



Munich Personal RePEc Archive

The operating performance of French IPO firms

Serve Stephanie

THEMA Université de Cergy-Pontoise

June 2004

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4304/>
MPRA Paper No. 4304, posted 31 July 2007

**L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises :
Le cas du Nouveau Marché français
Stéphanie Serve***

*Version préliminaire
Juin 2004*

Résumé

Cet article étudie l'évolution des performances économiques de 115 entreprises introduites en bourse au Nouveau Marché français sur la période 1996-2000. Les résultats mettent en évidence un déclin significatif des performances économiques sur la période post-introduction. Il va de pair avec une croissance soutenue du chiffre d'affaires mais une réduction des dépenses d'investissement. Par ailleurs, les entreprises où le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant est le plus élevé enregistrent le plus fort déclin de performance.

Mots clés : introductions en bourse, performances économiques, structure de propriété

Abstract

This article investigates the change in operating performance of 115 firms that go public on the French New Market over the period 1996-2000. A significant decline in operating performance subsequent to the Initial Public Offering (IPO) is found. Companies appears to sustain sales growth but not capital expenditure after the IPO. Additionally, there is a significant negative relation between post-IPO change in operating performance and equity retention by the original ownership.

Keywords : French initial public offerings, operating performance, ownership structure

Classification JEL : G15, G31, G32

* THEMA, Université de Cergy-Pontoise – 33 boulevard du Port – 95011 CERGY-PONTOISE
CEDEX. E-Mail : stephanie.serve@eco.u-cergy.fr

Introduction

Sur le marché français, les études empiriques sur les introductions en bourse s'intéressent majoritairement aux performances boursières à court terme (mesure et explication du phénomène de sous-évaluation du prix d'offreⁱ) dans la lignée de l'étude de Loughran et Ritter (1995) et à long terme dans la lignée de l'article de Ritter (1991)ⁱⁱ. En revanche, l'étude des performances économiques - ou opérationnelles - des sociétés introduites en bourse demeure un sujet peu exploré tant sur le marché américain que sur le marché européen. Les performances économiques des sociétés cotées sont pourtant à l'origine d'un paradoxe : dans le prospectus accompagnant l'introduction en bourse, la raison récurrente évoquée par les entreprises pour la levée de fonds est le financement de la croissance interne ou externe. Or, sur le marché américain, des travaux réalisés par Jain et Kini (1994) et par Mikkelson, Partch et Shah (1997) mettent en évidence un déclin des performances économiques des sociétés introduites sur la période post-introduction. Ce déclin serait indépendant d'un effet sectoriel. Ce phénomène est également observé sur le marché asiatique (Cai et Wei, 1997 ; Kim et al., 2002 ; Kutsuna et al., 2002) ainsi que sur le marché européen (Pagano, 1998 ; Sentis, 2001).

Cette évolution observée des performances économiques est classiquement attribuée à des conflits d'agence, à un effet *timing* voire à une gestion du résultat avant l'introduction en bourse. Autrement dit, le désengagement éventuel des actionnaires dirigeants lors de l'introduction pourrait les inciter à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. Les dirigeants pourraient choisir d'introduire l'entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées et donc non récurrentes. Enfin, ils pourraient être enclins à surestimer les résultats de leur entreprise avant l'introduction

Cet article a pour objectif de proposer une mesure de la variation des performances économiques des sociétés introduites en bourse puis il tente d'expliquer cette variation. Les sociétés introduites sur le Nouveau Marché entre 1996 et 2000 constituent un terrain d'observation privilégié à plusieurs titres. En premier lieu, la période retenue est marquée par un rythme soutenu des introductions en Bourse. En second lieu, les sociétés introduites sur le Nouveau Marché sont souvent jeunes et risquées : un certain nombre d'entre elles connaissent aujourd'hui des difficultés financières, voire des mises en redressement judiciaire ou des liquidations. Enfin, elles sont caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat dirigeant : elles sont, de ce fait, très dépendantes du comportement de leurs hommes clés.

Cette étude présente de multiples intérêts pratiques pour les entreprises, les investisseurs et le régulateur. Elle permet de prendre du recul sur les performances économiques d'un échantillon d'entreprises introduites au Nouveau Marché sur une période où le cycle d'introduction en bourse est très soutenu (1998-2000). Actuellement, ce compartiment de marché est marqué par une réelle atonie. Dans ce contexte, l'étude peut ainsi aider à la recherche en amont de « bons » candidats à l'introduction en Bourse. Ce sujet est également au cœur de l'actualité pour le régulateur avec la création le 23 juillet 2003 d'un compartiment spécial au sein du Nouveau Marché destiné à accueillir de façon temporaire les entreprises en difficulté.

Sur notre échantillon de 115 entreprises introduites sur le Nouveau Marché entre 1996 et 2000, nous mettons en évidence, en premier lieu, un déclin des performances économiques sur la phase post-introduction : ce déclin est compris entre -6.70% et -10.71% sur la période précédant d'un an l'introduction en bourse et postérieure de trois ans. Cette détérioration est

maintenue lorsque la mesure de performance économique est ajustée d'un effet sectoriel en dépit d'un fort taux de croissance des ventes. Ces résultats concordent avec les études antérieures réalisées sur les marchés américains, européens ou asiatiques.

En second lieu, nous effectuons un lien entre le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant et le déclin des performances économiques : contrairement aux études antérieures, notamment celle de Jain et Kini (1994), le déclin des performances économiques est plus prononcé lorsque les dirigeants conservent une part élevée du capital après l'introduction en bourse. Ce résultat est contraire aux prédictions issues de l'hypothèse d'agence. En revanche, plusieurs résultats concourent à retenir l'hypothèse alternative du *timing*. Les dirigeants introduisent leur entreprise en bourse lors d'un pic des performances économiques : en effet, la détérioration des performances économiques est particulièrement marquée sur la période (n-1, n). Elle est significativement supérieure à celle d'entreprises non cotées de même taille et de même secteur d'activité. Le biais du retour sur investissement ne suffit pas à expliquer la poursuite du déclin sur les années suivantes. Par ailleurs, l'examen des autres variables économiques montre une croissance soutenue du chiffre d'affaires de l'entreprise, conjuguée à un désendettement financier et à une baisse des dépenses d'investissement sur la période post-introduction. Nous rejoignons les conclusions de Mikkelson et al.(1997), de Cai et Wei (1997) et de Pagano et al.(1998) quant au choix d'une fenêtre d'opportunité pour l'introduction en bourse. Nos résultats vont également dans le sens des conclusions de Pagano et al.(1998) : l'utilisation des fonds levés lors de l'introduction en bourse servirait à assainir la structure financière au détriment du maintien des dépenses d'investissement sur la phase post-introduction.

L'article est organisé de la manière suivante. La section 1 présente le cadre institutionnel et les hypothèses testées. La section 2 décrit les données et la méthodologie utilisées dans l'étude. L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises est mis en évidence dans la section 3. La section 4 teste des hypothèses explicatives au déclin des performances économiques. La section 5 conclut.

1- Cadre institutionnel et hypothèses testées

1-1- Les explications théoriques au déclin des performances économiques des entreprises introduites en bourse

Le lien entre performance économique et structure de propriété de l'entreprise

L'introduction en bourse change profondément la structure de propriété et de financement des entreprises. Selon Leland et Pyle (1977), la part de détention du propriétaire dirigeant signale la présence de projets d'investissements rentables (hypothèse du signal). La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) conclut à une augmentation des coûts d'agence lors de l'introduction en bourse : la réduction du pourcentage détenu par les dirigeants conduirait à un conflit d'intérêt croissant entre l'actionnariat dirigeant initial et les nouveaux actionnaires. Inversement, plus la part détenue par les dirigeants est faible, plus l'incitation à entreprendre des projets non rentables est réduite.

Cette hypothèse est une explication possible au déclin des performances économiques des sociétés introduites en bourse : plus le taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant est élevé, plus la détérioration des performances économiques des entreprises introduites sera importante. Inversement, plus le taux de rétention est élevé et moins le déclin sera prononcé.

Le lien entre la performance et la structure de propriété de l'entreprise a donné lieu à une conception alternative à la théorie de l'agence : Demsetz (1983) ainsi que Fama et Jensen (1983) mettent en avant les coûts liés à un fort taux de détention des dirigeants. Ces derniers peuvent être conduits à entreprendre des projets non rentables pour l'entreprise : en effet, à un certain niveau de détention, le gain issu de l'extraction des bénéfices privés est supérieur à la réduction de valeur générée par le projet. Ainsi, plusieurs travaux empiriques ont mis en évidence une relation non linéaire entre la structure de propriété et la performance. Morck et al. (1988) vérifient l'hypothèse d'agence sur des entreprises où le taux de détention est compris entre 0 et 5% ou supérieur à 25%. En revanche, pour des niveaux intermédiaires de détention (5-25%), l'hypothèse alternative est vérifiéeⁱⁱⁱ. Cette relation non linéaire est vérifiée par Séverin (2001) sur le marché français. Elle peut apporter un éclairage différent au déclin des performances économiques des sociétés introduites en bourse^{iv}.

Une autre explication résulte de l'asymétrie d'information forte qui caractérise l'environnement informationnel d'une introduction en bourse : l'hypothèse de planification de la période d'introduction dans une fenêtre d'opportunité ou effet *timing*.

Le lien entre performance économique et choix d'une fenêtre d'opportunité pour l'introduction en bourse (timing)

L'hypothèse du *timing* ou du choix d'une fenêtre d'opportunité (*windows of opportunity*) a été proposée comme explication de la dégradation des performances boursières à long terme des entreprises émettrices d'actions : Loughran et Ritter (1995) montrent que les dirigeants choisissent d'émettre des actions après une hausse des cours. En raison de l'asymétrie d'information, les investisseurs ne peuvent apprécier la vraie valeur de la firme lors de l'émission. Cette hypothèse a été formalisée et testée par Rajan et Servaes (1997) dans le contexte de l'introduction en bourse. Elle apporte un éclairage significatif à l'existence d'un phénomène de regroupements des introductions en bourse (*clustering*) dans le temps et par type d'industrie tel que mis en évidence par Ibbotson et Jaffe dès 1975. Ce phénomène se produit lorsque les investisseurs évaluent les entreprises à des niveaux élevés, c'est-à-dire en période de *hot market* (sous-évaluation importante)^v. Cette explication au phénomène de *timing* sous tend un acte opportuniste des dirigeants propriétaires (Sentis, 2004) : conscients de la forte évaluation de l'entreprise par le marché, ils profiteraient de cette situation temporaire pour l'introduire en bourse.

Cette hypothèse permet également d'expliquer l'évolution des performances économiques. Loughran et Ritter (1997) montrent que certaines firmes émettrices induiraient en erreur les investisseurs : ces derniers se baseraient sur les bonnes performances économiques sans prendre en compte un possible effet *timing*. Degeorge et Zeckhauser (1993) font ce même constat pour des entreprises soumises à un *reverse LBO*. Cette explication peut s'appliquer au contexte de l'introduction en bourse : les dirigeants feraient coïncider l'introduction avec une période où les performances économiques sont anormalement élevées et ne seront pas maintenues dans le futur. Shultz et Zaman (2001) proposent une explication complémentaire à l'hypothèse de *timing*, indépendante d'un comportement opportuniste : les entreprises pourraient choisir de s'introduire pour profiter d'un avantage de « pionnier » (*first mover*) consistant à prendre des parts de marché dans un secteur à forte économie d'échelle. Ils vérifient cette hypothèse sur un échantillon de 420 introductions en bourse d'entreprises du secteur internet sur 1996-2000. Les conséquences directes sur les performances économiques ne sont pas étudiées mais les auteurs constatent un renforcement des parts de marché conjugué à une augmentation des dépenses d'investissement (liées à une augmentation des

rachats d'autres entreprises). Sur le marché américain, Mikkelson et al (1997) soulignent les deux motivations principales de l'introduction en bourse précisées dans les prospectus. La première raison est le financement de la croissance : les entreprises qui ont de bonnes performances économiques sont plus enclines à investir. En conséquence, l'augmentation induite des actifs conduit à la détérioration de la rentabilité économique l'année suivant l'introduction : c'est le biais du retour sur investissement. La deuxième raison est de faciliter la vente d'actions des actionnaires anciens. Dans ce contexte, une proportion élevée de titres secondaires pourrait venir renforcer l'hypothèse du *timing* : cette hypothèse est vérifiée empiriquement par les auteurs. Enfin, l'étude de Pagano et al.(1998) menée sur le marché italien valide cette hypothèse de *timing* : les entreprises qui affichent de fortes perspectives de croissance enregistrent après l'introduction en bourse un déclin des performances économiques et des dépenses d'investissement.

1-2- La mesure et l'évolution des performances économiques : les travaux empiriques

Plusieurs travaux récents s'intéressent à l'évolution des performances économiques des sociétés introduites en bourse : le déclin de ces performances après l'introduction en bourse y est clairement mis en évidence, tant sur le marché américain que sur les marchés asiatique et européen. En revanche, les explications apportées à ce phénomène sont plus contrastées. Les principaux résultats de ces études sont synthétisés dans le tableau 1.

Les travaux de Jain et Kini (1994) et de Mikkelson et al.(1997) portent sur le marché américain.

L'étude de *Jain et Kini (1994)* est menée sur un échantillon de 682 sociétés introduites en bourse sur la période 1976-1988. Un échantillon de contrôle est composé de sociétés appartenant au même secteur d'activité. Les auteurs mettent en évidence que les sociétés introduites surperforment les sociétés de l'échantillon de contrôle l'année précédant l'introduction. Mais ces bonnes performances ne sont pas maintenues sur les trois années suivant l'introduction en dépit de taux de croissance des ventes et de dépenses d'investissement supérieures à celles de l'échantillon de contrôle.

Le lien entre les variations de performances économiques et le taux de rétention des « *original entrepreneurs* » (dirigeants et sociétés de capital-risque) après l'introduction est significatif : le sous-échantillon des sociétés à fort taux de rétention affiche un moindre déclin des performances économiques. Ces sociétés enregistrent également le plus fort taux de croissance des ventes ; en revanche, la différence n'est pas significative pour les dépenses d'investissement. Les auteurs en déduisent la cohérence de ces résultats avec l'hypothèse d'agence.

Mikkelson, Partch et Shah (1997) se concentrent sur le lien entre les performances économiques et la structure d'actionnariat. L'échantillon comporte 283 introductions en bourse sur la période 1980-1983. Contrairement à l'étude précédente, c'est le taux de désengagement des dirigeants et non la part détenue après l'introduction qui est utilisé comme variable explicative. L'horizon temporel entourant la date d'introduction est large : jusqu'à 10 ans après l'introduction. Les résultats relatifs à l'évolution des performances économiques sont similaires à ceux de Jain et Kini (1994) : le déclin est plus marqué l'année suivant l'introduction et ne se confirme pas sur le long terme. L'utilisation de mesures fines relatives à la structure d'actionnariat ne permet pas de mettre en évidence un lien entre l'évolution des performances économiques et le désengagement de l'actionnariat dirigeant. En revanche, la taille et l'âge des entreprises de l'échantillon ont un impact : le déclin des performances économiques est particulièrement marqué pour le groupe des entreprises jeunes et de petite taille. Pour expliquer le déclin moins marqué mais présent des performances de l'autre groupe

d'entreprises (de grande taille et plus âgées), les auteurs concluent à un effet *timing* de l'introduction en bourse. Ce constat est renforcé par l'impact haussier de la part de titres secondaires mise sur le marché sur le déclin des performances.

Sur le marché japonais, *Cai et Wei (1997)* puis *Kutsuna et al. (2002)* mesurent une détérioration des performances économiques sur respectivement 180 sociétés cotées au JASDAQ sur la période 1971-1992 et 247 sociétés cotées en 1995 et 1996. Le désengagement des actionnaires dirigeants lors de l'introduction (le taux de rétention est de 60% en moyenne). Les résultats des deux études diffèrent : les travaux de *Cai et Wei (1997)* invalident l'hypothèse d'agence et concluent à un effet *timing* de l'introduction. Ceux de *Kutsuna et al. (2002)* offrent des résultats similaires à ceux de *Jain et Kini (1994)* : le taux de rétention des dirigeants ainsi que la présence de sociétés de capital risque après l'introduction influencent significativement le taux de croissance des ventes et du résultat courant. L'âge et la taille jouent également un rôle.

Les travaux de *Kim et al. (2002)* tentent d'apporter un éclairage aux résultats divergents observés dans les études précitées : le lien entre performances économiques et taux de rétention de l'actionnariat dirigeant est modélisé par une relation non linéaire (cubique). Les auteurs étudient 133 introductions en bourse d'entreprises thaïlandaises sur la période 1987-1993. Ce marché a pour spécificité un actionnariat très concentré, typique des pays asiatiques émergents (poids important des familles et des banques dans l'actionnariat). Les performances économiques déclinent après l'introduction en bourse sans que le niveau des ventes ou celui des dépenses d'investissement permette de l'expliquer. En revanche, le modèle non linéaire cubique se révèle explicatif de la variation des performances économiques : pour de faibles et forts taux de rétention (inférieur à 31% et supérieur à 71%), le déclin du résultat d'exploitation est d'autant plus faible que le taux de rétention est élevé. Pour des taux intermédiaires (compris entre 31% et 71%), le déclin du résultat économique augmente avec le taux de rétention. La taille et l'âge ont également une influence positive sur la variation de performance économique.

Enfin, sur le marché européen, *Sentis (2001)* a étudié les performances économiques d'un échantillon de 61 sociétés introduites en Bourse sur les premier et second marché français sur la période 1991-1995. Chaque entreprise de l'échantillon est pairée avec une entreprise cotée de même secteur d'activité et de taille similaire (capitalisation boursière). L'auteur met en évidence que les sociétés introduites enregistrent un déclin de la rentabilité économique qui se réduit au fil du temps. Les résultats sont globalement moins significatifs que ceux obtenus sur le marché américain. Pour expliquer ce déclin des performances économiques, l'auteur teste le lien entre ces dernières et la fraction de capital introduite sur le marché : aucune différence significative entre les deux groupes de sociétés n'est recensée. La période d'étude n'est pas marquée par un cycle d'introduction en bourse très important, d'où une taille d'échantillon relativement réduite. L'étude de *Pagano et al. (1998)* s'intéresse aux déterminants et aux conséquences de l'introduction en bourse sur un échantillon composé de 69 entreprises italiennes : le déclin de performance économique est compris entre 1.5% et 3%.

Aucune des études précédentes n'a effectué de pairage avec des entreprises non cotées : c'est ce que nous nous proposons de faire afin d'identifier l'impact réel de l'admission à la cote sur les performances économiques.

Tableau 1 - Etudes empiriques sur les performances économiques (PE) des sociétés faisant l'objet d'une introduction en Bourse (IB)

Etudes	Echantillon et période d'étude	Echantillon de contrôle Critères de pairage	Variables de performances économiques (PE)	Variables de contrôle	Variables de structure d'actionariat	Résultats Déclin des PE	Hypothèse retenue
MARCHE AMERICAIN							
Jain et Kini (1994)	682 IB sur 1976-1988 fenêtre (n-1) ; (n+3)	Secteur d'activité : 2 ou 3 chiffres du code SIC	Résultat économique/total actifs (Résultat économique - dépenses d'investissement)/total actifs	Taux de croissance des ventes Taux de croissance de rotation des actifs Taux de croissance des dépenses d'investissement	Taux de rétention des dirigeants et des sociétés de capital risque post-IB (alpha)	Entre 2.91% et 10.53% Hausse des ventes et des dépenses d'investissement Lien positif entre PE et alpha	Hypothèse d'agence
Mikkelson, Partch, Shah (1997)	283 IB sur 1980-1983 fenêtre (n-1) ; (n+10)	Secteur d'activité (2 à 4 chiffres SIC) Total actifs post-IB PE en (n-1)	Résultat économique/total actifs Résultat économique / ventes	Taille de l'entreprise : total actifs post IB Age de l'entreprise Fraction de titres existants introduite	Part détenue par le dirigeant, le comité exécutif et le conseil d'administration Taux de désengagement Part détenue par autres actionnaires : sociétés de capital-risque, compagnies financières et non financières, actionnaires détenant + de 5% Changement dans la composition du CA et turnover	Entre 8% et 10% Lien avec positif âge et taille : effet « cycle de vie »	Hypothèse du timing

MARCHÉ ASIATIQUE						
Kim, Kitsabunnarat, Nofsinger (2002)	133 IB sur le marché Thai, 1987-1993 fenêtre (n-1) ; (n+3)	Secteur d'activité	Résultat économique/total actifs (Résultat économique+amortissement)/total actifs	Ventes / total actifs Dépenses d'investissement	Taux de rétention de l'actionariat dirigeant (alpha) Modélisation non linéaire (cubique) de l'alpha	Hypothèse d'agence et hypothèse alternative d'enracinement suivant la part des dirigeants (relation cubique)
Cai et Wei (1997)	180 IB au JASDAQ sur 1972-1992	Taille Secteur d'activité Performance	Résultat courant, total actifs, Résultat économique / total actifs, Cash flow / total actifs	Ventes Dépenses d'investissement	Fraction de titres introduite Taux de rétention et taux de désengagement de l'actionariat dirigeant	70% en n+3 Relation non linéaire entre PE et alpha
Kutsuna, Okamura, Cowling (2002)	247 IB au JASDAQ sur 1995-1996 fenêtre (n-5) ; (n+3)	Secteur d'activité	Ventes Résultat courant, Bénéfice Résultat courant / ventes		Part détenue par les dirigeants, les banques, les sociétés de capital-risque pre et post IB Taux de désengagement	Hypothèse du timing
MARCHÉ FRANÇAIS						
Sentis (2001)	61 IB sur 1991-1995 fenêtre (n-1) ; (n+2)	Taille (capitalisation boursière) Secteur d'activité	Résultat économique /total actifs	Total dettes / total actifs Disponibilités/total actif	Fraction de titres introduits en bourse	Entre 0.14% et 4.8% Pas de lien entre fraction de titres et PE
						Validation partielle des hypothèses d'agence et du signal

* n : année de l'introduction

1-3- Spécificités institutionnelles du Nouveau Marché français

Le compartiment Nouveau Marché : historique et évolutions récentes

Lancé officiellement en 1996, le compartiment du Nouveau Marché doit permettre à des sociétés à fort potentiel de croissance (jeunes et innovantes) de trouver les capitaux nécessaires à leur développement. Il se distingue du second marché par des contraintes moins fortes^{vi} : il offre ainsi à des entreprises risquées la possibilité de s'introduire en bourse.

Euronext présente ce compartiment comme visant « les entreprises de toute nationalité qui ont un projet de développement à financer et qui souhaitent bénéficier du marché boursier pour accélérer leur croissance. Au lieu de se tourner vers les moyens de financement traditionnels qui ne répondent pas toujours à leurs besoins, ces entreprises trouveront sur Le Nouveau Marché des ressources financières disponibles et rapidement mobilisables ».

Euronext répertorie quatre types d'entreprises candidates à l'introduction sur ce marché :

- les sociétés jeunes ayant un projet à financer,
- les sociétés de haute technologie qui innovent constamment,
- les sociétés entrepreneuriales à fort potentiel de croissance,
- les sociétés dont le capital est détenu par les dirigeants fondateurs à la recherche de nouveaux partenaires.
- les sociétés en pleine expansion qui veulent franchir un nouveau seuil de croissance

Sur la période 1996-2000, 165 entreprises ont demandé l'admission à la cote sur ce compartiment de marché. Le phénomène de regroupement des introductions (*clustering*) y est très marqué : 70% des introductions ont eu lieu sur la période 1998-2000 dont 30% sur l'année 2000 uniquement.

En 2001, le nombre d'introductions en bourse s'est considérablement réduit à 10 contre 52 en 2001. Les années 2002 et 2003 confirment cette atonie du Nouveau Marché : 2 introductions en 2002 et aucune en 2003. Le Conseil des Marchés Financiers (actuelle Autorité des Marchés Financiers) a procédé le 23 juillet 2003 à la création d'un « compartiment spécial » au sein du Nouveau Marché destiné à accueillir de façon temporaire les entreprises en difficulté : en cas de mise en redressement judiciaire, de cours jugés trop bas ou de non respect des règles de transparence comptables, ces sociétés seront mises à l'épreuve.

Outre la création de ce compartiment, cette modification réglementaire renforce les critères d'introduction : il est maintenant demandé aux sociétés un historique certifié de leurs comptes sur les 3 dernières années ainsi qu'un compte de résultat présentant un résultat courant avant impôt positif. Puis la publication de rapports trimestriels comprenant les résultats et la situation de trésorerie.

La définition de l'actionnariat dirigeant et la clause d'engagement de conservation des titres

Les entreprises introduites sur le Nouveau Marché sont caractérisées par la persistance d'une forte concentration de l'actionnariat dirigeant immédiatement après l'introduction : la part mise sur le marché resterait relativement réduite. Qu'en est-il sur les années suivant l'introduction ? Le succès d'une entreprise, essentiellement au cours de ses premières années de vie, repose largement sur ses dirigeants. C'est pourquoi Euronext Paris impose aux

actionnaires dirigeants un engagement de conservation des titres^{vii} (clause de *lock-up*) pendant une certaine période suivant l'introduction en bourse de la société. C'est un critère de sécurité qui permet de renforcer la déontologie des émetteurs et de rassurer la communauté financière. En effet, cette clause permet d'associer les dirigeants aux risques qu'il font partager aux investisseurs au travers de l'introduction en bourse. Elle devrait, en conséquence, réduire les coûts d'agence précités et atténuer le déclin des performances économiques.

La notion d'actionnariat dirigeant demande à être précisée car elle n'est pas définie par la réglementation d'Euronext. Elle a, par ailleurs, fait l'objet de définitions contrastées dans la littérature empirique étudiant le lien entre les performances économiques et la structure d'actionnariat^{viii}. Le président, le directeur général, les membres du directoire ou les gérants des commandites par action entrent clairement dans cette catégorie. En revanche, qu'en est-il des membres du conseil d'administration ? La solution retenue par le comité juridique de l'Ansa^{ix} est de retenir les actionnaires qui s'impliquent dans la gestion de l'entreprise. En conséquence, les membres du conseil d'administration sont considérés comme des dirigeants au sens large ; en revanche, un actionnaire majoritaire ou un administrateur qui ne prend pas part à la gestion de la société ne rentre pas dans cette catégorie. La liste des actionnaires dirigeants visés par l'engagement de conservation des titres doit être approuvée par Euronext ; elle figure dans le prospectus d'introduction.

Ainsi, nous retiendrons cette définition de l'actionnariat dirigeant pour calculer son pourcentage de participation avant et après l'introduction en bourse.

2- Données et méthodologie

Nous avons suivi la méthodologie développée par Barber et Lyon (1996) dans leur étude portant sur la détection des performances opérationnelles anormales des entreprises impliquées dans un événement particulier : pour pouvoir étudier les performances opérationnelles des sociétés introduites, nous avons eu recours à un échantillon de contrôle.

Nous avons apparié chacune des entreprises de notre échantillon avec une entreprise non cotée sur la période étudiée au moyen d'un double critère :

- un critère de taille : la valeur comptable des actifs avant l'introduction ;
- un critère sectoriel : l'entreprise de l'échantillon de contrôle appartient au même secteur d'activité (représenté par le code NAF). Cela permet d'éviter que les résultats obtenus soient biaisés par les éventuelles variations intra-sectorielles de chaque indicateur de performance économique.

L'horizon temporel retenu est (n-1 ; n+3), n étant l'année d'introduction.

La collecte de données s'est effectuée sur la base de données Diane qui dispose des informations comptables tant sur des sociétés cotées que non cotées.

L'historique de données comptables de Diane est de 5 ans pour les comptes consolidés. La grande majorité des sociétés cotées est présente dans Diane^x. Nous avons complété la collecte dans les documents de référence ainsi que dans les prospectus d'introduction pour les années antérieures à 1998. Nous avons recalculé les indicateurs de performances économiques pour ces mêmes années.

Pour l'année 2003, l'ensemble des informations financières n'est pas encore disponible : c'est pourquoi le nombre d'observations sur l'année (n+3) est plus faible que celui des années antérieures.

Le détail de la mise en place de la base de données figure en annexe.

Tableau 2 - Répartition annuelle des introductions en bourse (IB) sur le Nouveau Marché (source : Euronext)

Année	Nombre total d'IB*	Nombre d'IB dans l'échantillon (taux de couverture)
1996	18	14 (77%)
1997	20	12 (60%)
1998	43	30 (69%)
1999	32	29 (90%)
2000	52	30 (57%)
Total	165	115 (70%)

* hors transferts de marché à marché

Le tableau 2 présente la structure de l'échantillon des sociétés cotées pour lesquelles nous disposons des données comptables sur la période d'étude. Il se compose de 115 entreprises introduites sur le Nouveau Marché sur la période 1996-2000 soit 70% de la population concernée.

Pour chaque société, nous avons effectué un pairage : nous disposons également d'un échantillon de contrôle de 115 sociétés non cotées et en activité sur la période d'étude.

Tableau 3 - Répartition par activité des entreprises de l'échantillon

Activité	Nombre d'entreprises
NTIC (nouvelles Technologies de l'information et de la communication) dont :	59
Producteurs de technologies d'information	10
Distributeurs de technologies de l'information	4
Services de technologies de l'information	45
Recherche et développement, ingénierie et études techniques	9
Sociétés de services financiers (OPCVM, assurance, conseil en gestion)	14
Autres sociétés de services	11
Autres entreprises industrielles et commerciales	22
Total	115

Le tableau 3 apporte des précisions sur le type d'activité des entreprises de l'échantillon. La majorité des entreprises introduites au Nouveau Marché sur la période 1996-2000 exerce dans le secteurs de la haute technologie : 68 entreprises (60%) sont concernées dont 59 appartiennent au secteur des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC). Les entreprises industrielles et commerciales et les sociétés de services plus « traditionnelles » ne représentent que 28% de l'échantillon.

Nous avons conservé les sociétés de service financier en dépit de la mesure particulière de leur performance économique (basée sur le produit net bancaire). En effet, le pairage permet de neutraliser l'effet sectoriel et d'étudier l'évolution de leurs performances économiques au même titre que celles des entreprises industrielles et commerciales.

Tableau 4 – Motivations de l'introduction en bourse pour les entreprises de l'échantillon

Buts de l'introduction en bourse cités par l'entreprise dans le prospectus	Nombre d'entreprises
Financer un projet de développement et/ou de croissance externe	113
Développer la notoriété	50
Améliorer la structure financière	26
Motiver les salariés et l'actionnariat	11
Procurer des liquidités à l'actionnariat existant	4
Non précisé	2

Le tableau 4 présente les motivations de l'introduction en bourse telles que mentionnées dans le prospectus d'introduction. A l'exception de deux entreprises, toutes les entreprises de l'échantillon indiquent que le but premier de l'introduction est de financer leur développement interne ou un projet de croissance externe. Près de la moitié des entreprises mettent également en avant la volonté de développer ou de renforcer leur notoriété. Enfin, 25% des entreprises voient l'introduction en bourse comme un moyen d'améliorer la structure financière notamment en réduisant leur endettement. On peut souligner la différence de motivation avec le marché américain : si le financement de l'investissement demeure la première raison de l'introduction en bourse sur le marché américain, Mikkelson et al. (1997) soulignent que la deuxième raison est de faciliter la vente des actions anciennes.

Tableau 5 - Caractéristiques des entreprises de l'échantillon l'année de l'introduction

Caractéristiques	Médiane
Nombre d'entreprises	115
Taille de l'offre (M€)	11.358
Prix d'offre (€)	18.985
Flottant	27.67%
Fraction de titres introduite sur le marché TC	16.05%
Pourcentage détenu par l'actionnariat dirigeant TDAD	72.77%
Age de l'entreprise (années)	12
Valeur comptable des actifs en (n-1) (M€)	8.30

Le tableau 5 décrit les caractéristiques principales de l'échantillon l'année de l'introduction en bourse (année n). La taille médiane des introductions en bourse sur la période 1996-2000 est de 11.358M€ et le prix d'offre médian est de 18.985€.

Le flottant, qui représente la part de titres mis à disposition du public sur le nombre total de titres après l'introduction, se situe à 27.67% (soit au-delà du seuil minimal de 20% imposé par Euronext sur le Nouveau Marché).

La fraction de titres mise sur le marché est le rapport entre le nombre de titres cédés par les actionnaires anciens et le nombre de titres mis à la disposition du public (TC) : elle est de 16% en valeur médiane sur notre échantillon. Ce taux est supérieur à celui recensé par Mikkelson et al. (1997) sur le marché américain : 6.9% ou en Italie par Pagano et al. (1998) : 8%. Cependant, près d'un tiers des entreprises de l'échantillon ne procèdent à aucune cession. Les entreprises introduites sur le Nouveau Marché sont caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat souvent d'origine familiale : sur notre échantillon, le pourcentage médian de titres détenu par l'actionnariat dirigeant avant l'introduction en bourse (TDAD) est de 72.7%.

L'âge médian d'introduction est de 12 années mais la dispersion est très élevée : certaines sociétés s'introduisent dans les 2 ans suivant leur création, d'autres après une dizaine d'années d'existence^{xi} Sur leur échantillon de 85 entreprises introduites sur le Nouveau Marché sur la même période, Schatt et Broye (2003) soulignaient la jeunesse de ces entreprises par rapport à celle du Second Marché (différence de 14 ans). Enfin, les sociétés demandant l'admission à la cote sur le Nouveau Marché ont une taille d'actifs plutôt faible : 8.30M€.

3- La mesure et l'évolution des performances économiques des sociétés introduites

3-1- Définition des variables de performances économiques

La rentabilité économique et sa décomposition

Nous avons retenu une mesure classique de la rentabilité économique : elle utilise l'indicateur de performance d'exploitation qu'est l'EBE^{xii} (Excédent Brut d'Exploitation). Son équivalent anglo-saxon est l'EBIT (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization).

Le ratio de rentabilité économique est défini de la manière suivante :

$EBE / TA = \text{excédent brut d'exploitation} / \text{total actifs}$

Cette mesure de rentabilité est décomposée :

- en un ratio de marge : $EBE / CAHT$ (excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires hors taxes)
- en un ratio de rotation des actifs : $CAHT / TA$ (chiffre d'affaires hors taxes / total actifs).

En toute rigueur, pour calculer les rentabilités, on devrait rapporter le résultat opérationnel de fin d'année à un montant d'actifs en début d'année : ce calcul suppose que le résultat généré au cours de l'année est produit par les actifs investis en début d'année. Mais il néglige les investissements effectués en cours d'année. Aussi, les mesures de performance économique ont été effectuées :

- sur le total des actifs de fin d'année : EBE/TA ;
- sur la moyenne du total des actifs de début d'année et de fin d'année afin d'éliminer le biais du retour sur investissements : EBE/TAm .

Les autres variables de structure

Quatre indicateurs complémentaires ont été retenus :

- le taux d'endettement global matérialisé par le ratio (total dettes / total actifs) : DE / TA ;
- le taux d'endettement financier : (dettes financières / total actif) : DF/TA ;
- le taux de croissance du chiffre d'affaires : $TCCA$;
- le taux de marge bénéficiaire (résultat net / total actifs) : RN/TA .

Mesures de la performance économique

Dans un premier temps, nous avons calculé le niveau de performance économique pour l'ensemble des indicateurs précités sur l'échantillon initial des sociétés introduites ainsi que sur l'échantillon de contrôle.

Dans un deuxième temps, nous avons calculé une mesure des indicateurs de performances économiques ajustée de l'effet taille et de l'effet sectoriel grâce à notre double critère de pairage. Pour la calculer, on soustrait de la mesure de performance de la firme de

l'échantillon, pour une année calendaire donnée, la mesure de performance pour la société de contrôle. La médiane^{xiii} de cette mesure ajustée est ensuite calculée.

Enfin, nous avons calculé une mesure dynamique des performances économiques par le taux de variation de notre indicateur entre deux années : cette mesure est calculée non ajustée puis ajustée de l'effet sectoriel et de l'effet taille.

3-2- L'évolution des performances économiques sur la période 1995-2003

Le tableau 6 présente l'évolution des indicateurs de performance économique ainsi que des autres variables de structure sur la période (n-1, n+3) où n est l'année de l'introduction en bourse.

Le panel A du tableau 6 montre que la valeur médiane de la rentabilité économique des entreprises introduites en bourse décline sur la période (n-1, n+3) : elle passe de 12.86% en (n-1) à 2.16% en (n+3). Ce déclin est particulièrement prononcé entre (n-1) et n où la rentabilité économique baisse de 12.86% à 4.84%.

En (n-1), la rentabilité économique médiane des sociétés candidates à l'introduction est nettement supérieure à celle des sociétés de l'échantillon de contrôle (12.86% contre 8.45%). Cette tendance s'inverse dès l'année de l'introduction et sur la période postérieure : la rentabilité des sociétés cotées devient très inférieure à celle des sociétés de référence. Cette différence est significative au seuil de 1% ou 5% sur l'ensemble de la période.

Ces résultats sont conformes à ceux des études antérieures quant au déclin des performances. Ils se démarquent des résultats antérieurs de la manière suivante : Jain et Kini (1994) ou Sentis (2001) mettaient en évidence que les sociétés cotées surperformaient les sociétés de référence sur la période (n-1, n+1) ; puis cette différence s'amenuisait dans le temps. Sur notre échantillon, les entreprises cotées surperforment l'échantillon de référence seulement l'année précédant l'introduction.

La variation médiane de l'indicateur de performance économique vient renforcer ce constat de déclin: elle est négative et significative au seuil de 1% sur les période (n-1,n), (n-1, n+1), (n-1,n+2) et (n-1,n+3). Elle est de -6.70% sur (n-1,n) et de -10.71% sur la période (n-1,n+3). On peut constater que la performance économique des sociétés de l'échantillon de contrôle diminue également sur la période concernée. Il convient donc de vérifier que ce déclin n'est pas imputable à un effet sectoriel. Pour ce faire, nous avons calculé la médiane de la variation ajustée : pour chaque entreprise cotée, l'indicateur de performance économique est ajusté de celui de la société de référence. Les résultats mettent en évidence que la variation négative de la performance économique demeure significative au seuil de 1% sur la période (n-1,n+3) et croissante sur (n-1, n+2).

Comment expliquer ce déclin prononcé des performances économiques des sociétés introduites en l'absence d'un effet sectoriel ? Une première explication possible est le biais du retour sur investissement : la première motivation à l'introduction en bourse est le financement de la croissance interne ou externe, donc des projets d'investissement y afférant. Ainsi, si l'année de l'introduction est marquée par un investissement soutenu, la rentabilité économique s'en trouvera réduite par le gonflement du total des actifs résultant de l'investissement. Pour contrôler partiellement cet effet, nous avons recalculé la rentabilité économique sur la valeur moyenne des actifs en début et en fin de période. Le panel B présente l'évolution de la rentabilité moyenne (EBE/TAm) sur la période étudiée. Si la baisse de la rentabilité économique moyenne post-introduction est beaucoup moins importante (la valeur médiane est de 12.85% en (n-1) et de 7.20% en n), la tendance sur les années suivantes

est similaire à celle constatée précédemment : la médiane de la variation ajustée est négative et significative au seuil de 1% sur (n-1,n+2).

Pour approfondir l'étude de la rentabilité économique, nous avons décomposé le ratio en un taux de marge (EBE/CAHT) et un taux de rotation des actifs (CAHT/TA). Nous les avons confrontés au taux de croissance du chiffre d'affaires (TCCA).

Le panel C met en avant que les sociétés cotées enregistrent un fort taux de croissance de leur chiffre d'affaires. Ce taux décline sur la période post-introduction mais demeure positif. Ainsi, les sociétés cotées surperforment les sociétés de référence sur (n-1,n) et sur (n-1,n+1) avec un taux de croissance des ventes de 55.34% et 42.1% contre 11.87% et 4.61%. Cette différence s'amenuise et devient non significative sur (n-1,n+2) et sur (n-1,n+3).

Le déclin du taux de marge économique (EBE/CAHT) reporté dans le panel D peut s'expliquer au regard de l'évolution des ventes : il semble que l'EBE ne suit pas la forte croissance du chiffre d'affaires sur la période post-introduction. La médiane de la variation est de -3.51% sur la période pré-introduction (n-1,n). Elle est supérieure à -6% et également significative au seuil de 1% pour les trois périodes suivantes. La médiane de la valeur ajustée suit la même évolution.

L'étude du taux de rotation des actifs (CAHT/TA) présentée dans le panel D confirme que la croissance du chiffre d'affaires ne suit pas la croissance des actifs : en effet, le taux de rotation des actifs décroît en valeur absolue de (n-1) à (n+2). Puis il augmente en (n-2) et en (n+3). Les médianes de la variation ainsi que de la variation ajustée sont négatives et significatives. Les résultats, non reportés, sont similaires pour le taux de rotation moyen (CAHT/TAm).

Le déclin des performances économiques est donc dû à une combinaison d'un déclin du taux de marge (EBE/CAHT) et d'un déclin du taux de rotation des actifs (CAHT/TA). Ces résultats diffèrent de ceux de Sentis (2001) : le déclin de la performance économique s'expliquait principalement par la dégradation du taux de rotation des actifs ; les entreprises cotées affichaient, en revanche, un taux de marge économique plus élevé que les entreprises de référence.

Une deuxième explication au déclin des performances économiques peut être le niveau de santé financière de l'entreprise. Rappelons que 25% des entreprises de notre échantillon mentionnent dans le prospectus la volonté d'améliorer leur structure financière. Si les fonds levés servent prioritairement au remboursement de la dette, les dirigeants ne vont pas maintenir les dépenses d'investissement dans le temps. Cela peut expliquer le déclin des performances économiques, notamment la moindre croissance du chiffre d'affaires observée sur les période (n-1,n+2) et (n-1,n+3).

Le panel E rapporte le taux d'endettement matérialisé par le ratio (dettes totales / actif total DE/TA). Il met en avant un désendettement des sociétés cotées sur la période d'étude : le taux d'endettement médian diminue de (n-1) à (n+2) de 0.618 à 0.456. Il est significativement inférieur au taux d'endettement des entreprises de référence qui, à l'inverse, augmente sur la période. La médiane de la variation ajustée est négative et significative sur cette même période.

Le panel F rapporte le taux d'endettement financier DF/TA (excluant donc les dettes du passif circulant) : bien qu'en baisse sur la période d'étude, il n'est pas significativement différent de celui des entreprises de référence à l'exception de l'année n-1 (au seuil de 10%). Il est, par ailleurs, peu élevé (compris entre 5.7% et 13.6% sur la période). Il semble donc que les sociétés cotées s'emploient principalement à réduire leur endettement long terme l'année de l'introduction puis leur endettement court terme (dettes d'exploitation) les années suivantes.

Enfin, le panel G apporte des précisions sur le taux de marge bénéficiaire (résultat net / total actifs) : après prise en compte des dotations aux amortissements ainsi que des éléments financiers et exceptionnels, les entreprises cotées affichent des résultats négatifs et significativement inférieurs à ceux des entreprises de référence. Le taux de marge médian se dégrade passant de 3.07% en (n-1) à -8.83% en (n+3).

En résumé, les résultats précédents mettent clairement en évidence le déclin des performances économiques des sociétés introduites. Ce déclin est compris entre -6.70% sur (n-1,n) et -10.71% sur (n-1,n+3). Il est du même ordre de grandeur que celui calculé par Jain et Kini (1994) (-2.91% ; -10.53%) et nettement supérieur à celui observé sur le marché français par Sentis (2001) (-0.14% ; -4.8%). Il est inférieur à celui obtenu sur le marché asiatique par Kim et al. (2002) (-19.57% à -70.77%). Ce déclin est dû à la combinaison du déclin du taux de marge et du déclin du taux de rotation des actifs : la croissance de l'EBE ne suit pas celle du chiffre d'affaires et celle du chiffre d'affaires ne suit pas la croissance des actifs. La croissance des actifs engendre probablement un biais du retour sur investissements, mais il ne suffit pas à expliquer de manière satisfaisante le déclin des performances soutenu jusqu'à 3 ans après l'introduction. D'autant que la croissance du chiffre d'affaires se réduit fortement dès l'horizon (n+2). Est-ce que les dirigeants ont entrepris moins de projets d'investissement que prévu ? Le taux de désendettement tant global que financier sur la période (n-1,n) suggère une utilisation d'une partie des fonds levés à l'amélioration de la structure financière. La question demeure posée quant à l'utilisation du reste des fonds dans les projets d'investissement. Dans la section 4, nous nous proposons de tester l'impact de la structure d'actionariat sur l'évolution des performances économiques : l'actionariat dirigeant pourrait être conduit à entreprendre des projets d'investissement non rentables. Soit parce qu'il se désengage et que ses intérêts divergent de ceux des autres parties prenantes (hypothèse d'agence) ; soit parce qu'il demeure présent et investi dans une culture de croissance de son entreprise.

Tableau 6 - Performances économiques des sociétés introduites en bourse au Nouveau Marché sur 1995-2003

Le tableau 6 présente par panel pour chaque indicateur : la médiane de l'indicateur pour l'échantillon d'introductions (IB) ; celle pour l'échantillon de contrôle (C) ; la médiane de la variation pour l'échantillon initial ; la médiane de la variation ajustée par celle de l'échantillon de contrôle. L'horizon temporel est (n-1, n+3), n étant l'année de l'introduction en bourse. Un test de rang de Wilcoxon est utilisé pour estimer la significativité des indicateurs entre les deux échantillons.

	Niveau	Variation De (n-1) à (n)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+1)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+2)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+3)	Niveau
	n-1		n		n+1		n+2		n+3
Panel A : EBE/TA (%) Rentabilité économique									
Nombre d'observations	103		109		113		100		76
Médiane pour l'échantillon IB	12.86		4.84		2.06		2.43		2.16
Médiane pour l'échantillon C	8.45		9.11		6.82		6.28		5.13
Valeur du test W	-2.494**		-2.218**		-3.955***		-3.493***		-2.542**
Médiane de la variation(%)		-6.70		-9.68		-11.05		-10.71	
Valeur du test W		-5.096***		-6.303***		-6.025***		-5.578***	
Médiane de la variation ajustée(%)				-13.96		-14.92		-11.27	
Valeur du test W				-5.420***		-4.908***		-3.894***	
Panel B : EBE/TAm Rentabilité économique moyenne									
Nombre d'observations	103		108		109		99		73
Médiane pour l'échantillon IB	12.85		7.20		3.19		2.78		2.55
Médiane pour l'échantillon C	8.08		10.22		7.63		7.22		5.63
Valeur du test W	-2.635**		-1.597		-3.596***		-3.180***		-2.345**
Médiane de la variation(%)		-4.92		-8.93		-9.79		-9.77	
Valeur du test W		-3.856***		-5.420***		-5.448***		-5.191***	
Médiane de la variation ajustée(%)				-12.26		-15.56		-13.17	
Valeur du test W				-4.670***		-4.822***		-3.826	
Panel C : TCCA (%) Taux de croissance du chiffre d'affaires									
Nombre d'observations			100		104		92		64
Médiane pour l'échantillon IB			55.34		42.41		20.87		3.07
Médiane pour l'échantillon C			11.87		4.61		9.42		4.04
Valeur du test W			-4.986***		-4.465***		-1.596		-1.059

***, **, * significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Tableau 6 (suite)

	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau
	n-1	De (n-1) à (n)	n	De (n-1) à (n+1)	n+1	De (n-1) à (n+2)	n+2	De (n-1) à (n+3)	n+3
Panel D : EBE/CAHT (%) Taux de marge économique									
Nombre d'observations	98		103		106		90		69
Médiane pour l'échantillon IB	10.54		7.75		5.05		3.31		2.85
Médiane pour l'échantillon C	6.60		7.89		5.98		7.61		6.03
Valeur du test W	-0.477		-2.040**		-2.712**		-2.947***		-2.293**
Médiane de la variation(%)		-3.51***		-6.13***		-6.80		-6.67	
Valeur du test W		-3.671***		-4.102***		-3.697***		-4.264***	
Médiane de la variation ajustée(%)		-4.17		-9.94		-6.41		-9.13	
Valeur du test W		-2.869***		-3.055		-1.909**		-2.937***	
Panel E : CAHT/TA Rotation des actifs									
Nombre d'observations	107		110		113		98		74
Médiane pour l'échantillon IB	1.052		0.662		0.655		0.800		0.902
Médiane pour l'échantillon C	1.321		1.261		1.175		1.277		1.291
Valeur du test W	-1.392		-5.334***		-4.430***		-3.063***		-1.813*
Médiane de la variation(%)		-27.35		-25.61		-19.61		-18.55	
Valeur du test W		-7.158***		-5.896		-3.621***		-3.013***	
Médiane de la variation ajustée(%)		-25.49		-20.82		-22.80		-15.26	
Valeur du test W		-5.419***		-3.368		-2.722**		-1.576	

***, **, * significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Tableau 6 (suite)

	Niveau	Variation De (n-1) à (n)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+1)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+2)	Niveau	Variation De (n-1) à (n+3)	Niveau
	n-1		n		n+1		n+2		n+3
Panel F : DE / TA Taux d'endettement									
Nombre d'observations	109		110		113		100		76
Médiane pour l'échantillon IB	0.618		0.352		0.413		0.456		0.535
Médiane pour l'échantillon C	0.639		0.617		0.633		0.650		0.662
Valeur du test W	-0.975		-5.850***		-4.840***		-3.232***		-0.947
Médiane de la variation(%)		-20.33***		23.61***		-10.41		-9.26	
Valeur du test W		-8.340***		-6.157***		-4.129***		-2.551**	
Médiane de la variation ajustée(%)		-21.43***		-11.00***		-9.90		-8.88	
Valeur du test W		-7.21***		-4.662***		-2.795**		-0.510	
Panel G : DF/TA Taux d'endettement financier									
Nombre d'observations	100		110		113		100		76
Médiane pour l'échantillon IB	0.136		0.057		0.074		0.074		0.088
Médiane pour l'échantillon C	0.070		0.046		0.021		0.073		0.066
Valeur du test W	-1.681*		-1.174		-0.884		-0.272		-0.160
Médiane de la variation(%)		-4.85		-3.94		-3.86		-3.69	
Valeur du test W		-6.153***		-3.888***		-4.129***		-1.700*	
Médiane de la variation ajustée(%)		-5.01***		-3.10**		-3.15		-6.01	
Valeur du test W		-3.909***		-2.234**		-1.066		-1.787*	
Panel H : RN/TA (%) Taux de marge bénéficiaire									
Nombre d'observations	93		100		100		93		68
Médiane pour l'échantillon IB	3.07		1.13		-2.38		-5.93		-8.83
Médiane pour l'échantillon C	4.04		4.18		3.40***		3.12		3.55
Valeur du test W	-1.059		-2.874***		-5.202***		-5.148***		-3.733***
Médiane de la variation(%)		-1.70		-4.80		-9.43		-8.87	
Valeur du test W		-2.513**		-4.929***		-5.523***		-4.051***	
Médiane de la variation ajustée(%)		-2.30		-9.04		-9.40		-15.44	
Valeur du test W		-1.729*		-4.046		-4.221***		-3.178***	

***, **, * significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

4- L'impact de la structure d'actionnariat sur l'évolution des performances économiques

4-1- Performances économiques en fonction des variables de structure d'actionnariat

Sentis (2001) utilise la fraction de titres introduite sur le marché comme proxy du taux de détention des dirigeants : un taux de cession élevé suggère un taux de détention des dirigeants faible. Nous souhaitons approfondir l'évolution de la structure d'actionnariat lors de l'introduction en bourse par la prise en compte de deux variables complémentaires^{xiv} :

- le pourcentage détenu par l'actionnariat dirigeant après l'introduction en bourse ou taux de rétention : TRAD.
- le taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant mesuré par la variation de son pourcentage de détention avant et après l'introduction en bourse : TDESAD.

Le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant après l'introduction en bourse est utilisé par la majorité des études empiriques précitées : il semble la variable la plus appropriée pour tester l'hypothèse d'agence.

Comme le souligne Mikkelson et al.(1997), l'utilisation du taux de désengagement comme variable complémentaire du taux de rétention est intéressante : en effet le taux de désengagement peut être identique pour des entreprises présentant des structures d'actionnariat très différentes avant l'introduction en bourse. Par exemple, un taux de désengagement important pourrait ne pas coïncider avec un faible taux de rétention si la part de détention initiale était très forte.

Tableau 7 – Caractéristiques des entreprises cotées l'année de l'introduction en bourse (IB) suivant le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant (TRAD)

Variabiles (médiane)	Groupe à faible taux de rétention (TRAD < 56.42%)	Groupe à fort taux de rétention (TRAD > 56.42%)	Test W
Taille de l'offre	12.19	9.45	-1.442
Prix d'offre	127.91	115.00	-0.171
Flottant (%)	30.77	24.75	-3.563***
TC (titres cédés / capital public) (%)	19.41	13.15	-0.567
TDAD (taux de détention pré-IB) (%)	47.15	90.31	-6.567***
TRAD (taux de rétention post-IB) (%)	32.00	64.41	-6.567***
TDESAD (taux de désengagement) (%)	27.98	22.89	-2.531**

Dans le tableau 7, les entreprises sont réparties en fonction de la médiane du taux de rétention par l'actionnariat dirigeant TRAD. Ce taux relativement élevé (56.42%) montre que les dirigeants conservent une part importante du capital des entreprises introduites. Il est du même ordre de grandeur que celui obtenu par Mikkelson et al.(1997) : 58.9% mais inférieur à celui de l'échantillon de Jain et Kini (1994) : 73.12%. Les entreprises du groupe à fort taux de rétention (TRAD > 56.42%) ont une valeur médiane pour ce taux de 64.41% contre 32% pour les entreprises du groupe faible. Le flottant est significativement inférieur pour les entreprises du groupe « fort » de même que le nombre de titres cédés (non significatif). Mais la structure de propriété n'est pas fondamentalement modifiée avant et après l'introduction en bourse : en effet, la forte significativité du taux de détention avant l'introduction pour les deux groupes

montre que les entreprises qui ont le plus fort taux de détention avant l'introduction demeurent celles qui ont le plus fort taux de rétention après l'introduction. Ce constat est renforcé par un taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant significativement inférieur pour les entreprises à fort taux de rétention : il est de 22.89% contre 27.98% pour les entreprises du groupe « faible ».

Tableau 8 - Performances économiques en fonction du taux de rétention de l'actionnariat dirigeant

Le tableau 8 présente par panel pour chaque variable de structure d'actionnariat : la médiane de l'indicateur pour deux sous groupes de l'échantillon d'introductions (IB) constitués sur la base de la médiane du taux de rétention des titres par l'actionnariat dirigeant TRAD ; la médiane de la variation^{xv} pour les deux sous-groupes. L'horizon temporel est (n-1 ; n+1), n étant l'année de l'introduction en bourse. Un test de rang de Wilcoxon est utilisé pour estimer la significativité des indicateurs entre les deux échantillons.

Années	Niveau			Variation	
	n-1	n	N+1	De (n-1) à (n)	De (n-1) à (n+1)
Panel A : EBE/TA (%) Rentabilité économique					
Nombre d'observations	56	54	56		
Médiane TRAD < 56.42%	10.05	3.61	3.84		
Médiane TRAD > 56.42%	14.50	4.80	1.47		
Valeur du test W	-2.452**	-1.373	-0.424		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				-4.97	-5.45
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-8.35	-13.60
Valeur du test W				-2.595**	-2.929***
Panel B : TCCA (%) Taux de croissance du chiffre d'affaires					
Nombre d'observations				54	54
Médiane TRAD < 56.42%				47.57	39.60
Médiane TRAD > 56.42%				48.40	54.23
Valeur du test W				-0.555	-0.762
Panel C : EBE/CAHT (%) Taux de marge économique					
Nombre d'observations	49	54	55		
Médiane TRAD < 56.42%	10.29	7.99	5.60		
Médiane TRAD > 56.42%	11.19	5.94	2.92		
Valeur du test W	-1.328	-0.805	-0.486		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				-3.53	-3.91
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-2.94	-6.44
Valeur du test W				-1.467	-2.882***
Panel D : CAHT/TA Rotation des actifs					
Nombre d'observations	53	55	56		
Médiane TRAD < 56.42%	0.944	0,569	0.635		
Médiane TRAD > 56.42%	1.235	0.745	0.707		
Valeur du test W	-1.872*	-0.659	-1.123		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				-19.29	-21.26
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-36.91	-30.22
Valeur du test W				-1.885*	-1.093

Tableau 8 (suite)

Années	Niveau			Variation	
	n-1	n	N+1	De (n-1) à (n)	De (n-1) à (n+1)
Panel E : DE/TA Taux d'endettement					
Nombre d'observations	55	55	56		
Médiane TRAD < 56.42%	0,568	0,352	0,376		
Médiane TRAD > 56.42%	0,638	0,337	0,437		
Valeur du test W	-1.341	-0.586	-1,5615		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				-19.58	20.89
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-20.10	30.32
Valeur du test W				-0.099	-1.366
Panel F : DF/TA Taux d'endettement financier					
Nombre d'observations	46	55	56		
Médiane TRAD < 56.42%	0,211	0,063	0,092		
Médiane TRAD > 56.42%	0,102	0,053	0,050		
Valeur du test W	-2.409**	-0.469	-1,166		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				-5.73	-6.99
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-4.92	-2.54
Valeur du test W				-1,981*	-1.688*
Panel F : RN/TA (%) Taux de marge bénéficiaire					
Nombre d'observations	41	45	45		
Médiane TRAD < 56.42%	0.59	-4.83	-3.00		
Médiane TRAD > 56.42%	5.78	2.16	-5.17		
Valeur du test W	-3.324***	-1.823*	-1.109		
Médiane de la variation (%) TRAD < 56.42%				0.97	-2.89
Médiane de la variation (%) TRAD > 56.42%				-2.66	-10.47
Valeur du test W				-2.177**	-2.057**

***, **, * significatifs respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

Le tableau 8 présente, par panel, pour chaque variable de structure d'actionariat : la médiane de l'indicateur et de sa variation pour deux sous-groupes de l'échantillon d'introductions constitués sur la base de la médiane du taux de rétention des titres par l'actionariat dirigeant (TRAD). La période étudiée est (n-1,n+1).

Le niveau de performance économique est significativement différent au seuil de 5% en (n-1) pour les deux groupes : il est plus élevé pour le groupe à fort taux de rétention (TRAD > 56.42%). Cette différence est confirmée en n mais non significative. Le taux de croissance du chiffre d'affaires sur la période (n-1,n) puis (n-1, n+1), bien que supérieur pour le groupe à fort taux de rétention, ne permet pas de discriminer les deux groupes.

En valeur absolue, les entreprises où l'actionariat dirigeant conserve la part la plus élevée après l'introduction enregistrent une marge économique plus élevée que les entreprises à faible taux de rétention mais non significative. Le taux de rotation des actifs est supérieur pour ce groupe en (n-1) au seuil de 10%.

Les indicateurs d'endettement révèlent un endettement financier plus faible pour les entreprises à fort taux de rétention notamment en (n-1) où il est significatif au seuil de 5%. Enfin, le taux de marge bénéficiaire (RN/TA) demeure significativement supérieur pour celui du groupe à forte rétention sur la période (n-1,n) et en (n-1, n+1).

En variation, le déclin de la performance économique est plus prononcé pour le groupe à fort taux de rétention sur (n-1, n) et sur (n-1, n+1) et significatif au seuil de 1% ou 5%. De même que l'évolution du taux de marge économique significatif sur (n-1, n+1) et que le taux de rotation des actifs significatif sur (n-1, n). La baisse du taux de rotation sur la période (n-1,n), sachant que les ventes augmentent sur cette période, est imputable à une croissance plus forte des actifs : cela suggère un investissement plus important des sociétés où les dirigeants conservent une participation élevée. Mais ce résultat doit être interprété avec prudence : en effet, le total des actifs incorpore l'actif circulant ; il est, de plus, net des amortissements et provisions. Enfin, le taux de désendettement financier est significativement inférieur pour le groupe à forte rétention sur la période (n-1,n) ; une explication plausible et cohérente avec les résultats en niveau est que ces entreprises sont moins endettées avant l'introduction en bourse. En variation ajustée, les résultats, non reportés, ne sont pas significatifs.

En résumé, les résultats précédents ne valident pas l'hypothèse d'agence au vu de l'impact du taux de rétention de l'actionnariat dirigeant sur la variation des performances économiques des sociétés introduites en bourse sur la période (n-1, n+1) : on constate, en effet, un déclin plus prononcé des performances économiques pour les entreprises à forte rétention de l'actionnariat dirigeant ; et ce en dépit d'un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur (bien que non significatif). Il semblerait que ce déclin va de pair avec une baisse de la rotation des actifs sur (n-1, n) ainsi qu'avec un taux de désendettement financier plus faible (significatif au seuil de 10%).

Les tests ont été reconduits en scindant l'échantillon sur la base de la médiane du taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant (TDESAD) ainsi que sur la médiane de la fraction de titres cédés (TC). Les résultats, non reportés, ne sont pas davantage significatifs.

Ces résultats corroborent ceux de Mikkelson et al. (1997) qui ne trouvent aucune liaison significative entre l'évolution des performances économiques et le taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant. Sur le marché français, Sentis (2001) soulignait l'absence de relation entre la fraction de titres offerts, utilisé comme proxy du taux de détention de l'actionnariat dirigeant, et la variation des performances économiques.

Dans la section suivante, nous testons d'autres facteurs explicatifs de l'évolution des performances économiques.

4-2- Les déterminants du niveau et de l'évolution des performances économiques autour de l'introduction en bourse

L'objectif est d'approfondir le lien entre performances économiques et structure d'actionnariat mais également de tester d'autres facteurs explicatifs de l'évolution des performances économiques. Pour cela, nous réalisons plusieurs régressions multivariées.

Les variables à expliquer sont : le niveau de la performance économique en n-1, n et (n+1) ; la variation ajustée et non ajustée de cet indicateur entre (n-1, n) et (n, n+1).

Les variables explicatives sont de plusieurs types.

Nous testons, en premier lieu, le pouvoir explicatif des variables économiques : le taux de marge (EBE/CAHT), le taux de rotation des actifs (CAHT/TA), le taux de croissance des ventes (TCCA) et le taux d'endettement (DE/TA).

Nous nous intéressons, en second lieu, au pouvoir explicatif des variables de structure d'actionnariat : fraction de titres cédés (TC), taux de rétention (TRAD) et taux de désengagement (TDESAD). Nous regardons également l'impact de la présence d'investisseurs institutionnels : TDINST est la part détenue par les investisseurs institutionnels^{xvi} avant l'introduction. TRINST est la part détenue par ces investisseurs après l'introduction. Jain et Kini (1995) mettent en évidence l'impact positif de la participation de sociétés de capital risque sur les performances économiques : ces actionnaires auraient un rôle disciplinaire vis à vis de l'actionnariat dirigeant.

Enfin, nous avons introduit d'autres variables explicatives :

- MIB : Motivation de l'introduction en bourse : cette variable prend la valeur 1 si la raison évoquée dans le prospectus est, outre le financement de la croissance, l'amélioration de la structure financière et/ou le souhait de donner des liquidités à l'actionnariat actuel.
- COB : Présence d'un avertissement COB : cette variable prend la valeur 1 si la COB fait apparaître un avertissement aux investisseurs quant à la situation financière délicate de la société demandant l'admission à la cote.
- Age : Durée de vie de l'entreprise à la date de l'introduction en nombre d'années entières d'exploitation.
- Taille : Valeur comptable des actifs l'année précédant l'introduction en bourse.

Tableau 9 – Résultats des régressions linéaires sur le niveau de performance économique des sociétés cotées

Le tableau 9 présente les résultats des régressions multivariées portant sur le niveau de performance économique (EBE/TA) en (n-1), n et (n+1).

Les variables explicatives sont : le taux de marge économique (EBE/CAHT) sur l'année testée, le taux de rotation des actifs (CAHT/TA) sur l'année testée, le taux d'endettement (DE/TA) sur l'année testée ; la fraction de titres mise sur le marché (TC), le taux de détention de l'actionnariat dirigeant avant et après l'introduction (TDAD et TRAD), la participation des investisseurs institutionnels avant et après l'introduction (TDINST et TRINST).

Variables	EBE/TA n-1				EBE/TA n				EBE/TA n+1			
	Régression 1	Régression 2	Régression 3	Régression 4	Régression 1	Régression 2	Régression 3	Régression 4	Régression 1	Régression 2	Régression 3	Régression 4
Nombre d'observations	106	104	106	106	112	110	110	110	112	113	112	112
Constante	0.065 (0.882)	0.152 (2.178 ^{***})	0.200 (6.935 ^{***})	-0.043 (-0.740)	-0.017 (-0.516)	-0.186 (-3.793 ^{***})	0.028 (1.081)	-0.111 (-2.447 ^{**})	-0.001 (-0.221)	-0.052 (-0.890)	-0.113 (-2.984 ^{**})	-0.225 (-3.426 ^{***})
EBE/CAHT	0.065 (5.015 ^{***})				0.032 (5.202 ^{***})				0.040 (4.132 ^{***})			
CAHT/TA		0.062 (3.188 ^{***})				0.092 (5.501 ^{***})				0.004 (0.149)		
DE/TA	-0.078 (-0.843)	-0.059 (-0.603)			0.141 (1.876 [*])	0.119 (1.503)			-0.237 (-2.914 ^{**})	-0.210 (-2.420 ^{**})		
TC					0.087 (2.044 ^{**})			0.110 (2.296 ^{**})	0.108 (1.704 [*])	0.151 (2.251 ^{**})		0.162 (2.329 ^{**})
TDAD	0.183 (2.402 ^{**})											
TRAD				0.257 (3.150 ^{**})		0.144 (2.015 ^{**})		0.185 (2.506 ^{**})				0.150 (1.394)
TDINST		-0.287 (-3.375 ^{***})	-0.324 (-3.814 ^{***})									
TRINST												
Age												
Valeur de F	12.428 ^{***}	8.753 ^{***}	14.549 ^{***}	9.922 ^{**}	15.732 ^{***}	7.850 ^{***}	5.819 ^{**}	5.977 ^{***}	10.546 ^{**}	5.441 ^{**}	4.952 ^{**}	5.839 ^{***}
R ² ajusté	0.246	0.184	0.114	0.078	0.285	0.201	0.081	0.12	0.256	0.137	0.066	0.116

(t de Student)

* significatif au seuil de 10%

** significatif au seuil de 5%

***significatif au seuil de 1%

Tableau 10 – Résultats des régressions linéaires sur l'évolution des performances économiques des sociétés cotées

Le tableau 10 présente les résultats des régressions multivariées portant sur l'évolution des performances économique EBE/TA (n-1, n) et EBE/TA (n-1, n+1) non ajustées puis ajustées.

Les variables explicatives sont : la variation du taux de marge économique (EBE/CAHT) sur la période testée, la variation du taux de rotation des actifs (CAHT/TA) sur l'année testée, la variation du taux d'endettement (DE/TA) sur l'année testée ; le taux de détention de l'actionariat dirigeant (TDAD), la participation des investisseurs institutionnels avant l'introduction (TDINST) et après l'introduction (TRINST). L'âge est le nombre d'années d'exploitation de l'entreprise, la taille est le total des actifs en (n-1).

Période	EBE/TA (n-1,n)			EBE/TA (n-1, n+1)			EBE/TA (n-1, n) ajustée		EBE/TA (n-1, n+1) ajustée	
	Régression 1	Régression 2	Régression 3	Régression 1	Régression 2	Régression 3	Régression 1	Régression 2	Régression 1	Régression 2
Variables										
Nombre d'observations	103	105	105	75	106	106	108	109	110	110
Constante	0.056 (1.283)	-0.135 (-5.979)	-0.006 (0.132)	-0.088 (-1.796)	-0.252 (-7.009)	-0.027 (-0.377)	-0.715 (-5.780)	-0.612 (-5.818)	-0.592 (-5.200)	-0.542 (-5.689)
CAHT/TA (n-1, n) ou (n-1, n+1)	0.081 (4.084)			0.129 (3.614)						
DE/TA (n-1, n) ou (n-1, n+1)	0.096 (1.212)			-0.252 (-3.838)						
TDAD	-0.126 (-2.151)		-0.37 (-2.151)			-0.201 (-2.094)				
TDINST		0.220 (3.327)		0.235 (2.139)	0.362 (3.413)			0.631 (2.007)		0.577 (2.017)
Age							0.0138 (1.723)		0.009 (1.255)	
Taille							0.0073 (1.981)		0.005 (1.740)	
Valeur de F	10.453	11.071	4.624	10.421	11.647	4.385	3.672	4.026	2.447	4.070
R ² ajusté	0.218	0.088	0.034	0.276	0.092	0.031	0.047	0.027	0.091	0.027

(t de Student)

* significatif au seuil de 10%

** significatif au seuil de 5%

***significatif au seuil de 1%

Les principaux résultats des régressions multivariées sur le niveau de la performance économique en (n-1), n et (n+1) sont présentés dans le tableau 9.

Les modèles 1 et 2 testent l'impact des variables d'actionnariat et des variables économiques. Sur les trois années, le taux de marge économique (EBE/CAHT) se révèle un facteur explicatif significatif de la rentabilité économique au seuil de 1%. Le taux de rotation des actifs a un impact positif sur la performance économique significatif en (n-1) et en n. Le taux d'endettement enregistre le même renversement de tendance que celui mis en avant dans les tests de Wilcoxon : il a un impact positif en n mais négatif en (n-1) et en (n+1) sur le taux de rentabilité économique. Enfin, le taux de participation de l'actionnariat dirigeant a un impact positif sur la performance économique au seuil de 5% en (n-1) et en n. Le pouvoir explicatif des modèles varie entre 0.245 et 0.287 (valeur du R^2 ajusté).

L'influence des seules variables d'actionnariat est testée dans les modèles 3 et 4. Bien que le pouvoir explicatif des modèles soit peu élevé (compris entre 0.066 et 0.12), ces variables conservent un rôle significatif dans l'explication du niveau de performance économique. Trois autres variables d'actionnariat révèlent un pouvoir explicatif sur le niveau de la performance économique : la fraction de titres secondaires offerte au public a une influence positive sur le niveau de performances en n et en (n+1). Le taux de détention par les investisseurs institutionnels ainsi que leur taux de rétention semblent jouer à la baisse sur le taux de rentabilité économique en (n-1) et en n.

Enfin, l'âge de l'entreprise a un impact positif sur le niveau de performance économique en n et en (n+1) au seuil de 5%.

Le tableau 10 expose les résultats des régressions multivariées sur la variation de performance économique non ajustée puis ajustée.

La variation du taux de marge économique n'est pas un facteur explicatif de la variation non ajustée de performance économique. En revanche, la variation du taux de rotation des actifs est significative au seuil de 1% sur (n-1,n) et sur (n-1,n+1) : une diminution du taux de rotation accentue logiquement la détérioration de performance économique. Le modèle 1 a un pouvoir explicatif compris entre 0.223 et 0.276 (valeur du R^2 ajusté).

Le taux de détention de l'actionnariat dirigeant a une influence négative sur la variation de performance économique significative au seuil de 5% : ce résultat est cohérent avec celui des tests de Wilcoxon qui révélaient un déclin de rentabilité économique plus prononcé pour le groupe à forte participation de l'actionnariat dirigeant^{xvii}. Inversement, le taux de détention des investisseurs institutionnels avant l'introduction évolue dans le même sens que la variation de performance économique (il est significatif au seuil de 1% ou 5%).

Les régressions menées sur le taux de variation ajustée de la performance économique ne sont pas très concluantes : le taux de détention des investisseurs institutionnels semble avoir un impact haussier sur cette variation. La taille et l'âge sont significatifs au seuil de 5% ou 10% mais présentent de très faibles coefficients. De plus, le R^2 ajusté des modèles est très faible.

Seules les variables significatives sont reportées : ainsi, les motivations de l'introduction en bourse ou la présence d'un avertissement de la COB n'ont pas apporté d'explication quant au niveau ou à la variation des performances économiques.

4-3- Synthèse des résultats et interprétation

Le déclin des performances économiques des sociétés admises à la cote sur le Nouveau Marché est clairement mis en évidence par nos résultats : il se situe entre -6.70% et -10.71% sur la période $(n-1, n+3)$, n étant l'année de l'introduction en bourse. Ce déclin est indépendant d'un effet sectoriel : il concerne également la variation ajustée de la performance économique par l'échantillon des sociétés non cotées. Il est expliqué par la détérioration de ses deux composantes économiques : dégradation du taux de marge économique en dépit d'un fort développement des ventes, croissance des actifs encore plus élevée qui fait chuter le taux de rotation des actifs.

Les variables de structure d'actionnariat, notamment le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant après l'introduction, apportent un éclairage complémentaire.

Les tests de Wilcoxon sur les deux groupes suivant le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant se révèlent globalement peu significatifs quant au niveau de performance économique, à l'exception de l'année $(n-1)$: le taux de rentabilité économique est significativement supérieur pour le groupe « fort » en $n-1$ et va de pair avec un taux de rotation des actifs plus élevé cette même année. L'analyse en régression confirme l'impact positif du taux de rétention de l'actionnariat dirigeant sur la performance économique en $(n-1)$, aux cotés du taux de marge et du taux de rotation des actifs.

Les tests de Wilcoxon sur la variation de performance économique sur la période $(n-1, n+1)$ sont plus significatifs : ils montrent une détérioration plus élevée de cette performance pour le groupe d'entreprise à fort taux de rétention, tant sur la période $(n-1, n)$ que sur la période $(n, n+1)$. Le taux de rétention a également un impact négatif sur la variation de performance en $(n-1, n)$.

En résumé, ces résultats mettent en avant un comportement différent des performances économiques des entreprises des deux groupes particulièrement sur l'année $(n-1)$ et sur la période $(n-1, n)$.

Contrairement aux résultats de Mikkelson et al.(1997), l'âge, la taille ou les motivations de l'introduction en bourse ne semblent pas expliquer l'évolution des performances économiques des sociétés cotées.

Enfin, dans la lignée de Morck et al. (1988) et de Kim et al. (1997), nous avons testé l'existence d'une relation de type cubique entre l'évolution des performances économiques et le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant : les résultats de cette régression, non reportés, ne sont pas concluants.

Comment interpréter ces résultats à la lueur des deux hypothèses explicatives proposées ?

En premier lieu, la structure de propriété, notamment le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant semble avoir un impact positif sur le niveau de performance économique en $(n-1)$ et en n . Mais les entreprises qui ont un fort taux de rétention enregistrent, en revanche, un déclin plus important de leur performance économique. Ce résultat est contraire à celui de Jain et Kini (1994) et à l'hypothèse d'agence (alignement des intérêts des dirigeants sur les autres actionnaires) : les auteurs mettent en évidence un déclin atténué des entreprises à fort taux de rétention. Cependant, Jain et Kini (1994) n'étudient que la variation des performances et non leur niveau. Le taux de désengagement des dirigeants n'apporte pas d'éclairage significatif à la variation de performance économique : nos résultats rejoignent sur ce point ceux de Mikkelson et al. (1997) qui utilisaient cette mesure.

Nos résultats ne sont pas significatifs sur la variation ajustée des performances économiques : la composante de déclin spécifique aux sociétés cotées n'est pas expliquée de manière satisfaisante.

En second lieu, plusieurs résultats semblent aller dans le sens de l'hypothèse du timing. Le déclin très prononcé de la performance économique sur la période (n-1, n) est un premier indicateur. Il suggère que l'introduction en bourse est planifiée à un moment où les performances économiques sont très élevées et où les opportunités d'investissement semblent importantes. Le taux de rotation des actifs, plus faible pour les sociétés cotées indique une croissance des actifs plus soutenue que celle des ventes : on peut supposer un niveau plus élevé d'investissements, indépendamment d'un effet sectoriel. Cependant, le biais du retour sur investissement ne suffit pas à expliquer la détérioration constante et significative du taux de marge économique ainsi que la baisse du taux de croissance des ventes sur les trois années suivant l'introduction. Deux explications sont possibles : la première est celle proposée par Loughran et Ritter (1997) pour expliquer le déclin des performances économiques des entreprises émettrices d'actions : elles continuent à investir massivement alors même que leurs performances économiques se détériorent. Ils en déduisent que les dirigeants entreprennent des projets à VAN négative dans un comportement de culture de croissance tel qu'évoqué par Jensen (1993). La deuxième explication est que les dépenses d'investissement entreprises l'année de l'introduction ne sont pas maintenues sur les années suivantes. Pagano et al.(1998) ont constaté une baisse des dépenses d'investissement sur la période post-introduction, conjuguée à un désendettement significatif : ils concluent à un *timing* de l'introduction en bourse. Les dirigeants utiliseraient l'introduction pour assainir leur structure financière après une forte période de croissance. Nous avons également souligné le désendettement significativement plus important des entreprises cotées par comparaison avec l'échantillon de référence.

La non disponibilité des dépenses d'investissement dans Diane est une limite importante à l'interprétation des résultats. C'est pourquoi nous avons effectué une collecte de ces dépenses dans la base Compustat sur la période (n-1,n+3). Nous avons également obtenu le montant d'investissements prévisionnels précisé par l'entreprise dans le prospectus d'introduction : l'année de l'introduction et l'année suivant l'introduction.

Tableau 11 – Dépenses d'investissement des entreprises de l'échantillon

Année	Médiane des dépenses d'investissements (M€)	Médiane des dépenses d'investissement prévisionnelles (M€)
n-1	0.157 (45)	0.785 (90)
n	0.239 (60)	1.425 (74)
n+1	0.222 (69)	
n+2	0.192 (56)	
n+3	0.153 (38)	

(nombre d'observations)

Le tableau 11 synthétise les informations relatives aux dépenses d'investissement des sociétés de notre échantillon. Nous observons une hausse des dépenses d'investissement entre (n-1) et n suivie d'une baisse régulière sur les trois années suivant l'introduction. Par ailleurs, les dépenses réalisées se révèlent très inférieures aux estimations publiées dans le prospectus d'introduction. Ces résultats rejoignent ceux de Pagano et al.(1998) : l'introduction en bourse

serait planifiée lors d'un pic de croissance et de performance pour l'entreprise et servirait à améliorer la structure financière au détriment du maintien des dépenses d'investissement.

L'hypothèse du timing est cohérente avec le lien entre les variations de performance économique observées sur la période (n-1, n) et la structure d'actionnariat. Les dirigeants qui introduisent leur entreprise sur le Nouveau Marché conservent une part importante du capital. Ils sont, de plus, soumis à la clause d'engagement de conservation des titres (*lock-up*) dans la période suivant l'introduction. Le groupe d'entreprises à fort taux de rétention a donc d'autant plus intérêt à planifier l'introduction à un moment où les performances économiques sont particulièrement élevées afin d'assurer son succès. Cet excès d'optimisme joue ensuite sur la politique d'investissement. Soit l'investissement n'est pas maintenu. Soit le choix de projets d'investissement à VAN négative résulte de l'enracinement de ces dirigeants et d'une volonté d'extraire des bénéfices privés du moins sur la période du lock-up. D'où un déclin plus prononcé des performances post-introduction pour le groupe à fort taux de rétention. Cette hypothèse peut également expliquer le rôle disciplinaire des investisseurs institutionnels : nos résultats en régression montrent que leur participation vient réduire le déclin des performances économiques autour de l'introduction en bourse.

Contrairement à Mikkelson et al.(1997), nous n'avons pas mis en évidence un lien entre la fraction de titres cédés et la détérioration plus forte des performances économiques : les auteurs concluaient à un *timing* de l'introduction au regard de la deuxième grande motivation de l'introduction en bourse aux Etats-Unis : la volonté de procurer des liquidités à l'actionnariat dirigeant. Les entreprises françaises ne semblent pas s'introduire en bourse prioritairement dans ce but, ce qui peut expliquer la divergence de résultat.

5- Conclusion et pistes de recherche

Plusieurs travaux empiriques ont analysé les performances économiques des sociétés introduites en bourse et tenté de faire le lien avec la structure d'actionnariat. Les travaux portent essentiellement sur le marché américain à l'exception d'une étude sur le marché français sur la période 1991-1995. Ils comparent des entreprises introduites à des entreprises déjà cotées. L'objectif du présent article a consisté à présenter et à expliquer les performances économiques des entreprises françaises introduites en bourse sur le compartiment du Nouveau Marché sur la période 1996-2000. L'étude porte sur un échantillon de 115 entreprises appariées avec un échantillon de sociétés non cotées afin d'isoler l'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques.

Nous avons mis en évidence un déclin conséquent des performances économiques des sociétés introduites en bourse compris entre -6.70% et -10.71% sur la période (n-1, n+3). Cette détérioration est maintenue lorsque ajustée d'un effet sectoriel en dépit d'un fort taux de croissance des ventes. Ces résultats concordent avec les études américaines, asiatiques et européennes.

Les tests des hypothèses explicatives du niveau et de l'évolution des performances économiques offrent des résultats plus contrastés. Le lien entre la structure d'actionnariat et l'évolution des performances économiques n'est pas aussi significatif que dans l'étude de Jain et Kini (1994). Il ne contribue pas à valider l'hypothèse d'agence. En revanche, plusieurs résultats concourent à retenir l'hypothèse du *timing*. Les dirigeants introduiraient leur entreprise en bourse à un moment à la fois propice pour le secteur et pour le cycle de vie de l'entreprise. La détérioration des performances économiques est particulièrement marquée

sur la période (n-1, n). Ce *timing* serait d'autant plus actif que les dirigeants conservent une part significative du capital après l'introduction en bourse. Une limite de l'étude est la non disponibilité de l'ensemble des dépenses d'investissement afin de pouvoir approfondir le comportement des entreprises cotées par rapport à celui des entreprises de référence. Une deuxième limite concerne l'explication du rôle des investisseurs institutionnels : un prolongement réside dans l'étude plus fine du rôle des sociétés de capital risque dans l'évolution des performances économiques.

Afin d'approfondir l'hypothèse du *timing*, il convient de relier les résultats précédents aux anticipations des dirigeants eux-mêmes mais également des investisseurs. Cette hypothèse a été vérifiée sur le marché américain et elle apporte des éléments d'explication à un autre phénomène paradoxal : les firmes introduites sont généralement valorisées avec un PER (*Price Earning Ratio*) élevé. Ainsi, les investisseurs anticiperaient de fortes perspectives de croissance future. Or, après l'introduction, le PER ainsi que le M/B (*market to book ratio*) et l'EPS (*earning per share*) diminuent. Ce constat suggère un certain optimisme de la part des investisseurs : ils semblent valoriser les firmes candidates à l'introduction sur l'hypothèse d'un maintien de leurs performances économiques. Ce maintien n'est pas vérifié en pratique.

L'évolution des sociétés de notre échantillon sur la période postérieure à notre étude (2000-2004) mérite d'être soulignée : sur les 115 sociétés de l'échantillon, 25 sociétés soit 20% d'entre elles ne sont plus cotées sur le Nouveau Marché :

- 2 sociétés ont fait l'objet d'une fusion-absorption en 2003 ;
- 10 sociétés sont en cessation d'activité (4), en liquidation (4) ou font l'objet d'un plan de continuation (1) ou d'une mise en redressement judiciaire (1) en 2002 et 2003 ;
- 11 sociétés ont fait l'objet d'un retrait de cote de type obligatoire ;
- 1 société a fait l'objet d'un transfert au Nouveau Marché, 2 sociétés ont fait l'objet d'un transfert au Second Marché.

Enfin, sur les 90 sociétés toujours cotées sur le Nouveau Marché, 14 d'entre elles ont été transférées sur le compartiment spécial dédié aux entreprises en difficulté.

Les performances économiques à court terme et à long terme des sociétés introduites pourraient également éclairer leurs performances boursières. La vérification de l'hypothèse du *timing*, autrement dit d'une concomitance entre introduction en bourse et rentabilité économique extraordinaire (au sens propre) pourrait expliquer les rentabilités anormales positives traditionnellement observées le premier jour de cotation. L'étude des performances boursières à long terme a fait l'objet de résultats contradictoires tant sur le marché américain que sur le marché français^{xviii} : l'existence d'une sous performance à long terme n'est pas clairement mise en évidence. Le lien entre l'évolution de la rentabilité opérationnelle des sociétés introduites et le parcours boursier du titre sur le long terme demande donc à être approfondi. La question est d'autant plus intéressante que près de la moitié des entreprises cotées de notre échantillon (51) sont revenues à une ou plusieurs reprises sur le marché primaire lors d'opérations d'augmentation de capital sur la période 1997-2004.

Bibliographie

Barber.B.M, Lyon.J.D, 1996, Detecting abnormal operating performance : the empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, vol.41, 359-399

Cai.J, Wei.J, 1997, The investment and operating performance of Japanese initial offerings, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.5, 389-417

Demsetz.H, 1983, The structure of ownership and the theory of the firms, *Journal of Laws and economics*, vol.26, 375-390

Degeorge.F, Zeckhauser.R, 1993, The reverse LBO decision and firm performance : theory and evidence, *Journal of finance*, vol.48, 1323-1348

Degeorge.F, Derrien.F, 2001, Les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse : le cas français, *Banque et Marchés*, vol.55, 8-18

Fama.E.F, Jensen.M.C, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol.26, 301-325

Husson.B, Jacquillat.B, 1990, Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché, *Finance*, vol.11(1), 123-134

Ibbotson.R, Jaffe.J, 1975, Hot issue markets, *Journal of Finance*, vol.30(5), 1027-1042

Jain.B.A, Kini.O, 1994, The post-issue operating performance of IPO firms, *Journal of Finance*, vol.49 (5), 1699-1726

Jain.B.A, Kini.O, 1995, Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms, *Managerial and decision economics*, vol. 16(6), novembre-décembre, 593-606

Jensen.M.C, 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, vol.48, 831-880

Jensen.M.C, Meckling.H, 1976, Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol.4, 305-350

Kim.K., Kitsabunnarat.P, Nofsinger.J, 2002, Ownership control and operating performance in an emerging market : Evidence from Thai IPO firms, *Journal of Corporate Finance*, vol.156, 1-27

Kutsuna.K, Okamura.H, Cowling.M, 2002, Oownership structure pre and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.10, 163-181

Leland.H, Pyle.D, 1977, Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, *Journal of Finance*, vol.32(2), 317-387

Leleux.B.F, 1993, Post-IPO performance : A French appraisal, *Finance*, vol.14(2), 79-106

- Loughran.T, Ritter.J.R, 1995, The new issue puzzle, *Journal of Finance*, vol.50(1), 23-51
- Loughran.T, Ritter.J.R, 1997, The operating performance of firms conducting seasoned equity offering, *Journal of Finance*, vol.52(5), 1823-1850
- McConnell.J.J, Servaes.H, 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate values, *Journal of Financial Economics*, vol.27, 595-612
- Mikkelson.W.H., Partch.M.M, Shah.K, 1997, Ownership and operating performance of companies that go public, *Journal of Financial Economics*, vol.44 , 281-307
- Morck.R, Schleifer.A, Vishny.R.W, 1988, Management ownership and market valuation : an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol.20, 293-315
- Pagano.M, Panetta.F, Zingales.L, 1998, Why do companies go public : an empirical analysis, *Journal of Finance*, vol.53(1), 27-64
- Rajan.R.G, Servaes.H, 1997, The effect of market conditions on initial public offerings, *Journal of Finance*, vol.52, 507-529
- Ritter.J, 1991, The long-run underperformance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, vol.46(1), 3-27
- Schatt.A., Roy.T, 2001, Modification de la structure de propriété et valorisation des sociétés introduites en bourse, *Banque et Marchés*, vol.55, 19-30
- Schatt.A, Broye.G, 2003, Pourquoi certains actionnaires cèdent plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse, *Banque et Marchés*, vol.65, 29-35
- Sentis.P, 2001, Performances opérationnelles et boursières des sociétés introduites en bourse : le cas français 1991-1995, *Finance*, vol.22(1), 87-118
- Sentis.P, 2004, Introduction en Bourse, une approche internationale, *Economica*, Paris
- Short.H, Keasey.K, 1999, Managerial ownership and the performance of firms : evidence from the UK, *Journal of Corporate Finance*, vol.5, 79-101
- Shultz.P, Zaman.M, 2001, Do the individual closest to internet firms believe they are overvalued ?, *Journal of Financial Economics*, vol.59(3), 347-381
- Rangan.S, 1998, Earnings management and the performances of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, vol.13, 1987-221
- Theoh S.H, Welch.I, Wong.T.J, 1998, Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, vol.50, 63-99
- Severin.E, 2001, Ownership structure and the performance of firms: Evidence from France, *European Journal of Economic and Social Systems* vol.15(2), 85-107

Annexe : Base de données sur les performances économiques

SOURCES ET RETRAITEMENTS	
Indicateurs de performances économiques sur la période 1998-2002	Diane : 5 ans d'historique sur comptes consolidés pour les sociétés cotées 10 ans pour les sociétés de l'échantillon de contrôle
Indicateurs de performances économiques sur la période 1995-1998	Documents de références des sociétés cotées AMF Diane pour l'échantillon de contrôle
Indicateurs de performances économiques sur 2003	Rapports annuels ou communiqués de presse à destination des investisseurs sur le site web des sociétés cotées
<p>Contrôle de cohérence de la base de données sur les performances économiques des sociétés cotées :</p> <ul style="list-style-type: none"> - contrôle de 10% de l'échantillon des sociétés sur Diane avec les rapports annuels présents dans les documents de référence ; - retraitement : les sociétés dont l'exercice social est mars ou février n sont classée en n-1 dans Diane : retraitement en n - pour chaque société, vérification de l'année de transition 1998 lors de la collecte dans les rapports annuels 	
Variables de structure d'actionnariat Motivations de l'introduction en bourse	Prospectus préliminaires et définitifs relatif à l'introduction en bourse
CRITERES DE PAIRAGE REQUIS SUR DIANE	
Code NAF	3 chiffres et une lettre ; complété par l'objet le cas échéant pour affiner le pairage lorsque le secteur comprend un grand nombre de sociétés
Total actif n-1	Il s'agit du total bilan de l'exercice fiscal précédent l'exercice fiscal de l'introduction en bourse.
Situation juridique	L'échantillon de contrôle comprend des sociétés en situation normale avec comptes en 2004 : les sociétés en cessation de paiements, redressement judiciaire ou liquidation ne sont pas retenues
Place boursière	Variable de contrôle pour vérifier que la société « paire » n'est pas déjà cotée

ⁱ Husson et Jacquillat (1990), Sentis (2001), Schatt et Roy (2001) .

ⁱⁱ Leleux (1993), Degeorge et Derrien (2001)

ⁱⁱⁱ Les groupes sont arbitrairement définis avant d'effectuer les tests.

^{iv} Les études citées se concentrent sur le niveau de performance économique et non sur son évolution.

^v Sentis (2004) souligne que les phénomènes de *clustering* et celui de *hot market*, bien que concomitants, n'en sont pas moins différents.

^{vi} Le Nouveau Marché offre une grande souplesse en matière d'admission. Jusqu'en septembre 2003, les entreprises n'ont pas d'obligations en termes d'antériorité de comptes, ce qui permet l'introduction de sociétés très

jeunes. De même, il n'existe pas de conditions portant sur le chiffre d'affaires ou sur les résultats de l'entreprise. Les entreprises postulantes au Nouveau Marché doivent répondre aux critères suivants :

Fonds propres :	1,5 millions d'euros minimum
Montant à diffuser dans le public :	5 millions d'euros minimum
Augmentation de capital :	50 % des capitaux levés
Flottant :	20 % minimum
Nombre de titres à diffuser dans le public :	100 000 minimum

^{vii} Article P1.1.31, alinéa 1^{er}, livre II : les dirigeants sont tenus de conserver tout ou partie (80%) de leurs titres, de six à trente six mois après l'introduction (instruction Euronext 1996, modifiée en 1998 puis en 2003).

^{viii} Morck, Schleifer et Vishny (1998) définissent l'actionnariat dirigeant comme les administrateurs ; Mac Connel et Servaes (1990) incluent également les corporate officers. Jain et Kini (1994) incluent les sociétés de capital-risque.

^{ix} Association Nationale des Sociétés par Actions

^x Les entreprises dissoutes, liquidées ou cédées dans les deux années suivant l'introduction sont absentes : elles sont au nombre de 4.

^{xi} La date de création retenue est l'année où la société a été opérationnelle ; certaines sociétés changent de nom avant l'introduction en bourse et ont, en conséquence, une nouvelle immatriculation au registre du commerce qui ne reflète pas leur âge réel.

^{xii} A la différence du résultat opérationnel anglo-saxon, l'EBE est calculé net des impôts, taxes et versements assimilés. Il comprend également, outre le chiffre d'affaires, la production stockée et immobilisée. Il exclut, en revanche, les autres produits et charges d'exploitation.

^{xiii} La médiane est utilisée comme estimateur de la tendance centrale car elle attribue moins de poids aux valeurs extrêmes.

^{xiv} Ces mesures tendent probablement à sous-estimer le niveau de contrôle de l'actionnariat dirigeant puisqu'elles ne prennent pas en compte la part des droits de vote. Le pourcentage post-introduction a été calculé en faisant l'hypothèse que l'option de surallocation ou les bons de souscription étaient exercés : en effet, les opérations sont souvent sur souscrites.

^{xv} Les tests ont été réalisés sur la médiane de la variation ajustée : les résultats, non reportés ici, sont similaires à ceux obtenus sur la médiane de la variation non ajustée.

^{xvi} Les investisseurs institutionnels comprennent les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (fonds de placement, sociétés de capital risque) ainsi que les compagnies d'assurance.

^{xvii} Les régressions ont également été menées sur le taux de rétention TRAD les résultats sont similaires.

^{xviii} Sur l'échantillon de Degeorge et Derrien (2001), le marché d'introduction n'explique pas significativement les performances boursières à long terme, peut-être à cause de la sur-représentation du Second Marché par rapport au Nouveau Marché.