'entreprise qui met « l'intérêt du client au second plan ». Le 12 avril 2012, la SEC a annoncé que Goldman Sachs allait devoir acquitter une amende de 22 millions de dollars en raison d'une séparation jugée insuffisante entre ses analystes, ses traders et ses clients.

L'ensemble de ces éléments ont probablement contribué à installer la banque parmi les 11 entreprises américaines ayant la pire réputation au sein du classement édité par le Huffington post (en 2011 et 2012), des firmes les plus haïes au sein du classement édité par MSN Money (en 2011 et 2012), ou encore dans le classement Harris Interactive des entreprises les moins respectées au monde (en 2011 et 2012).

5. La discussion sur la source de la légitimité apportée par l'introducteur à l'entreprise introduite

Une introduction en bourse est une période critique au cours de laquelle les informations émises sur le marché tendent à faciliter ou, au contraire, à compliquer l'obtention de fonds auprès des investisseurs qui aspirent à une évolution positive du prix ainsi qu'à une liquidité de l'actif favorable à un échange fructueux sur le marché secondaire (Stuart et al., 1999). Le niveau du prix reflète, à ce titre, la légitimité que ces derniers accordent à l'entreprise le premier jour de son introduction en bourse.

Une IPO impose aux entreprises candidates de s'entourer de plusieurs intermédiaires. Il s'agit en règle générale de juristes, d'auditeurs, d'agences de marketing, de banques et d'intermédiaires dits introducteurs (Sentis, 2005). L'intermédiaire introducteur est indispensable dès lors que l'entreprise recourt à la procédure dite du livre d'ordres pour assurer le placement de ses titres. Il existe plus distinctement deux types de sociétés introductrices selon que ces dernières disposent, ou non, du statut de prestataire de services d'investissement. Ces prestataires, généralement de grandes banques, sont autorisés à mener des introductions sur les marchés financiers alors que les juristes, conseillers, auditeurs, agences de communication se concentrent sur l'ensemble des phases de conseil qui précèdent le placement. Ces autres intermédiaires qui ne disposent pas du statut de prestataire de services d'investissement ne sont pas autorisés à intervenir sur le marché des IPO, ni même à réaliser de placements, et sont, à ce titre, appuyés par un ou plusieurs prestataires disposant du statut. Il convient de noter que le poids des banquiers introducteurs tend à s'intensifier à mesure que la procédure du livre d'ordres se généralise à l'ensemble des places boursières mondiales car elle impose le recours à un intermédiaire introducteur pour le placement des titres (Biais et Faugeron, 2002 ; Sentis, 2005). La phase de montage de l'IPO intervient lorsque le projet d'introduction est jugé suffisamment intéressant et que l'entreprise a choisi les banquiers qui assureront l'introduction de ses titres sur le marché. Le statut de la banque chef de file, qu'elle soit agréée ou non, joue un rôle dans la valorisation et dans le volume des échanges le jour de l'IPO.

5.1. Le maintien du statut d'introducteur boursier de référence de Goldman Sachs

Notre instrumentation du statut de la banque nous amène à construire une mesure qui combine des critères quantitatifs sur la place de Goldman Sachs dans le secteur des banques introductrices et une accumulation de classements, de distinctions et d'événements représentant chacun des indices de son niveau hiérarchique au sein de son champ organisationnel.

Notre étude se concentre sur la firme Goldman Sachs dont la réputation, comme nous l'avons vu, a été affectée par des condamnations judiciaires depuis le début de la crise des subprimes, mais qui continue néanmoins de bénéficier de résultats financiers significatifs. Goldman Sachs bénéficie d'un statut incontournable dans le domaine des investissements compte tenu,

notamment, de son ancienneté, de son poids financier, de ses performances passées, et de l'implantation de ses anciens dirigeants au sein de l'infrastructure économique et politique mondiale. Le président de la FED (Ben Bernanke), de la Bank of England (Mark Carney), de la Banque Centrale Européenne (Mario Draghi), de la Banque Mondiale (Robert Zoellik), le président du Conseil italien (Mario Monti), le premier ministre grec (Lucas Papadémos), le secrétaire d'Etat au Trésor de Bill Clinton (Robert Rubin) et de Georges W. Bush (Henry Paulson), pour ne citer qu'eux, sont par exemple d'anciens cadres de Goldman Sachs. Goldman Sachs a été fondée en 1869 et constitue, à ce titre, l'une des plus anciennes banques d'affaires new yorkaise. La banque d'affaires figure, en outre, régulièrement au sommet des classements des banques les plus performantes dans le domaine, notamment, des placements boursiers. Goldman Sachs compte plus particulièrement parmi les plus grandes banques d'investissement au monde dans le classement édité par le Financial Times en 2011 et 2012 et un autre classement sur le même thème édité par le Wall Street Journal en 2011 et 2012. Bloomberg classe en outre chaque année Goldman Sachs parmi les banques d'affaires les plus rentables au monde de 2008 à 2012. La banque trône enfin chaque année parmi les 5 banques d'affaires les plus sélectives au monde édité par Vault de 2007 à 2012. L'échantillon de notre étude (liste des IPO américaine de 2008 à 2011) met en outre en évidence que Goldman Sachs est la banque la plus souvent sélectionnée par d'autres banques et d'autres entreprises pour être introduite en bourse.

5.2. L'effet du médiateur de légitimité sur les IPO

L'augmentation moyenne du prix de l'action le premier jour par rapport au prix d'introduction est de 12,12% pour l'ensemble des IPO effectuées aux Etats-Unis sur la période étudiée. Or, l'introducteur Goldman Sachs obtient la meilleure performance du secteur. L'overpricing de ses introductions s'élève en moyenne à 21,79% (sur 93 introductions). Ce niveau est significativement supérieur à l'ensemble du secteur. Nous pouvons également illustrer notre propos par la banque introductrice dont la performance suit celle de Goldman Sachs. Il s'agit de Cowen, dont la performance de ses huit introductions sur la période est de 21,29%. Enfin, Wells Fargo finit en queue de peloton avec une performance moyenne de -2,33 % pour les quatre entreprises introduites le jour même de leur IPO.

Les performances de Goldman Sachs significativement supérieures à celle de la moyenne du secteur montrent l'importance du rôle d'intermédiaire de l'introducteur principal. Les caractéristiques sont généralement mieux connues des investisseurs que les entreprises introduites (Higgins et Gulati, 2003).

La notation d'une entreprise le jour de son introduction représente la légitimité qu'elle a aux yeux des investisseurs ce jour-là (Pollock et Rindova, 2003). Une part de cette légitimité peut être déduite par la connaissance que les investisseurs ont de la banque introductrice. La réputation de la banque introductrice peut être défaillante, mais cela n'empêche pas les introductions d'être systématiquement des réussites contrairement à ce que suggère la théorie de Carter et Manaster (1990).

D'autres caractéristiques de la banque introductrice peuvent être un atout pour l'entreprise en cours d'introduction. Ces caractéristiques s'avèrent socialement reconnues et associées à une connaissance positive de l'introducteur. Nous montrons dans notre recherche que cette association positive reconnue socialement correspond à la définition donnée au statut. Suite à notre réfutation du rôle de la réputation de la banque introductrice sur les IPO, nous suggérons que la banque introductrice est considérée comme médiatrice de légitimité grâce au statut qui lui est accordé auprès des investisseurs.

Conclusion

Notre étude présente le processus d'introduction en bourse à l'aune d'une relation articulée principalement entre la banque d'affaires et l'entreprise introduite. L'analyse est plus précisément axée sur la relation de médiation de la banque d'affaires vers l'entreprise (Feldman et March, 1981 ; Higgins et Gulati, 2003 : 259). Or, le sens de la relation est susceptible de varier en fonction de la nature du partenariat (Higgins et Gulati, 2003 : 259). Il conviendrait à ce titre d'évaluer l'effet de la médiation de légitimité de l'entreprise vers la banque d'affaires sur la valorisation des titres.

Nous avons abordé les concepts de prestige (écarté), de réputation, de statut et de légitimité. Ces concepts ne sont pas les seules évaluations sociales au sein de la littérature en sciences de

gestion qui aurait pu être mobilisées dans le cadre de cette étude. Les concepts notamment d'accréditation, de certification, de crédibilité et de responsabilité, ou encore les éléments relatifs à l'exemplarité et la célébrité, pourraient eux aussi nous aider à améliorer notre compréhension des mécanismes de valorisation des titres introduits en bourse.

Cependant, l'objectif de cet article était seulement de poser le cadre d'une nouvelle problématique pour mieux comprendre le rôle des banques d'affaires en qualité de médiateur de légitimité sur le terrain particulier des introductions en bourse (Deephouse et Suchman, 2008 : 69-70). Notre étude exploratoire a notamment permis de mettre en évidence un effet du statut des banques d'affaires sur la valorisation des titres introduits sur le marché américain entre 2005 et 2011. Il s'agit à ce titre d'une remise en cause des travaux plaçant la réputation au centre du mécanisme de médiation de légitimité des banques d'affaires. Le cas de Goldman Sachs est, à cet égard, particulièrement instructif. Une des banques d'affaires les plus puissantes au monde qui pâtit en même temps d'un brutal déficit de réputation aurait normalement dû faire l'objet d'un décrochage en matière de valorisation des titres qu'elle introduit sur le marché (Carter et Manaster, 1990).

De notre point de vue, le fait que la réputation d'une banque d'affaires ne constitue plus nécessairement un facteur de valorisation d'un titre introduit n'est pas mineur. Le statut apparaît en effet capable de soutenir la légitimité d'une banque lorsque sa réputation est défaillante. Il agit, ce faisant, en qualité de relais et pourrait, par conséquent, devenir une garantie en matière de valorisation des titres introduits en bourse. Nombre de firmes sujettes à un risque en termes de réputation pourraient sécuriser leur position en engageant une gestion stratégique du statut au même titre qu'elles le font déjà probablement pour leur réputation. Le fait que le statut d'une firme, autrement dit, sa position au sein des infrastructures qui gouvernent l'évolution du marché, prenne une place de plus en plus importante dans la valorisation d'un titre témoigne, en outre, probablement d'un changement de paradigme en termes de gestion et de hiérarchisation des relations qu'une entreprise se doit d'entretenir avec ses parties prenantes.

Références

- Beatty R. et J. Ritter (1986), Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, 15.
- Benjamin B. A. et Podolny J. M. (1999): Status, Quality and Social Order in the California Wine Industry, *Administrative Science Quarterly*, 44.
- Biais, B. and A.M. Faugeron-Crouzet (2002), IPO Auctions: English, Dutch,... French and Internet, *Journal of Financial Intermediation*, 11.
- Campbell, D. T. (1975), 'Degrees of Freedom' and the Case Study, *Comparative Political Studies*, 8 (2) : 178-193.
- Carter, R. et Dark F. (1992), An empirical examination of investment banking reputation measures, *The Financial Review*, 27 : 355–374.
- Carter R. B., Frederick H. Dark H. F. et Singh, A. K. (1998), *Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks*, *Journal of Finance*, 53 : 295-311.
- Carter R.B. et Manaster S. (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, 1045-1068.
- Fombrun, C. J. et van Riel, C. B. M. (2004), *Fame and Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputation*, Pearson Education, New Jersey
- Chemmanur T. et Fulghieri P. (1994), Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt, *Review of Financial Studies*, 1 : 475-506.
- Cliff M.T. et Denis D.J. (2004), Do initial public offering firms purchase analyst coverage with underpricing ? *Journal of Finance*, 59 : 2871–2901.

Cohen, B. D. et Dean T. J. (2005), Information asymmetry and investor valuation of IPOs Top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic Management Journal*, 26 : 683–690.

Corwin S. A. et Schultz P. (2005), The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition, *Journal of Finance*, 60 (1) : 443-486.

Deephouse, D. L. et Carter, S. M. (2005), An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation, *Journal of Management Studies*, 42: 329–360.

Deephouse D. et Suchman M. (2008), Legitimacy in organizational institutionalism, in Greenwood, R., Oliver, C., Sahlin, K., Suddaby, R. *Handbook of Organizational Institutionalism*, Thousand Oaks : Sage Publishing .

Dumez H. et Jeunemaitre A. (1995), A la poursuite du crime indéfini : La SEC et le délit d'initié, *Chroniques économiques SEDEIS*, 3 : 35.

Edelman, L. B. et Suchman M. (1997), The Legal Environments of Organizations, *Annual Review of Sociology*, 23.

Eckstein H. (1975), Case studies and theory in political science, in Greenstein F. I. et Polsby N. W. (Eds.), *Handbook of political science, Political science : Scope and theory*, 7 : 94-137, Reading, MA: Addison-Wesley.

Feldman M. S. et March J. G. (1981), Information in organizations as signal and symbol, *Administrative Science Quarterly*, 26.

Ferguson T. D., Deephouse D. L. et Ferguson W. L. (2000), Do Groups Differ in Reputation, *Strategic Management Journal*, 21 (12).

Fombrun C. J. (1996), *Reputation: Realizing value from the corporate image*, Boston, MA : *Harvard Business School Press*.

Hatchuel A. (1988), *Les savoirs de l'intervention*, *Communication au colloque : Les métiers de l'intervention*, Cerisy, Juin : 35.

Higgins M.C. et Gulati R., 2003. Getting off to a good start: the effects of upper echelon affiliations on underwriter prestige. *Organization Science*, 14 : 244–263.

Jain, B. et Kini O. (1999), *The Life Cycle of IPO Firms*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 : 1281-1307.

Katz E. et Lazarsfeld P. (1955), *Personal influence*, Glencoe : Free Press :

Keith S. Z. et Keith P. (1990), *Proceedings of the National Conference on Women in Mathematics and the Sciences*, St. Cloud, MN: St. Cloud University, 1990.

Koenig G. (2005), *Etudes de cas et evaluation de programmes : une perspective campbellienne*, Angers : XIVème Conférence AIMS.

Meyer J. W. et Rowan B. (1977), *Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony*, *American Journal of Sociology* : 340 – 363.

Michaely R. et Womack K. (1999), *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*, *The Review of Financial Studies Special*, 12 (4) : 653-686.

Oliver C. (1991), *Strategic responses to institutional processes*, *Academy of Management Review*, 16 (1) : 150.

Passeron J.-C. (1991), *Le raisonnement sociologique – L'espace non poppérien du raisonnement naturel*, Paris : Nathan.

Pichard-Stamford J.P. (2000), Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs, *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (4) : 143-178.

Pollock, T. G. et Rindova, V. P. (2003), Media legitimation effects in the market for initial public offerings, *Academy of Management Journal*, 46 (5).

Rindova V. P., Williamson I. O., Petkova A. P. et Sever J. M. (2005), Being good or being known : An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation, *Academy of Management Journal*, 48 : 1033–1049

Ritter J. R. (1998), Initial public offerings, *Contemporary Finance Digest*.

Sentis P. (2005), Introduction en bourse: quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue Française de Gestion*, 158 (31).

Farmer S. M., Fedor D. B., Goodman J. S. et Maslyn J. M. (1993), Factors Affecting: the Use of Upward Influence Strategies', *Academy of Management Proceedings* 1, 64-68.

Stuart, T. E., Hoang, H. et Hybels, R. C. (1999), Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures, *Administrative Science Quarterly*, 44.

Suchman M. C. (1995), Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches, *Academy of Management Review*, 20 : 574-597.

Washington Met Zajac E.J. (2005), Status evolution and competition: Theory and evidence. *The Academy of Management Journal*, 48(2) : 282-296.

Weber M. (1946), Science as a Vocation, in Gerth H.H. et Mills, C.W. (eds) *From Max Weber: Essays in Sociology*, New York : Oxford University Press, 129-156.

Zuckerman E. W. (1999), The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount, *American Journal of Sociology*, 104 (5) : 1398-1438.