



HAL
open science

La valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse (1997-2004)

Yosra Bejar

► **To cite this version:**

Yosra Bejar. La valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse (1997-2004). Gestion et management. Université Paris Dauphine - Paris IX, 2006. Français. NNT: . tel-00164632

HAL Id: tel-00164632

<https://theses.hal.science/tel-00164632>

Submitted on 22 Jul 2007

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE PARIS DAUPHINE
EDOGEST
DAUPHINE RECHERCHES EN MANAGEMENT (CEREG)

LA VALEUR INFORMATIONNELLE DU CAPITAL IMMATERIEL
APPLICATION AUX ENTREPRISES TECHNOLOGIQUES
NOUVELLEMENT INTRODUITES EN BOURSE (1997-2004)

THÈSE
pour l'obtention du titre de
DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION
(Arrêté du 07 Août 2006)

Présentée et soutenue publiquement par
Yosra BEJAR

JURY

Directeur de recherche : **Monsieur Laurent BATSCH**
Professeur à l'Université Paris Dauphine

Rapporteurs : **Monsieur Jean-François GAJEWSKI**
Professeur à l'Université Paris XII
Monsieur Patrick SENTIS
Professeur à l'Université de Montpellier

Suffragants : **Madame Edith GINGLINGER**
Professeur à l'Université Paris Dauphine
Monsieur Simon PARIENTE
Professeur à l'Université de Toulouse I

24 Novembre 2006

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

*A mes parents,
pour leur confiance et leur soutien constant*

*A mon frère et à ma sœur,
pour leur amour et leur encouragement*

*A mon mari,
pour sa patience, mais aussi son dévouement
sans lui, ce travail de thèse n'aurait pu aboutir*

*A mon fils,
pour tous les instants précieux que je lui ai volés.*

Remerciements

Je tiens avant tout à exprimer ma profonde reconnaissance au professeur Laurent BATSCH, pour avoir accepté d'encadrer cette thèse et m'avoir fait confiance tout au long de ce parcours. Ses conseils pertinents et ses encouragements aux moments cruciaux ont contribué à la bonne réalisation de cette thèse.

Je remercie également les professeurs Edith GINGLINGER et Simon PARIENTE pour avoir accepté de participer au jury de cette thèse ainsi que les professeurs Jean-François GAJEWSKI et Patrick SENTIS pour l'attention qu'ils ont portée à mes travaux et pour avoir accepté de la rapporter.

Je remercie particulièrement le professeur Edith GINGLINGER pour les remarques qu'elle m'a faites lors de la pré-soutenance et le professeur Méziane LASFER pour les précieux conseils qu'il m'a apportés lors du séminaire doctoral. Leur aide, à tous les deux, a été précieuse pour l'amélioration de la qualité de mon travail.

Je tiens aussi à exprimer mes remerciements les plus sincères aux professeurs Denis DUBOIS et Roland PORTAIT pour m'avoir accueillie au sein de l'équipe pédagogique de la chaire de Finance au Conservatoire National des Arts et Métiers. A leur côté, j'ai beaucoup appris.

La partie empirique n'aurait pu aboutir sans le concours de nombreux professionnels. Je remercie Marc BOERI sans lequel je n'aurais pu obtenir de précieux contacts chez Exane. Je remercie également Chantal PITHOIS-LATAPIE de m'avoir invitée aux séminaires de la SFAF et m'avoir donnée l'occasion de rencontrer de nombreux professionnels. Je remercie également Martine CHARBONNIER, Arnaud DUTHOIT et Alain MARTEL pour avoir répondu à toutes mes interrogations concernant les marchés financiers.

La diffusion de mon questionnaire a été plus facile grâce à l'aide précieuse de Denis DUBOIS, Flavie FABRE AZEMA et Marysol MICHEL.

Mes remerciements s'adressent également à Riadh BELHAJ pour son amitié, son écoute et sa disponibilité, à Gilbert LAFFOND et Frédéric LOSS, pour leurs précieux conseils, à Florence LABEGORRE pour sa présence dès le début de la thèse, à Madina RIVAL pour sa gentillesse et son amitié. Leur travail à tous, de relecture et de correction a largement contribué à améliorer ce document.

Un grand merci à Antoine RENUCCI pour ses encouragements constants et sa disponibilité auprès des doctorants. Merci également à Nihel CHABRAK, Khouther JOUABER, François DESMOULINS LEBEAULT pour leur présence aux moments difficiles. Leur soutien moral m'a été d'un grand secours dans les moments de doute.

Je tiens également à remercier Caroline EMONET pour son soutien et ses encouragements les derniers jours de ma thèse. Ses paroles ont su me redonner confiance en moi.

Merci également à mes amis de toujours, Ahmed DAMMAK et Houda YOUSSEF. Il m'est difficile d'oublier ceux qui ont été mes compagnons de route durant mes quatre années au CEREG : je pense en particulier à Nesserine BENHMIDA, Salima BENMANSOUR, Sarah DRAUS, Abdoukarim IDI CHEFFOU, Aloïs KANYINDA, Salma KASBI, Irem NURAL, Van Tien NGUYEN, khaoula SADDOUR et Giang TRAN.

Ce serait une grande maladresse si je n'évoquais pas mes collègues du CNAM qui m'ont réservé un accueil chaleureux et m'ont offert, de bon cœur leur amitié et leur soutien. Je pense à Sophie BERNIER, Mohamed DAYANE, Ewelina LIPIEC, Amel OULDJI, Monique PAUWELS, Sidonie de SAINT-OURS et Gérard SAINT-VAL.

Je m'en voudrais d'oublier toute ma famille et toutes les personnes qui m'ont soutenue et encouragée durant ces longues années de thèse.

Introduction Générale

Le capital immatériel nourrit toujours de nombreux débats. Son importance justifie la création par le Ministre de l'Economie des Finances et de l'Industrie, le 27 mars 2006 de la commission sur l'économie de l'immatériel. Cette commission est chargée d'étudier la contribution du capital immatériel au développement économique et de réfléchir à son évaluation et à sa gestion.

l'OCDE (2006) souligne de son côté l'importance de «...fournir au marché des informations suffisantes et pertinentes sur le capital immatériel », afin d'améliorer les décisions des investisseurs et d'exercer « un effet de discipline sur les dirigeants de l'entreprise et son conseil d'administration »¹.

De même, ces dernières années, plusieurs rapports récents (AICPA 1994; FASB 2001; SFAF & Euronext 2002...) ² et différentes recommandations dans la littérature (Beattie & Pratt, 2002a et b; Eccles & Mavrinac, 1995 ; Lev, 2002; Eccles et *al.* 2001 ; Garcia-Meca et *al.* 2005...) appellent au développement de la communication sur le savoir-faire, les brevets, les clients... autant d'éléments appartenant au capital immatériel tel que défini par Edvinsson et Malone³ (1997).

¹ OCDE (2006) « Actifs immatériels et création de valeur » Réunion du Conseil de l'OCDE au niveau ministériel.

² AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) ; FASB (Federal Accounting Standard Board) ; SFAF (Société Française des Analystes Financiers).

³ Edvinsson et Malone sont les auteurs d'un ouvrage fondateur sur le sujet « Intellectual capital, realizing your company's true value by finding its hidden brain-power ». Cet ouvrage est le résultat de travaux menés à partir de 1992 chez l'assureur suédois SKANDIA. Selon ces auteurs, le capital immatériel peut essentiellement prendre trois formes : le capital humain, le capital structurel interne (regroupe toutes les informations sur l'organisation l'innovation et le savoir faire) et le capital structurel externe (essentiellement porté sur le capital client).

L'intérêt du marché financier pour ce capital est récent (Eccles et *al.* 2001 ; Garcia-Meca et *al.* 2005). Si sa contribution à la création de valeur ne semble plus faire de doute pour les stratèges et les managers (Bontis, 2001), son impact sur l'évaluation de l'entreprise est moins avéré.

La communication sur le capital immatériel influence dans de nombreux travaux empiriques la valeur des entreprises sur les marchés financiers. Par exemple Lev en 2002 montre dans une étude consacrée à l'industrie pharmaceutique que l'autorisation de mise sur le marché d'un produit par la Food and Drug Administration des États-Unis augmente en moyenne le cours de bourse de 0,5 %. La hausse passe à 1,1 % lorsque l'annonce est accompagnée d'informations qualitatives et elle quadruple pour atteindre 2 % lorsque des informations quantitatives sont également fournies.

L'importance d'une telle communication à l'intention des marchés est récemment soulignée dans le contexte des introductions en bourse (Buck et *al.*, 2003 et 2005 ; Van Der Zahn et Singh, 2005). Elle contribuerait à une plus grande efficacité des marchés, diminuerait le coût du capital et permettrait une meilleure allocation des ressources (OCDE, 2006)

Les normes de comptabilité et de cotation aussi bien en France qu'en Europe exigent ou recommandent la publication d'informations de qualité dans les prospectus. Mais une information narrative n'est pas toujours conforme à ce qu'on peut en attendre. Les investisseurs remettent d'ailleurs en question le caractère significatif de l'information publiée et montrent toujours de l'insatisfaction à l'égard des publications des entreprises (Wallace, 1988 ; Riahi- Belkaoui, 1997 ; Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001 ; Labégorre et Boubaker, 2006).

Si le marché disposait d'une taxonomie claire, utile pour les investisseurs et les dirigeants, l'information figurant dans les prospectus des sociétés répondrait efficacement aux besoins des investisseurs. L'expérience de la bulle Internet est là pour nous rappeler ce qui peut se produire lorsque les informations sur le modèle économique des entreprises sont insuffisantes ou mal interprétées.

Ce constat nous a conduits à nous intéresser à la valeur informationnelle du capital immatériel des entreprises technologiques introduites en bourse. Nous nous demandons en particulier si les entreprises fortement dotées en immatériels et dépendantes d'équipes innovantes, peuvent signaler leur qualité au marché financier à travers un effort volontaire de publication sur leur capital immatériel.

La réponse à cette problématique soulève trois types de difficultés.

Tout d'abord, les besoins en informations des investisseurs sont mal définis dans la littérature. Les travaux s'accordent à dire que les investisseurs ont besoin de plus de transparence et de précisions sur les informations communiquées. Ils n'offrent pas par contre de référentiel détaillé aux entreprises.

Ensuite, l'appréhension du capital immatériel par le marché financier est difficile⁴. Les approches utilisées dans la littérature sont essentiellement managériales et stratégiques (Sondhi et Fried, 1994 ; Mortensen et *al.* 1997 ; Edvidson et Malone, 1997).

Enfin, le rôle de signal d'une information volontaire est difficile à prouver. Les conditions de sa validité doivent être discutées. L'information volontaire publiée par l'entreprise sur son capital immatériel possède certes, l'une des caractéristiques fondamentales du signal qui est sa finalité⁵. Mais si aucun coût ne peut lui être associé, la crédibilité du signal peut être amoindrie.

Notre recherche prolonge les travaux réalisés sur l'offre volontaire d'information. Celle-ci est considérée comme un outil pour réduire les asymétries d'informations lors des offres publiques initiales (Hughes, 1986 ; Beatty et Ritter, 1986).

Différentes informations volontaires ont été testées dans les études empiriques. Ces dernières sont essentiellement axées sur la publication de prévisions de résultats. Clarkson et *al.* (1992) ; Jog et Mc Conomy (2003) étudient l'impact de la publication de prévisions de résultats sur la sous évaluation des titres sur le marché canadien. Labégorre et Boubaker (2005) testent la même relation sur le marché français.

D'autres travaux testent l'impact d'autres types d'informations facultatives sur la sous-évaluation. Friedlan (1993), Leone et *al.* (2003) s'intéressent aux détails informationnels présents dans les prospectus d'introductions en bourse.

⁴ Plusieurs variables technologiques et stratégiques sont incorporées dans les définitions récentes du Capital Immatériel. Dans cette thèse, nous définirons le concept et sonderons sa perception par le marché financier.

⁵ Cette information peut être destinée à agir comme un signal parce qu'elle peut être manipulée dans cette intention. Le signal (caractéristique observable et manipulable) doit, en effet, être distingué selon Spence (1973) de l'indice (caractéristique observable et non manipulable).

Chahine et Mathieu (2003) développent le contenu informationnel du prospectus à travers des « contextes de valeur ». Schrand et Verrecchia (2004) étudient la fréquence des publications avant l'introduction en bourse. Van Der Zahn et Singh (2005) analysent les publications volontaires d'informations sur le capital immatériel.

Des variables autres que l'information volontaire peuvent réduire le désavantage informationnel des investisseurs au moment d'une introduction en bourse. Deeds et al. (1997) ; Decarolis et Deeds, (1999) et Wilbon (1999) montrent ainsi que certaines variables liées aux spécificités des entreprises de hautes technologies sont considérées comme signaux de qualité de la part des investisseurs au moment de l'introduction en bourse.

Pour traiter notre problématique, nous utilisons des méthodes quantitatives, classiques en finance, auxquelles nous ajoutons des méthodologies qualitatives.

Tout d'abord, une enquête par entretien nous permet d'étudier la perception du capital immatériel par le marché financier. La méthode Delphi nous permet par la suite de tester l'éventuelle convergence dans les avis des investisseurs à l'égard des informations à publier. Cette méthode consiste à interroger de manière répétée des experts familiers du domaine et les amener à s'exprimer par rapport à une opinion de groupe. Les résultats obtenus seront ensuite validés grâce à une enquête par questionnaire administrée par internet.

Les résultats de ce travail qualitatif nous permettent de proposer un indicateur de mesure qui quantifie l'effort de publication fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Cet indicateur sera utilisé pour tester la valeur informative du capital immatériel dans un contexte d'introduction en bourse.

Par ailleurs, une analyse de survie nous permet de tester l'impact éventuel du capital immatériel sur la durée de cotation de l'entreprise introduite en bourse. Nous complétons ce faisant, les études encore peu nombreuses en finance mobilisant cette méthodologie⁶.

⁶Labégorre (2003) utilise cette méthodologie pour tester les probabilités de couverture des entreprises nouvellement introduites en bourse par des analystes financiers. Riva et Deville (2005) l'utilisent pour étudier le retour à l'efficience des marchés des options.

Hensler et *al.* (1997) et Jain et Kini (1999) ont été les premiers à examiner la probabilité de survie sur les marchés financiers américains des entreprises nouvellement introduites en bourse. Boubakri et *al.* (2005), Yan et Sheu (2006) ont respectivement étudié cette relation sur le marché canadien et taiwanais. A notre connaissance, cette relation n'a pas été testée sur le marché français.

Les apports de notre recherche se situent à plusieurs niveaux :

En premier lieu, nous contribuons à la définition du concept de capital immatériel, dans une optique financière. Contrairement aux travaux antérieurs qui privilégient des approches stratégiques et managériales, l'appréciation de ce capital par les investisseurs sera mise en lumière.

En deuxième lieu, nous étudions l'impact de l'effort informationnel fourni sur le capital immatériel, sur l'évaluation de l'entreprise au moment de l'introduction en bourse. Ce travail vient enrichir les travaux antérieurs encore limités dans ce domaine (Van Der Zahn et Singh, 2005 ; Buck et *al.* 2005).

En troisième lieu, Nous apprécions l'impact de l'effort informationnel sur la survie des entreprises introduites en bourse. Par ce travail, nous sondons les probabilités de survies sur le marché français et nous contribuons à l'identification des éléments qui les influencent.

Sur un plan pratique, notre recherche offre aux investisseurs, un moyen pour évaluer les entreprises et leurs possibilités futures de croissance. Elle met en évidence le rôle, attribué par le marché financier, aux publications sur le capital immatériel et souligne la nécessité d'harmoniser les règles de présentation de ces publications.

Ce document s'organise en deux parties, chacune subdivisée à son tour en trois chapitres. La première partie est consacrée à la présentation des théories, ainsi qu'au développement de notre problématique. La deuxième partie présente la vérification empirique de nos hypothèses de recherche.

Dans le premier chapitre, nous présentons l'environnement informationnel et institutionnel des introductions en bourse. Une description des attentes de publications du marché financier et leur évolution récente est exposée dans ce chapitre.

Nous proposons également une étude descriptive des caractéristiques des introductions en bourse réalisées sur le marché français durant la période 1996-2004. L'ensemble des entreprises introduites sur le Nouveau et Second Marché⁷ sera étudié.

Le deuxième chapitre étudie la contribution du capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise. Après une définition de ce concept, nous sondons sa perception par le marché financier à travers une enquête par entretien.

Le troisième chapitre développe notre problématique de recherche. A travers une présentation de la théorie du signal et ses évolutions (notamment l'exploitation des signaux technologiques), nous nous interrogeons sur le rôle que peuvent avoir les publications sur le capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise. Nous défendons la thèse selon laquelle un « effort de publication particulier » de la part de l'entreprise sur son capital immatériel serait un signal de qualité lors de l'introduction en bourse.

La vérification empirique de cette problématique est développée dans la deuxième partie de la thèse.

Dans le quatrième chapitre, nous étudions les attentes informationnelles des investisseurs en matière de capital immatériel et leur convergence éventuelle grâce à méthodologie Delphi. Nous définissons par ailleurs dans ce chapitre l'« effort informationnel optimum »⁸ attendu par les investisseurs lors des introductions en bourse et nous précisons les conditions de sa perception comme signal de qualité.

Dans le chapitre 5, nous développons un indicateur de mesure permettant de « quantifier » l'effort de publication des entreprises sur leur capital immatériel. Cet indicateur reflète le degré d'adéquation des publications des entreprises avec les attentes exprimées des investisseurs. Les résultats de l'application de cet indicateur aux à un échantillon d'entreprises technologiques introduites en bourse sur le Nouveau et Second Marché Français, sont également décrits dans ce chapitre.

⁷ Ces marchés ont disparu en 2005. La fusion des marchés a donné naissance à Euronext et Alternext.

⁸ Il s'agit d'un optimum de publication. Cet optimum, défini par les investisseurs, est composé d'un certain nombre d'informations sur le Capital immatériel appréciées comme les plus pertinentes dans un contexte d'introduction en bourse.

Dans le sixième chapitre, nous étudions empiriquement l'impact de l'effort fourni par l'entreprise sur son évaluation. Nous mettons en évidence son rôle dans les stratégies de signalisation lors des offres publiques initiales et son pouvoir de prédiction par rapport aux signaux classiques de la littérature. Nous analyserons également son impact sur la survie des entreprises à long terme.

Dans la conclusion, nous reviderons sur les apports théoriques et empiriques de ce travail. Nous répondrons à nos questions de recherche et nous présenterons les limites de ce travail ainsi que les voies futures de recherches.

Première Partie

Positionnement Théorique et Hypothèses de Recherche

Sommaire :

Chapitre 1 : Environnement institutionnel et informationnel des introductions en bourse.....	11
Chapitre 2 : Perception du capital immatériel par le marché financier et sa contribution à l'évaluation de l'entreprise.....	69
Chapitre 3 : Rôle du capital immatériel dans les stratégies de signalisations des entreprises technologiques : modélisation et hypothèses de recherche.	103

Chapitre 1. Environnement institutionnel et informationnel des introductions en bourse

L'introduction en bourse consiste « à accéder pour la première fois à un marché de capitaux et à obtenir une cotation publique » (Sentis, 2004). L'entreprise met en vente des titres, pour lesquels l'information est extrêmement limitée, à un grand nombre d'investisseurs (institutionnels, particuliers, salariés). Durant ces dernières années, nombreuses études à la fois théoriques et empiriques se sont intéressées à cette opération. Ces études traitent le contexte des introductions en bourse (motivations des entreprises, environnement institutionnel et informationnel...) mais également les phénomènes provoqués par l'ouverture du capital.

Dans ce chapitre, nous avons voulu décrire l'environnement des introductions en bourse et présenter le cadre théorique qui les entoure.

Dans un premier temps, nous allons présenter le processus d'introduction en bourse et le rôle joué par les différents acteurs dans l'opération. Nous allons également, présenter les phénomènes de sous évaluation et de sous performance des titres rattachés à l'ouverture du capital.

Dans un deuxième temps, nous décrirons l'environnement informationnel des introductions en bourse. Les obligations de publication et les attentes d'informations de la part des investisseurs vont être explorées.

Enfin, nous étudierons l'environnement des introductions en bourse sur le marché français. Nous explorerons les procédures d'introduction, les fonds levés et le comportement des titres après l'ouverture du capital sur le Nouveau et Second marché.

Section 1. Caractéristiques des introductions en bourse

L'abondance de la littérature économique sur le thème des introductions en bourse témoigne de l'importance accordée à ce sujet. Malgré cette abondance, certains phénomènes restent mal expliqués et méritent des recherches supplémentaires. Nous avons voulu, dans cette section, présenter les phénomènes et problèmes organisationnels provoqués par l'ouverture du capital au public.

1.1 L'organisation de l'introduction en bourse

1.1.1 Les motivations de l'opération

Jusqu'au début des années 1980, la décision de l'introduction en bourse était considérée comme une simple étape dans la vie de l'entreprise, (Zingales, 1995). Les études les plus récentes, la considèrent comme dépendante de motivations spécifiques aux entreprises. Des travaux sur les avantages (Rajan 1992 ; Holmström et Tirole 1993 ; Pagano et Röel 1998...) et les contraintes (Ritter 1987 ; Chemmanur et Fulghieri 1999, Yosha 1995...) d'une telle décision sont apparus dans la littérature.

Ces travaux restent relativement peu développés par rapport à la littérature abondante sur l'explication des phénomènes liés aux introductions en bourse⁹ (Kim et Weisbach, 2005). Dans le Tableau 1.1, nous avons essayé de résumer principaux écrits sur le sujet.

L'avantage de l'introduction en bourse le plus fréquemment avancé, dans la littérature, est celui de l'accès à de nouvelles sources de financement. Cet avantage a été confirmé sur plan international par l'étude de Kim et Weisbach (2005). Les auteurs ont examiné les introductions en bourse de 16 958 entreprises dans 38 pays. Ils montrent que les entreprises qui s'introduisent en bourse par création d'action (par opposition à celles qui s'introduisent par transfert d'actions des *insiders* vers le public) le font pour financer des projets innovants dans les 4 ans qui suivent l'introduction.

Les auteurs montrent également que ces entreprises réduisent le niveau de leur dette d'une manière plus importante que celles qui s'introduisent par transferts d'actions vers le marché.

⁹ Ceci est dû à la difficulté d'obtention de données sur les entreprises qui décident de ne pas s'introduire en bourse.

Tableau 1.1 : Les motivations et réticences de la prise de décision de l'ouverture du capital au public

Motivations liées à la décision d'introduction en bourse	
• Financement de nouveaux projets	Kim et Weisbach (2005)
• Accroissement du pouvoir de négociation avec les banques.	Rajan (1992) Pagano et al. (1998)
• Accroissement de la liquidité du patrimoine	Modèles de microstructure ¹⁰ Amihud et Mendelson (1988) Mello et Parsons (1998) Bolton et Von Thadden (1998) Boot et al. (2006)
• Surveillance de l'entreprise par la participation des salariés au capital et par la présence d'investisseurs externes	Holmström et Tirole, (1993) Pagano et Roell, 1998
• Reconnaissance de la notoriété de l'entreprise	Merton (1987) Stoughton et al. (2001)
• Cession de l'entreprise	Zingales (1995) Brau et al. (2003) Brau et Fawcett (2006)
• Stratégie de sortie pour l'entrepreneur	Helwege et Parker (2004)
• Profiter des fenêtres d'opportunités (périodes haussières des cours)	Ritter (1991) Jacquillat (1994)
Réticences liées à la décision d'introduction en bourse	
• Coût de l'introduction en bourse (coût de l'opération et de la présence sur la cote)	Ritter (1987)
• Perte de confidentialité	Campbell (1979) Yosha (1995)
• Diffusion d'informations sur l'entreprise	Leland et Pyle (1977), Chemmanur et Fulghieri(1999) Bharath et Dittmar (2006)

Source : Extraits de plusieurs articles

Par ailleurs, en diversifiant ces sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédits, ce qui en retour peut lui assurer une levée de fonds à un moindre coût (Rajan, 1992 ; Pagano et al. 1998).

¹⁰ Les modèles de microstructure des marchés montrent que la liquidité des actions d'une entreprise est une fonction croissante du volume des échanges de titres.

En périodes haussières, l'entreprise peut utiliser le climat favorable du marché pour obtenir des capitaux à un coût avantageux (Jacquillat, 1994). Les dirigeants de l'entreprise qui observent une surévaluation des titres d'autres entreprises du même secteur sur le marché, pendant une période donnée, deviennent plus incités par l'introduction (Ritter, 1991).

D'autres arguments comme la liquidité du patrimoine sont également considérés comme des motivations pour l'ouverture du capital. Les marchés financiers offrent aux actionnaires d'origine un moyen facile pour se désengager de leur entreprise (Jacquillat, 1994 ; Jobard, 1996 ; Grinblatt et Titman, 1998). Ils offrent par ailleurs à l'entreprise de la notoriété auprès des investisseurs (Merton, 1987) et un moyen efficace de cession (Zingales, 1995).

Pagano, Panetta et Zingales (1998) ont souligné que ces facteurs sont loin d'être concurrents mais plutôt complémentaires. A cet effet, ils peuvent servir dans un cadre conjoint pour développer une explication de la décision d'introduction en bourse.

Au même titre que les motivations, les réticences liées à l'introduction en bourse ont également fait l'objet de théories explicatives. La principale source de réticences citée dans la littérature est celle de l'importance des coûts liés à l'ouverture du capital. Ces coûts peuvent être préalables à l'introduction (coûts de restructuration engagés pour préparer l'introduction en bourse), liés à l'introduction (coûts de communication interne et coûts de rémunération des intermédiaires financiers) ou encore postérieurs à l'introduction (coûts de sous évaluation).

L'ouverture du capital provoque par ailleurs une perte de confidentialité (Campbell, 1979 ; Yosha, 1995) et oblige l'entreprise à diffuser des informations sur son activité, sa stratégie et ses états financiers.

La rétention d'informations par l'entreprise peut provoquer des phénomènes de sélection adverse et de hasard moral (Leland et Pyle, 1977 ; Chemmanur et Fulghieri, 1999). Dans une étude récente, Bharath et Dittmar (2006) montrent que les entreprises souffrant de fortes asymétries informationnelles¹¹ et exposées à une faible liquidité des titres après l'introduction n'ont pas intérêt à ouvrir leur capital au public.

¹¹ Selon les auteurs, les entreprises souffrant d'asymétries informationnelles sont les entreprises de petites tailles, qui seront probablement peu suivies par des analystes après leur IPO, avec une forte intensité en R&D...

1.1.2 Les étapes de l'opération

Le processus d'introduction en bourse commence longtemps avant que les transactions débutent sur les marchés financiers. Effectivement, ce processus se déclenche avec la prise de décision, par l'entreprise, de l'ouverture de son capital au public. Celle-ci entreprend les actions nécessaires et s'entoure de partenaires de qualité pour maximiser les chances de succès de son introduction.

1.1.2.1 Processus et choix inhérents à l'introduction en bourse sur le marché français

Plusieurs partenaires entourent l'introduction en bourse : il s'agit essentiellement de l'introducteur, de l'auditeur et de l'agence de communication.

L'introducteur : il peut être un établissement de crédit ou une société de bourse. Il a la charge d'aider l'entreprise à la préparation des documents d'information à diffuser à l'occasion de l'introduction et l'analyse financière permettant d'évaluer ses perspectives de développement. Par ailleurs, il assure le placement des titres et organise l'animation du marché sur les plans technique et commercial, dans les conditions définies par la réglementation.

Le choix de l'introducteur est déterminant dans le processus d'introduction en bourse notamment pour son poids dans les discussions avec l'autorité boursière à propos du pricing des actions et son efficacité dans la distribution des titres.

La réputation de l'introducteur est seule garante du bon déroulement de ces étapes et par conséquent de l'opération d'introduction en bourse.

Les entreprises du Nouveau Marché bénéficient d'un Introducteur Teneur de Marché (ITM). Cet acteur assure les fonctions classiques d'un introducteur mais également les fonctions de tenue des marchés après l'ouverture du capital. L'ITM garantit, pendant au moins trois ans, la liquidité des titres et s'engage à assurer l'animation et la promotion de la valeur.

Le rôle de l'ITM n'est pas fondamentalement différent sur le plan technique de la mission d'accompagnement d'un client sur le Second Marché par une banque, il se trouve cependant situé à un autre niveau en terme de contrôle de l'information : la banque présentatrice assure à la fois le parrainage de l'émetteur qu'elle a sélectionné, de l'opération qui est proposée, de son succès et de son prolongement à terme.

Les commissaires aux comptes : ils sont les garants de la qualité de l'information financière au même titre que l'ITM. Ils présentent leurs conclusions dans l'avis intégré dans le document d'information établi par la société, en particulier, sur les éléments prévisionnels (ils doivent vérifier la concordance des hypothèses retenues pour les divers calculs effectués avec les hypothèses telles que décrites).

L'agence de communication : son intervention peut aider à la préparation matérielle de l'introduction : réunions d'information pour analystes financiers, journalistes ; supports de communication, tels que brochures, prospectus, communiqués ... L'agence de communication doit veiller à ce que la communication ne porte pas sur des éléments différents du prospectus ou absents de celui-ci.

Une fois les contrats avec les partenaires établis, l'entreprise demande l'admission à la cote aux autorités de marché et à la société de bourse en leur fournissant un dossier préalable d'introduction suivi par un prospectus définitif. Les délais de réponse¹² des autorités sont représentés dans le Graphique 1.1. Ce dernier résume les étapes de pré introduction par lesquelles l'entreprise doit passer pour accéder aux marchés financiers.

1.1.2.2 Les procédures d'introduction en bourse

Contrairement au marché américain qui présente une procédure unique d'introduction « le bookbuilding », le marché français offre cinq différentes procédures : le placement garanti ; la procédure de cotation directe (CD) ; l'offre à prix minimum (OPM) ; l'offre à prix ferme (OPF) ; l'offre à prix ouvert (OPO). Ces procédures s'appliquent à tous les marchés français, y compris le marché libre. Elles sont mises en oeuvre par Euronext Paris qui centralise les ordres d'achat et détermine le premier cours coté.

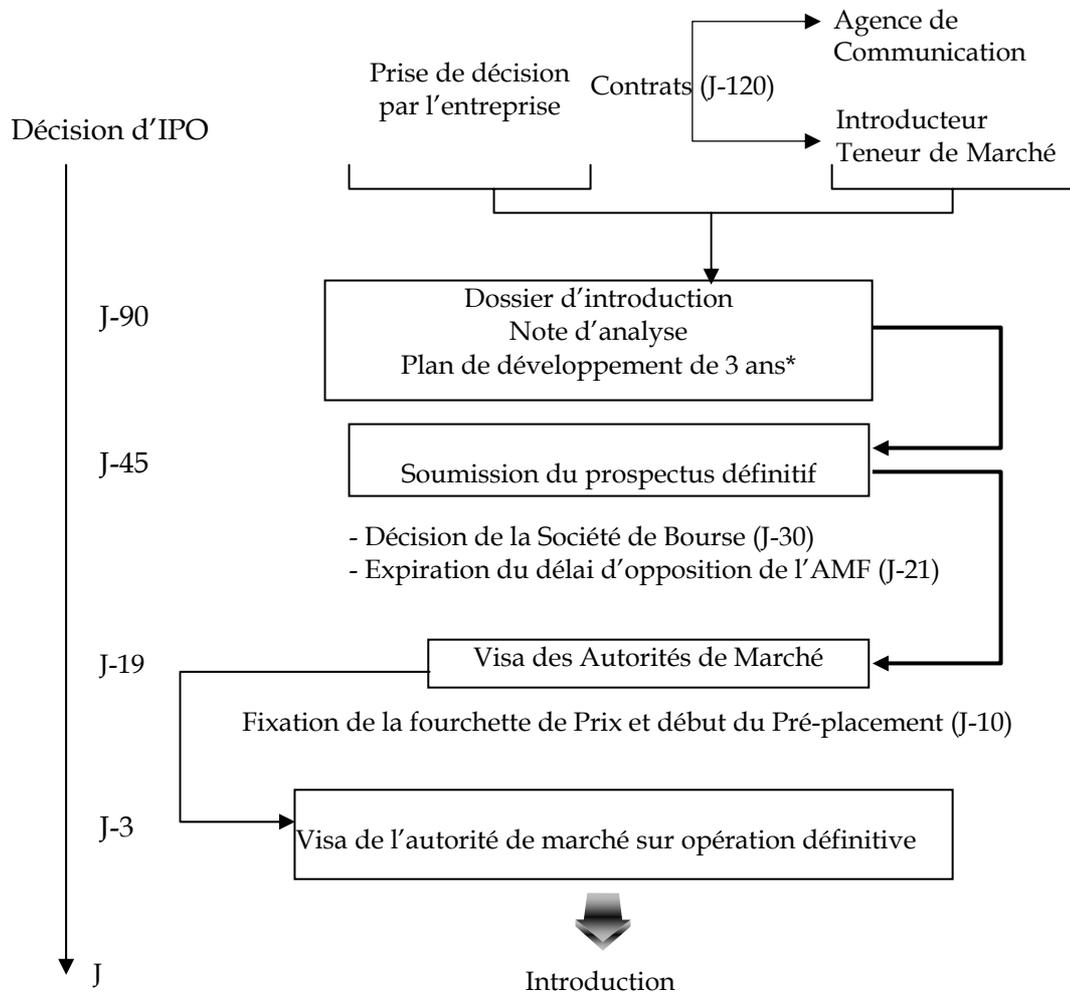
Les procédures de CD, OPM, OPF et OPO (dites procédures de marchés) permettent de réaliser simultanément les deux opérations de diffusion et de première cotation des titres, alors que les procédures de pré placement (ou placement)¹³ des titres ne permettent que leur diffusion.

¹² Ces délais peuvent légèrement varier d'un marché à un autre.

¹³ La diffusion des titres dans le public peut prendre la forme d'un placement total ou partiel, garanti ou non et réalisé par un ou plusieurs établissements financiers habilités. Le placement est associé à une procédure de CD, d'OPF ou d'OPO pour permettre sa première cotation sur le marché boursier. L'OPM est la seule procédure non compatible avec un placement.

Celles-ci doivent être associées à une procédure de marché pour permettre la négociation sur un marché réglementé.

Graphique 1.1 Exemple de processus d'introduction en bourse



* la publication d'un plan de développement n'est pas obligatoire sur tous les marchés

Source : l'auteur d'après des informations Euronext

** Le placement garanti : Il s'adresse aux investisseurs institutionnels et n'est pas tenu de garantir l'équité dans la répartition des titres. C'est le cas le moins favorable aux actionnaires individuels. L'introducteur (syndicat bancaire) décide d'allouer, et de façon discrétionnaire, les actions aux investisseurs. Evidemment, ce sont les investisseurs institutionnels qui sont privilégiés, la société qui s'introduit cherche des actionnaires stables.

** La cotation directe (CD) : cette procédure est parfois appelée « mise à disposition » puisque les actionnaires vendeurs mettent à la disposition des intermédiaires une quantité de titres pour cession sur le marché. Deux jours de bourse avant la première cotation, un avis d'Euronext Paris décrit les modalités de l'opération : le prix minimum de cession, la quantité de titres qui sera mise sur le marché, et la variation maximale autorisée par rapport au prix minimum. Les ordres d'achat acceptés pour cette procédure sont les ordres à cours limité et à tout prix.

Le taux de service minimum est de 4 % sur tous les ordres supérieurs ou égaux au cours coté, ce qui signifie que si le marché ne peut pas servir au moins 4 % des demandes, il procède à une nouvelle tentative d'introduction avec ou sans changement de procédure et sur une nouvelle base d'offre.

** L'offre à prix minimum (OPM) : cette méthode d'introduction s'apparente, avec quelques aménagements, à une vente aux enchères classique. Elle présente donc l'inconvénient d'offrir au marché un bien dont le prix n'est pas fixé à l'avance. Les acheteurs potentiels ne connaissent que le prix d'offre minimum proposé par les actionnaires de la société.

L'avis d'Euronext Paris décrivant les modalités de l'introduction est publié cinq jours de bourse avant le jour fixé pour la première cotation. Pour cette procédure, les investisseurs ne peuvent donner que des ordres d'achat à cours limité. Un carnet d'ordres centralisé par Euronext Paris se constitue.

En fonction de l'offre (qui est fixe) et de la demande de titres, un prix d'équilibre se dégage, qui ne correspond pas nécessairement au premier cours coté. Ce dernier correspondra au prix à payer par les acheteurs servis. Les modalités de répartition des titres sont déterminées le jour de l'introduction par Euronext Paris. Le premier cours coté est égal au prix de la plus basse demande servie, il ne peut pas être supérieur à plus de 20 % par rapport au prix d'offre minimum.

Pour la plupart des introductions en bourse, la quantité de titres demandés est supérieure à l'offre, qui peut éventuellement être augmentée s'il est prévu une option de sur-allocation. L'ajustement se réalise alors par réduction des demandes. L'annonce du premier cours coté s'accompagne de la publication des coefficients de réduction appliqués aux diverses limites servies. Le taux de service minimum est de 5 % dans la fourchette de prix servie.

** L'offre à prix ferme (OPF) : l'OPF présente l'avantage par rapport à l'OPM de ne pas laisser inconnu, jusqu'au jour de l'introduction, le prix auquel les actions seront vendues. L'avis d'Euronext Paris publié cinq jours de bourse avant le jour fixé pour la première cotation indique les caractéristiques de l'introduction : le nombre de titres offerts et le prix d'offre qui est ferme et définitif ou bien une fourchette de prix indicative. Dans ce dernier cas, un avis complémentaire fait connaître le prix définitif quarante huit heures avant l'introduction. Le seul type d'ordre de bourse accepté pour cette procédure est l'ordre limité au prix d'offre. Le premier cours coté correspond au prix ferme. Le taux de service minimum est de 1 % sur l'ensemble des ordres.

** L'offre à prix ouvert (OPO) : l'offre à prix ouvert peut être considérée comme une variante de l'offre à prix ferme. Une fourchette de prix est annoncée, mais, contrairement à l'OPF, le prix n'est pas fixé avant l'introduction afin de tenir compte des conditions du marché, et le premier cours coté se situera dans la fourchette ou à ses limites.

Les ordres acceptés sont les ordres limités dans la fourchette, bornes incluses. Le premier cours coté correspond à la limite de la plus basse demande servie. Le taux de service minimum sur tous les ordres égaux ou supérieurs au cours coté est de 1 %.

Le choix de la procédure d'introduction dépend du type d'actionnaires que la société envisage de faire entrer dans son capital. Ce choix dépend également du degré d'incertitude concernant la valorisation de l'entreprise. Le recours à la cotation directe ou à l'offre à prix ferme sont plutôt à conseiller lorsqu'on cerne bien la valeur de la société introduite. Les procédures à prix minimum et les procédures de placements sont à conseiller lorsque l'incertitude est forte, elles laissent davantage de latitude au marché pour apprécier le prix d'introduction.

1.2 La sous évaluation des titres : un phénomène généralisé sur les marchés financiers

1.2.1 Constat international

Les travaux empiriques caractérisent le contexte des introductions en bourse par un phénomène de sous évaluation des titres les premiers jours de cotations. Cette sous évaluation se manifeste par un écart positif de cours entre le premier cours coté ou le premier cours d'équilibre, et le prix d'offre. Ce phénomène a été confirmé sur un plan international (Ibbotson, 1975 ; Loughram, 1994 ; Loughran et Ritter, 1995 ; Ginglinger et Faugeron Crouzet, 2002 ; Derrien et Womack 2003).

De nouvelles études, montrent aujourd'hui que ce phénomène est toujours d'actualité et qu'il est plus prononcé pour les valeurs technologiques et de nouvelle économie (Schultz et Zaman, 2001).

Le Tableau 1.2 résume en cinq colonnes¹⁴ la plupart des études empiriques conduites sur le phénomène. Ce dernier apparaît généralisé sur les marchés financiers mais diffère selon les auteurs, les périodes d'études et la taille de l'échantillon.

Le phénomène semble comparable aux Etats-Unis, en France et en Europe. Il est par contre plus prononcé dans les pays émergents. Kim et Lee (1990) observent une sous évaluation moyenne de 37% durant la période 84-86 sur un échantillon constitué de 41 entreprises introduites en bourse sur le marché coréen. Kim et *al.* (1995) élargissent l'échantillon de ces auteurs et montrent que la sous évaluation initiale moyenne s'établit à 57,56% pour un échantillon de 169 entreprises. Dans le cadre d'une comparaison à l'échelle internationale, Aggarwal, et *al.* (1993) observent une sous évaluation moyenne de 78,50%, 33% et 16,70% respectivement sur le marché brésilien, mexicain et chilien. Les valeurs les plus élevées restent celles obtenues sur les marchés malaisien et chinois. Dawson (1987) et Su et Fleisher (1990) observent des sous évaluations moyennes de 166,70% et 948,50%.

L'importance du phénomène paraît incontestable et si son existence fait l'unanimité, il n'en est pas de même pour son explication. Cet excès de rentabilité a été expliqué par plusieurs hypothèses essentiellement axées sur la présence d'asymétries d'information entre les différents agents qui interviennent dans chaque introduction en bourse (l'entreprise introduite en Bourse, les intermédiaires qui organisent l'opération, les investisseurs et les autorités de tutelle du marché). Ces derniers produisent une information, que le marché financier intègre dans l'explication de la valeur de l'entreprise.

¹⁴ Les auteurs, le pays d'investigations, la taille de l'échantillon, la période étudiée et les taux de rentabilité observés sur le court terme ou sous évaluation

Tableau 1.2 : Synthèse des principales études sur les performances boursières à court terme des titres des sociétés introduites en bourse

Auteurs	Pays	Taille de l'échantillon	Période d'étude	Taux de rentabilité à court terme
Lee, Taylor and Walter (1996)	Australie	266	76-89	11,90%
Dawson et Reiner (1988)	Allemagne	97	77-87	21,50%
Ljungqvist (1997)	Allemagne	189	70-93	9,2%
Ljungqvist et Wilhelm (2002)	Allemagne	470	90-00	42,2%*
Rogiers et Manigart (1992)	Belgique	28	84-90	10,10%
Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	Brésil	62	79-90	78,50%
Jog et Riding (1987)	Canada	100	71-83	11%
Clarkson and Merkley (1994)	Canada	180	84-87	6,44%
Kim et Lee (1990)	Corée	41	84-86	37%
Kim, Krinsky et Lee (1995)	Corée	169	85-89	57,56%
Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	Chili	36	82-90	16,70%
Logue (1973)	Etats-Unis	250	65-69	60%
Reilly (1977)	Etats-Unis	53	72-75	9,90%
Ibbotson (1975)	Etats-Unis	120	60-69	Positive
Ritter (1991)	Etats-Unis	1526	75-84	14,06%
Affleck-Graves, Hegde and Miller (1994)	Etats-Unis	1183	75-85	11%
Ritter et Welch (2002)	Etats-Unis	6249	80-2001	18,8%
Rahnema, Fernandez et Martinez (1992)	Espagne	71	85-90	35%
Keloharju (1993)	Finlande	80	84-89	8,70%
McDonald et Jacquillat (1974)	France	31	68-71	3%
Jacquillat et al., (1978)	France	60	66-74	2,70%
Husson et Jacquillat, (1989)	France	131	83-86	11,40%
Degeorge et Derrien (2001)	France	243	91-98	17,5%**
Sentis (2001a)	France	61	91-95	9,24%
Ginglinger et Fougeron-Crouzet (2002)	France	292	83-94	18%
Broye et Schatt (2003)	France	402	86-2000	20,3%
Labégorre et Boubaker (2005)	France	185	94-2000	14,7%
Gajewski et Gresse (2005)	France	363	95-2004	5,36%
Buckland, Herbert et Yeomans (1981)	GB	297	65-75	9,60%
Levis (1990)	GB	123	85-88	8,60%
Levis (1993)	GB	712	80-88	14,30%
Dawson (1987)	Hong Kong	21	78-83	13,80%
Cherubini et Ratti (1992)	Italie	75	85-91	27,10%
Dawson et Hiraki (1985)	Japon	106	79-84	51,90%
Dawson (1987)	Malaisie	21	78-83	166,70%
Paudyal, Saadouni et Briston (1998)	Malaisie	95	95	62,10%
Su et Fleisher (1990)	Chine	308	87-95	948,50%
Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	Mexique	37	87-90	33%
Alpalhao (1988)	Portugal	62	86-87	54,40%
Dawson (1987)	Singapour	39	78-83	39,40%
Ridder (1986)	Suède	55	83-85	40,50%
Kunz et Aggarwal (1994)	Suisse	42	83-89	35,80%

* le calcul de sous évaluation initiale est effectué sur 5 jours

**le calcul de sous évaluation initiale est effectué sur 10 jours

Source : Extraits de plusieurs sources bibliographiques

1.2.2 Les explications liées aux asymétries d'informations

1.2.1.1 Sous évaluation et asymétries d'information entre investisseurs.

Ce type d'asymétries est basé sur l'hypothèse de l'existence de deux types d'investisseurs sur les marchés financiers : les investisseurs informés et les investisseurs non informés. Les investisseurs informés détiennent des informations privées sur la valeur de marché de l'entreprise émettrice. Les autres investisseurs ne détiennent aucune information particulière.

Rock (1986) a été le premier à modéliser ces asymétries d'information pour expliquer le phénomène de la sous évaluation des titres prédominant sur les marchés financiers. Grâce aux informations privées dont ils disposent, les investisseurs informés participent massivement aux opérations d'introductions d'entreprises dont les titres sont sous évalués. Inversement ils ne prendront pas part aux introductions d'entreprises dont les titres sont surévalués.

Du fait de ce comportement, les investisseurs « informés » recevront une allocation importante des titres lorsque ces derniers sont sous évalués. Les investisseurs « non informés » ne recevront qu'une infime part des titres.

En revanche, lorsque les titres sont surévalués, les investisseurs « non informés » en recevront une allocation importante : c'est le phénomène de « malédiction du vainqueur » (Winner's curse). Les investisseurs non informés, observant cet état de fait, risquent de ne plus participer aux introductions¹⁵. Pour éviter cette situation et encourager les investisseurs non informés à participer aux introductions en bourse, une réduction du prix d'émission par rapport au cours d'équilibre leur est consentie. Dans le modèle de Rock (1986), la sous évaluation des titres est appréhendée comme une prime d'émission consentie aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information dont ils souffrent.

Plusieurs auteurs se sont inscrits dans la même approche que Rock (1986) et ont proposé des extensions à son modèle. Beatty et Ritter (1986) démontrent l'existence d'une relation positive entre l'incertitude portée sur la valeur de l'entreprise introduite en bourse et l'espérance de sous évaluation des titres. (Plus la valeur de l'entreprise est

¹⁵ Il est indispensable (par hypothèse) que les investisseurs non informés continuent d'intervenir sur le marché pour que la demande, soit au moins égale à l'offre.

incertaine, plus les titres sont sous évalués). Ils démontrent également l'existence d'un équilibre de sous évaluation lors de l'introduction en bourse. Cet équilibre traduit les intérêts de l'établissement financier qui, d'une part, doit assurer sa crédibilité à l'égard des entreprises (les actions ne doivent pas être trop sous évaluées) ; D'autre part, doit attirer les investisseurs potentiels (les actions doivent être suffisamment sous évalués).

Carter et Manaster (1990) plus tard, ont étudié le rôle de la réputation du banquier lors des introductions en bourse. En s'inspirant à la fois des travaux de Rock (1986) et des extensions proposées par Beatty et Ritter (1986), Ils montrent que plus les investisseurs informés sont nombreux à participer à une introduction en Bourse, plus la sous évaluation des titres est importante. En effet, comme les investisseurs ont peu de ressources à investir dans l'acquisition d'informations, ils ne chercheront à acquérir de l'information que pour les investissements risqués.

Aussi, les capitaux des investisseurs informés vont migrer vers les introductions très incertaines qui sont caractérisées par une forte sous évaluation des titres (car plus la valeur de l'entreprise est incertaine, plus les actions sont sous évaluées).

James et Wier (1990) ont de leur côté montré que l'incertitude sur la valeur de l'entreprise peut être réduite en étudiant la relation qui existe entre l'entreprise et son prêteur. En effet, le fait qu'une banque consente un prêt à une entreprise avant son introduction en Bourse signifierait que l'entreprise présente peu de risque et attesterait de la confiance de la banque à son égard¹⁶.

Parallèlement à ces modèles théoriques, de nombreux travaux empiriques ont été développés.

Koh et Walter (1989) ont testé le modèle de Rock sur un échantillon d'entreprises provenant de la bourse de Singapour. Celle-ci présente des caractéristiques institutionnelles proches de celles prédéfinies dans le modèle de Rock :

1- Le marché fait appel à une seule procédure d'introduction où le prix et la quantité sont décidés par l'entreprise et la banque; Ils ne peuvent varier au cours de la

¹⁶ Notons que ce modèle et celui de Carter et Manaster (1990) diffèrent des articles relatifs à la signalisation, comme celui d'Allen et Faulhaber (1989), de Welch (1989) ou de Grinblatt et Hwang (1989), dans la mesure où la sous évaluation elle-même, n'est pas le signal. La sous évaluation des titres reste appréhendée comme une conséquence d'asymétrie d'information entre les investisseurs et ces auteurs cherchent un moyen de la limiter, en réduisant l'incertitude sur la valeur de l'entreprise

procédure et ils sont connus dès la diffusion du prospectus.

2- La base de l'allocation est déterminée par l'entreprise, sous le conseil de la banque, une fois le détail des demandes est connu.

3- Les investisseurs qui ont soumis des ordres de même importance sont traités de manière identique et les ordres de taille réduite sont proportionnellement mieux servis que les ordres plus importants (c'est pourquoi, la participation des petits investisseurs¹⁷ aux introductions en bourse sur le marché de Singapour est nécessaire).

Les auteurs montrent que la rentabilité moyenne des investisseurs non informés, entre la souscription et le premier cours de cotation sur le marché, n'est pas significativement différente du taux sans risque et que la probabilité de recevoir une allocation d'actions surévaluées est supérieure à trois fois la probabilité de recevoir une allocation d'actions sous évaluées. C'est le phénomène de «malédiction du vainqueur».

Par ailleurs, les tests traduisent l'existence d'un biais en ce qui concerne les allocations de titres. Pour les ordres limités ou de moyenne importance, plus la proportion de titres alloués augmente, plus la rentabilité diminue. Ce phénomène bénéficie essentiellement aux investisseurs qui soumettent des ordres très importants (ces derniers récoltent la rentabilité la plus élevée). D'autre part, un privilège est accordé aux petits investisseurs : ce qui atténue le biais introduit par la demande importante de titres.

Levis (1990) a cherché, de la même manière, à tester le modèle de Rock (1986) sur le marché de Londres. Le travail qu'il a entrepris, a montré une relation positive entre le niveau de souscription et le niveau de la sous évaluation des titres. Un calcul de régression entre la rentabilité à un jour (ajustée des mouvements de marché) et le niveau de souscription a montré un coefficient de corrélation significativement positif.

Keloharju (1993), de son côté, a testé le modèle à partir des introductions en bourse sur le marché finlandais. Un phénomène de «malédiction du vainqueur » a été mis en évidence. Ce phénomène semble être plus accentué que celui enregistré à la bourse de Singapour dans le modèle de Koh et Walter (1989). Keloharju démontre, à cet effet, que

¹⁷ Si on considère que les petits investisseurs représentent plus ou moins les investisseurs non informés définis par Rock (1986), alors l'hypothèse du modèle selon laquelle la participation des investisseurs non informés est nécessaire, se vérifie.

la courbe du profit moyen est une fonction décroissante et convexe, de la valeur des ordres. Cette courbe souligne le fait que les ordres de faible importance sont systématiquement favorisés au niveau de l'allocation (ce privilège est plus marqué lorsque les actions sont sous évaluées). Amihud et *al.* (2003) démontrent le même phénomène sur la bourse d'Israël dans les années 1990.

Michaely et Shaw (1994) ont adopté une méthodologie différente des travaux présentés plus hauts. Ils ont appréhendé le problème en comparant la sous évaluation des titres dans deux contextes institutionnels distincts : le contexte du marché «Master Limited Partnership» (MLP); caractérisé par une quasi-absence des investisseurs institutionnels ; Et celui d'un marché qui regroupe différents types d'investisseurs.

Les auteurs assimilent les investisseurs institutionnels à des investisseurs informés et se proposent de vérifier que le marché des Master Limited Partnership est caractérisé par une faible sous évaluation des titres des entreprises introduites¹⁸. En adoptant une procédure de comparaison, les auteurs ont montré que le niveau de sous évaluation des titres est fonction de la présence des investisseurs institutionnels sur le marché.

Les tests effectués n'ont pas permis de rejeter l'hypothèse selon laquelle la sous évaluation des titres serait une conséquence des asymétries d'information dont souffrent certains investisseurs. Michaely et Shaw (1994) ont complété leur travail en testant le modèle de Carter et Manaster (1990). Ils ont cherché à vérifier que la sous évaluation des titres est plus faible lorsque l'introduction est dirigée par une banque prestigieuse¹⁹.

Les auteurs démontrent que les introductions conduites par des banques prestigieuses présentent un profit initial plus faible (4,5%) que celles qui sont dirigées par des banques de moins bonne réputation (10,9%). Ils démontrent également que les entreprises introduites par une banque renommée ont effectué des émissions plus de cinq fois supérieures à celles des entreprises introduites par une banque moins prestigieuse. Ces résultats ne permettent pas cependant, de déterminer si les différences de rentabilité initiale entre les entreprises lors des introductions en bourse sont dues à la taille de l'émission ou au prestige de la banque. Pour pouvoir valider ou infirmer l'approche de Carter et Manaster (1990), les auteurs ont essayé de distinguer

¹⁸ Ce qui vérifierait le modèle de Rock (1986)

¹⁹ La réputation de la banque est appréciée par l'importance de son capital. Ainsi, plus la banque a un capital important, meilleur est son classement par rapport à ses concurrents

ces deux éléments, potentiellement explicatifs de la sous évaluation des titres.

Un deuxième test a été, alors, effectué : les résultats montrent que la réputation de la banque réduit l'incertitude sur la qualité de l'entreprise. Plus la banque est considérée comme prestigieuse, moins l'introduction est risquée (les entreprises introduites par une banque prestigieuse connaissent une sous évaluation plus faible que l'ensemble des autres entreprises).

Les résultats montrent d'un autre côté que plus l'émission d'actions est importante, plus la sous évaluation est forte (ceci est dû au fait que le banquier doit faire des efforts de distribution supplémentaire pour allouer l'ensemble des titres). Cette sous évaluation reste, néanmoins, inférieure à la sous évaluation des titres introduits par d'autres institutions moins prestigieuses.

En abordant les asymétries d'informations entre investisseurs, Benveniste et Spindt (1989), Benveniste et Wilhelm (1990) se sont inscrits dans la continuité des travaux de Rock (1986). Ils se sont différenciés de ces derniers par le rôle central qu'ils ont attribué aux banques participantes aux opérations d'introductions. Celles-ci peuvent discriminer entre les investisseurs en garantissant un profit supérieur aux investisseurs professionnels qui leur révèlent honnêtement leurs informations privées.

Dans ce cas, la sous évaluation des titres est appréhendée comme une récompense accordée aux investisseurs professionnels qui communiquent honnêtement leurs informations privées.

Benveniste et Spindt (1989) ont développé un mécanisme optimal qui limite la sous évaluation des titres lors des introductions en bourse. Deux types d'investisseurs coexistent dans leurs modèles : les investisseurs professionnels et les investisseurs occasionnels. Les premiers participent de manière répétée aux introductions en bourse et ils achètent des quantités assez importantes de titres. Les seconds sont en grand nombre mais ils n'interviennent qu'exceptionnellement. Au sein de ces deux groupes, il y a des investisseurs informés et des investisseurs non informés. La banque est considérée comme un investisseur non informé.

Les investisseurs professionnels détiennent des informations privées qui ne sont accessibles ni à l'entreprise ni à la banque. La banque incite les investisseurs professionnels à révéler honnêtement leurs informations privées. Elle choisit un schéma de fixation du prix et une règle d'allocation qui accorde un profit supérieur à ces derniers (investisseurs qui communiquent leurs informations privées). La banque allouera des titres sous évalués, prioritairement, aux investisseurs qui ont communiqué une information positive avant l'introduction.

L'allocation discrétionnaire des titres aux investisseurs institutionnels qui révèlent leurs informations privées n'est pas la seule méthode pour réduire le coût de l'acquisition des informations. La pratique d'un prix d'offre sélectif²⁰ (Benveniste et *al.* 1996) peut récompenser les investisseurs concernés.

Dans le modèle de Benveniste et Spindt (1989), les investisseurs informés acquièrent gratuitement l'information privée. Sherman et Titman (2002) ont imaginé un modèle où l'acquisition de l'information est coûteuse. L'allocation des titres par la banque introductrice devient dépendante du coût de l'information disponible chez les investisseurs informés. Un équilibre est recherché entre la demande supplémentaire d'informations privées et le bénéfice de la banque introductrice. Ces mécanismes ont été approfondis par Benveniste et *al.* (2002) et Benveniste et *al.* (2003).

Benveniste et Wilhelm (1990), en reprenant la configuration des investisseurs proposée dans le modèle de Benveniste et Spindt (1989), étudient différents contextes institutionnels présentant différentes règles d'allocations de titres.

Dans le premier contexte, la banque peut vendre les titres à un prix différent selon les investisseurs et allouer librement et discrétionnairement les titres. En sondant préalablement le marché et à partir des informations recueillies (qu'elle communique au marché), elle détermine le schéma de fixation des prix et la règle d'allocation des titres. Dans ce contexte, la totalité des titres est allouée aux investisseurs occasionnels au plus bas prix proposé par le modèle lorsque des informations défavorables ont été communiquées.

Dans le deuxième contexte, une uniformité des prix (sans uniformité dans l'allocation des titres) lors des introductions en bourse est appliquée. Une prime d'émission est alors accordée à tous les investisseurs (qu'ils aient révélé une information ou non).

Finalement, dans le dernier contexte, une uniformité des prix et des règles d'allocations est accordée à l'ensemble des investisseurs quelle que soit l'information qui ait été communiquée. Dans ce cas, comme il n'est pas possible d'avantager les investisseurs qui révèlent honnêtement des informations favorables, la banque ne peut pas collecter efficacement les informations privées.

²⁰ Concrètement, une option sur le prix est offerte aux investisseurs qui acceptent de révéler leurs informations privées

La situation est semblable à celle décrite par Rock (1986). L'entreprise doit accorder une prime d'émission à tous les investisseurs pour limiter les conséquences de la « malédiction du vainqueur ». La comparaison de ces trois contextes montre clairement que les revenus de l'entreprise lors de son introduction en bourse sont d'autant plus limités et les titres d'autant plus sous évalués que le contexte institutionnel devient plus contraignant.

Hanley (1993) teste empiriquement le modèle de Benveniste et Spindt (1989). Par son étude, il vise à déterminer si la relation entre le prix d'offre final et l'échantillon des prix d'offres anticipés (qui figurent dans le prospectus préliminaire) est un bon indicateur de la sous évaluation initiale. En effectuant une première série de régressions de la variation du prix, il arrive à démontrer que la valeur des titres de l'entreprise introduite, les conditions du marché pendant la période de l'introduction ainsi que la réputation et les efforts de la banque au cours de la période de la pré-introduction affectent le choix du prix d'offre définitif.

Dans une deuxième partie de son étude, Hanley (1993) essaye de vérifier l'hypothèse selon laquelle les investisseurs qui révèlent des informations favorables sont récompensés par le biais de la règle de détermination du prix et de l'allocation qui vise à les privilégier. Pour y parvenir, Hanley (1993) utilise deux critères pour apprécier des changements en ce qui concerne l'allocation²¹: l'utilisation de la clause « d'overallotment »²² et les modifications du nombre de titres offerts. En effet, un recours fréquent à la clause précitée et une augmentation de la taille de l'offre (pour les entreprises dont des informations favorables ont été communiquées), sont des éléments cohérents avec l'idée qu'une allocation prioritaire est accordée aux investisseurs qui communiquent une information privée. Cependant, le fait que le nombre de titres ne varie pas, ne signifie pas nécessairement que l'hypothèse doit être rejetée. En effet, le nombre initial de titres offert peut déjà intégrer cette récompense.

Par une deuxième série de régressions, Hanley (1993) montre que l'allocation des titres et la sous évaluation, sont utilisées conjointement pour récompenser les investisseurs qui révèlent des informations positives sur les entreprises introduites. De plus, la relation entre le prix d'offre final et la fourchette des prix d'offre initiaux contenue

²¹ Il n'est pas possible de tester directement cette hypothèse car les données relatives aux indications d'intérêt transmises à la banque par les investisseurs informés ne sont pas disponibles.

²² C'est une option qui permet d'augmenter le nombre de titres offerts.

dans le prospectus préliminaire est un bon indicateur du niveau du profit initial.

Hanley et Wilhelm (1995) étudient empiriquement le rôle de la banque lors des introductions en bourse en se basant sur les travaux de Benveniste et Spindt (1989) et de Benveniste et Wilhelm (1990). Ils testent l'hypothèse suivante : ce sont les investisseurs institutionnels qui bénéficient le plus largement des profits à court terme engendrés lors des introductions en bourse. Cependant, s'ils ont des allocations privilégiées lorsque les actions sont sous évaluées, ils participent aussi aux introductions qu'ils jugent peu intéressantes (les introductions pour lesquelles les titres sont peu sous évalués). Cette attitude est la conséquence du comportement stratégique de la banque.

L'étude montre que l'importance relative du nombre d'actions obtenues par les investisseurs lors d'une introduction est largement indépendante de l'intérêt de l'opération. Une régression du profit initial par le pourcentage de titres détenus par les investisseurs institutionnels montre d'ailleurs que cette variable explicative n'est pas significative. Par conséquent, ce sont les investisseurs institutionnels qui reçoivent la plus forte allocation d'actions sous évaluées. Mais ces investisseurs participent aussi largement aux introductions dont les actions sont surévaluées. C'est pourquoi, il n'y a pas de relation statistiquement significative entre le nombre de titres obtenus par les investisseurs institutionnels et le profit initial. Aggarwal et *al.* (2002) n'aboutissent pas au même résultat. L'allocation des titres pour les investisseurs institutionnels est reliée positivement au profit initial.

L'étude de Hanley et Wilhelm (1995) montre par ailleurs une cohérence entre la forte participation des investisseurs institutionnels aux introductions surévaluées et l'hypothèse de Benveniste et Spindt (1989) relative au rôle de la banque²³. Aggarwal et *al.* (2002) Aboutissent aux mêmes résultats sur des données plus récentes.

Plus récemment Cornelli et Goldreich (2001, 2003) valident l'hypothèse de Benveniste et Spindt sur le marché américain. Les auteurs montrent que les investisseurs disposant d'informations sur les entreprises candidates à l'introduction reçoivent 19% de titres en plus par rapport aux autres investisseurs. Dans leurs modèles, les investisseurs réguliers paraissent mieux servis que les investisseurs occasionnels.

²³ Benveniste et Spindt (1989) montrent que la banque incite les investisseurs institutionnels à participer aux introductions surévaluées en les menaçant de ne pas leur allouer de titres lors des prochaines introductions « lucratives » (lorsque les introductions de titres sont sous évaluées)

Jenkinson et Jones (2004) adoptent la même méthodologie que Cornelli et Goldreich sur le marché européen. Les auteurs arrivent à un résultat diamétralement opposé : l'allocation des titres semble indépendante de l'information possédée par les investisseurs institutionnels.

1.2.1.2 Sous évaluation et asymétries d'informations entre émetteur et intermédiaires financiers

Des asymétries d'information peuvent s'installer entre l'entreprise émettrice et son intermédiaire financier lors d'un appel public à l'épargne. Ces asymétries conduisent à un conflit d'intérêt entre ces deux agents, nécessitant la recherche d'un contrat optimal liant l'entreprise et sa banque. Plusieurs auteurs ont essayé de modéliser cette situation (Mandelker et Raviv, 1977 ; Baron, 1979 ; Baron et Holmstrom, 1980 ; Baron, 1982).

Le modèle de Baron (1982) semble être le plus abouti de ces travaux. L'auteur a étudié les relations liant une entreprise nouvellement introduite en bourse et son intermédiaire financier. La banque, chargée de conseiller l'entreprise lors de la fixation du prix d'offre et de distribuer les titres, possède une information privée sur le niveau de la demande de titres de l'entreprise émettrice. L'entreprise quant à elle ne peut pas observer les efforts réalisés par la banque pour placer ses titres. L'auteur montre que si l'entreprise et sa banque possédaient des informations symétriques, alors un prix d'offre optimal pourrait être déterminé.

En revanche, si l'entreprise est moins informée que la banque, elle doit trouver une fonction de compensation pour le banquier afin de l'inciter à conseiller l'entreprise lors de la détermination du prix d'offre en tenant compte de l'information privée qu'il détient. Dans ce cas, le prix des titres et les efforts du banquier sont inférieurs à ceux déterminés précédemment en l'absence d'asymétrie d'information. En outre, plus il y a d'incertitude sur les réactions du marché face au titre, plus il est intéressant pour l'entreprise de déléguer au banquier la fixation du prix d'offre. De ce fait, plus la demande du marché est incertaine, plus les titres sont sous évalués.

Biais et *al.* (2002) combine le modèle de Baron (1982) avec l'hypothèse de révélation d'informations privées par les investisseurs institutionnels de Benveniste et Spindt (1989). Dans leur modèle, la banque et les investisseurs informés concluent un contrat optimal au détriment de l'entreprise candidate à l'introduction. Les investisseurs informés obtiennent une forte allocation des titres si leur signal est positif et une faible proportion, dans le cas contraire.

Muscarella et Vetsuypens (1989) ont testé le modèle de Baron (1982) en étudiant la sous évaluation lors des introductions en bourse des banques d'investissement qui gèrent

elles-mêmes la distribution de leurs titres. Dans ce cas précis où l'entreprise émettrice est elle-même l'intermédiaire financier chargé de l'opération d'introduction, il ne devrait pas y avoir d'asymétries d'informations et donc de sous évaluation initiale ou, à défaut, une sous évaluation de moindre importance, si on considère que d'autres éléments que l'asymétrie d'information entre l'émetteur et la banque peuvent se greffer pour expliquer la sous évaluation des actions.

Muscarella et Vetsuypens (1989) ont par ailleurs essayé de vérifier l'influence de la banque sur la fixation du prix d'offre et donc sur la sous évaluation des titres lorsque celle-ci est le chef de file²⁴ (c'est à dire lorsqu'elle dirige entièrement l'introduction). Les tests empiriques effectués ont infirmé les hypothèses formulées par ces auteurs et donc rejeté le modèle de Baron (1982).

Ljungqvist et Wilhelm (2003) ont également testé le modèle de Baron en utilisant une approche différente de celle de Muscarella et Vetsuypens (1989). Les auteurs constatent depuis les années 90, que les banques sont fortement impliquées dans le capital des entreprises. Elles possèdent en moyenne 44% des titres des entreprises qui s'introduisent en bourse²⁵. Ces banques ne sont pas, à priori, incitées à sous évaluer les titres des entreprises dans lesquelles elles sont fortement impliquées. Les auteurs valident cette hypothèse et montrent que les entreprises introduites par des banques chef de file, elles-mêmes actionnaires, sont moins sous évaluées que d'autres entreprises. Li et Masulis (2003) confirment ce résultat pour l'ensemble des banques actionnaires et montrent que l'effet est plus prononcé lorsque la banque introductrice est chef de file lors de l'ouverture du capital. Contrairement à Muscarella et Vetsuypens (1989), ces auteurs semblent confirmer le modèle de Baron (1982).

1.2.1.3 Sous évaluation et asymétries d'informations entre émetteur et investisseurs

Ce type d'asymétrie s'inscrit dans la théorie du signal. L'entreprise sous-évalue, d'une manière intentionnelle, ses titres à l'introduction pour se différencier des entreprises de moins bonnes qualités. Pour conforter sa stratégie de signalisation, l'entreprise doit communiquer de manière efficace sa qualité et son niveau de risque.

²⁴ Selon le modèle de Baron (1982), la sous évaluation est d'autant plus faible lorsque la banque est chef de file.

²⁵ Chiffre estimé pour l'année 2000. Les banques sont actionnaires dans ces entreprises soit d'une manière directe soit d'une manière indirecte (par exemple à travers les sociétés de capital investissement)

Si le signal émis par l'entreprise est crédible, les asymétries d'information (base de la sous évaluation) seront réduites et la stratégie de sous évaluation lors de l'introduction est efficace. L'entreprise détermine conjointement le niveau de sous évaluation des titres et les caractéristiques de l'émission d'actions qui suivra l'introduction. Le choix du montant de l'émission est endogène et il est pris en même temps que le choix du signal à envoyer au marché.

Allen et Faulhaber (1989) ont étudié les signaux émis par l'entreprise : les auteurs ont essayé de montrer que les entreprises les plus performantes, (bien informées de leurs performances à venir), ont intérêt à se signaler en sous-évaluant leurs titres. Les investisseurs partent du principe que seules les bonnes entreprises peuvent supporter le coût de la sous évaluation et déduisent, par conséquent, le type de l'entreprise. Grinblatt et Hwang (1989) et Welch (1989) ont développé des modèles où la sous évaluation est appréciée comme un signal sur la qualité de l'entreprise à l'intention des investisseurs.

Nous n'allons pas présenter les caractéristiques de ces différents modèles. Un travail plus approfondi sur la théorie du signal sera entrepris dans le chapitre 3 de ce document.

1.2.3 Les autres explications de la sous évaluation

Jusqu'à très récemment, les asymétries d'informations présentes entre les différents agents lors d'une introduction en bourse ont été la principale source d'explications du phénomène de sous évaluation des titres. Des travaux novateurs ont exploré de nouvelles hypothèses basées sur l'environnement institutionnel des entreprises, la composition de l'actionnariat et le comportement des acteurs.

1. 2.3.1 Raisons institutionnelles

Les travaux dans la littérature avancent trois principales raisons institutionnelles susceptibles d'influencer le niveau de sous évaluation initiale des titres lors d'une introduction en bourse. La première est inspirée de l'idée de Logue (1973) et Ibbotson (1975). Selon l'argumentation de ces auteurs, les entreprises sous évaluent intentionnellement leurs titres de peur d'être poursuivies par leurs actionnaires si ces derniers ne sont pas satisfaits de la performance boursière de la société. Lowry et Shu (2002) estiment que 6% des entreprises introduites aux Etats Unis entre 1988 et 1995 ont été poursuivies par leurs actionnaires pour de telles raisons. Les pertes subies par l'entreprise atteignent 13,3 % des fonds levés.

Tinic (1988), Hughes et Thakor (1992) et Hensler (1995) montrent que la sous

évaluation initiale est intentionnelle lors de l'ouverture du capital et agit comme une assurance contre les risques éventuels de procès. Cette explication est cependant centrée essentiellement sur les marchés américains alors que le phénomène de sous évaluation est généralisé sur l'ensemble des marchés financiers. Le risque d'être poursuivi n'est pas significatif en Australie (Lee et *al.* 1996), en Finlande (Keloharju, 1993), en Allemagne (Ljungqvist, 1997), au Japon (Beller et *al.* 1992), en Suède (Rydqvist, 1994), en Suisse (Kunz et Aggarwal, 1994), ou encore en Grande Bretagne (Jenkinson, 1990).

Une deuxième explication institutionnelle a été avancée par d'autres auteurs. Elle est basée sur l'existence de processus de stabilisation de prix pratiqués par les introducteurs dans les jours ou les semaines qui suivent l'introduction en bourse²⁶.

Ruud (1993) estime que la sous évaluation observée lors de l'introduction n'est pas intentionnelle. Selon cet auteur, les entreprises sont introduites à leur juste valeur. Seulement, certaines d'entre-elles dont les prix d'offres sont susceptibles de baisser après l'ouverture du capital, bénéficient du maintien artificiel des cours grâce au processus de stabilisation assuré par les teneurs de marché. Cette stabilisation tend à éliminer la queue de distribution des rentabilités initiales et ainsi contribue à l'augmentation des prix sur les marchés. Cette explication purement statistique a relevé de nombreuses interrogations chez les financiers et un corpus théorique s'est constitué autour de cette pratique. Wilhelm et *al.* (1986) ont été les premiers à formaliser ce phénomène. Ils montrent, dans leur modèle, que les investisseurs institutionnels qui communiquent leurs informations privées lors de l'ouverture du capital augmentent significativement leur profit grâce à la stabilisation pratiquée par les teneurs de marché.

Ellis et *al.* (2000) montrent que les banques introductrices chef de file sont celles qui interviennent le plus sur les marchés financiers dans les 20 jours qui suivent l'ouverture du capital. Ces banques achètent proportionnellement plus de titres qui ont été introduits à un prix inférieur à leur prix d'offre et qui n'ont pas fait l'objet de transactions lors des 20 premiers jours, que de titres qui n'ont pas été cotés à un prix inférieur à leur prix d'offre dans les 20 premiers jours de présence sur les marchés. Les auteurs concluent que le comportement des banques est directement induit par leur connaissance des pratiques en matière de stabilisation des prix.

²⁶ Cette manipulation du prix est complètement légale dans plusieurs pays y compris les Etats Unis.

Une dernière explication institutionnelle a été avancée par Rydqvist (1997) sur le marché suédois. Elle est basée sur les avantages fiscaux que l'entreprise peut titrer d'une sous évaluation intentionnelle des titres. Avant 1990, la réglementation suédoise taxait plus lourdement les revenus directs (salaires) que les gains en capital. Du fait de cette réglementation, des pratiques de rémunération consistant en l'attribution de titres sous évalués aux employés se sont développées. En 1990, la réglementation d'imposition des revenus s'est modifiée. Les bénéfices réalisés par la sous évaluation sont devenus imposables au même titre que les salaires. Rydqvist (1997) a observé une chute du niveau de la sous évaluation des titres de 41% durant la période 1980-1989 à 8% durant la période 1990-1994.

Un argument semblable a été avancé par Taranto (2003) sur le marché américain. Pour minimiser le montant des taxes à payer, les managers décident du niveau de sous évaluation à pratiquer lors de l'ouverture du capital. Aux Etats Unis, l'exercice des « stock options » génère deux impositions différées dans le temps. Dans un premier temps les managers payent un impôt sur le revenu calculé par la différence entre le prix d'exercice et la valeur de l'action (estimée par la valeur du prix d'offre). Dans un deuxième temps, ils payent un impôt sur les gains en capital calculé par la différence entre la valeur de l'action et le prix de vente. Comme le deuxième impôt est différé dans le temps et que le taux pratiqué est inférieur à celui de l'impôt sur le revenu, les dirigeants préfèrent sous évaluer le prix de l'action (soit son prix d'offre).

1.2.3.2 Contrôle et participation au capital

L'introduction en bourse, est dans de nombreux cas, le moyen de séparer les fonctions de propriété et de contrôle. Ces dernières, peuvent être à l'origine de conflits d'agences entre les actionnaires managers et les autres actionnaires de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). La sous évaluation est la conséquence de ces conflits.

Dans le modèle de Brennan et Franks (1997), la sous évaluation des titres apparaît comme un moyen pour protéger la richesse des dirigeants en augmentant leur pouvoir lors du processus d'attribution des titres. Pour maximiser leur richesse, les dirigeants sont incités à limiter la sous évaluation lorsqu'ils cèdent une forte proportion de leurs titres. En revanche, lorsqu'ils ne cèdent pas (ou cèdent peu) d'actions, les dirigeants sont incités à réduire le prix d'offre (et augmenter la sous évaluation) pour garantir le succès de l'opération.

Un tel comportement favorise une sursouscription et permet aux responsables de l'entreprise de procéder à un rationnement lors de l'attribution définitive des actions en faveur des « petits » investisseurs. Ce rationnement peut être souhaité pour éviter

qu'un investisseur détienne un bloc de contrôle après l'introduction et soit en mesure de contrôler les responsables de l'entreprise. La sous évaluation permet donc à ces derniers de mieux protéger leurs intérêts après l'opération, sans subir de perte de richesse considérable puisque le coût de la sous évaluation est principalement supporté par les actionnaires minoritaires qui cèdent leurs actions lors de l'opération.

Contrairement au modèle de Brennan et Franks (1997), qui considère la sous évaluation comme moyen pour contrôler l'attribution des titres et éviter le contrôle de l'entreprise par des investisseurs externes, le modèle de Stoughton et Zechner (1998) utilise la sous évaluation comme incitation permettant de renforcer la surveillance de l'entreprise par de nouveaux actionnaires. Selon ces auteurs, un meilleur contrôle évite le gaspillage des ressources et assure la meilleure cotation à l'entreprise.

1.2.3.3 Hypothèse comportementale

A la fin des années 1990, les sous évaluations initiales ont fortement augmenté sur la plupart des marchés financiers. Plusieurs chercheurs se sont interrogés sur la portée du pouvoir informationnel des explications avancées dans la littérature. Selon ces derniers, les asymétries d'informations, les contextes institutionnels et la volonté de contrôler les entreprises ne sont pas des explications suffisamment fortes pour prédire les niveaux élevés des sous évaluations. Ils avancent des hypothèses comportementales et attribuent ces niveaux de sous évaluations à l'irrationalité de certains investisseurs²⁷.

Welch (1992) montrent qu'une *info-cascade*²⁸ peut se produire dans un contexte d'introduction en bourse si les parties prenantes dans l'opération prennent leur décision d'investissement d'une façon séquentielle. En se basant sur la demande formulée par d'autres investisseurs, elles peuvent changer leur décision d'investissement tout en ignorant l'information privée qu'elles possèdent. Les initiateurs de la cascade peuvent demander davantage de sous évaluation lors de l'ouverture du capital.

²⁷ Ce courant de littérature est encore naissant. Pour une revue de la littérature voir Baker, Ruback et Wurgler (2006) dans « the handbook of finance : Empirical Corporate Finance » B. Espen Eckbo. Editions.

²⁸ Rappelons qu'une *info-cascade* survient lorsque des décideurs en série commencent, en toute rationalité, à se copier sans égard à leur propre information, donc en retenant celle-ci hors du marché. Leur mimétisme, devenu *info-cascade*, propulse souvent le marché vers une surévaluation des titres.

Ljungqvist, Nanda et Singh (2004) étudient l'impact du « sentiment des investisseurs » sur le comportement des titres introduits en bourse. Ces auteurs constatent que les investisseurs ont été fortement optimistes dans leur prédiction des opportunités de croissance futures des récentes introductions en bourse. Ils prédisent dans leur modèle que les entreprises qui s'introduisent en bourse dans des périodes de fortes activités présentent des sous performances à long terme par rapport au premier cours côté et par rapport au prix d'offre. Cook et *al.* (2003) valident leur modèle sur le marché américain, Dorn (2002) le valide sur le marché allemand. Les auteurs montrent que les entreprises introduites en bourse pendant des périodes de fortes activités s'échangent à des cours plus élevées que d'autres entreprises introduites à d'autres périodes.

1.3 La sous-performance des titres à long terme

Plusieurs études empiriques mettent en évidence la sous performance à long terme des introductions en bourse. Une littérature grandissante essaie d'expliquer ce phénomène. Nous allons dans ce paragraphe, après avoir décrit ce phénomène, explorer les différentes explications théoriques que nous offre la littérature.

1.3.1 Constat international

La sous-performance à long terme des introductions en bourse est un phénomène boursier qui a été mis en évidence sur un plan international. Le Tableau 1.3 illustre la présence de ce phénomène dans plusieurs pays.

La majorité des études présentées montrent une dégradation en ce qui concerne la rentabilité des entreprises qui s'introduisent en bourse. Levis (1993) observe une dégradation moyenne de -22,96 % durant une période de trois ans sur un échantillon constitué de 712 entreprises ayant réalisé une offre d'introduction en bourse au Royaume-Uni pour la période 1980-88. Dans le cadre d'une comparaison à l'échelle internationale, Aggarwal, et *al.* (1993) observent une dégradation des rentabilités de -47%, -19,6 % et -23,7 % respectivement sur le marché brésilien, mexicain et chilien. Firth (1997) observe que la performance des introductions en bourse est significativement plus faible que celle du marché. L'auteur attribue le niveau de la sous-performance à l'exactitude du niveau des prévisions des bénéfices, aux flux des revenus et au taux de croissance.

Tableau 1.3 : Évidences internationales sur la performance boursière à long terme

Ce tableau présente une synthèse sur la performance à long terme des introductions en bourse dans différents pays. La fenêtre désigne la durée de l'étude de la performance à long terme. Les rendements sont calculés sur une fenêtre d'observation sans tenir compte de la décote initiale. La plupart de ces rendements sont ajustés en utilisant une variété de portefeuilles de référence, à l'exception de quelques-unes où le rendement est ajusté par celui du marché. En outre, la méthodologie pour calculer la rentabilité varie d'une étude à l'autre.

Pays	Étude	Période	Taille	Fenêtre (en années)	Rendement (en %)
Allemagne	Ljungqvist (1997)	1970-1993	180	3	-12,10%
Australie	Lee, S. et Walter (1996)	1976-1989	266	3	-51,00%
Brésil	Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	1980-1990	62	3	-47,00%
Canada	Shaw (1971)	1956-1963	105	5	-32,30%
Chili	Aggarwal, et al. (1993)	1982-1990	28	3	-23,70%
Corée	Kim, Krinsky et Lee (1995)	1985-1989	169	3	91,60%
Etats-Unis	Simon (1989)	1926-1933	35	5	-39,00%
Etats-Unis	Aggarwal et Rivoli (1990)	1977-1987	1598	1	-13,70%
Etats-Unis	Ritter (1991)	1975-1984	1512	3	-29,10%
Etats-Unis	Cusatis, Miles et Woolridge (1993)	1965-1988	146	3	33,60%
Etats-Unis	Loughran (1993)	1967-1987	3.656	6	-33,30%
Etats-Unis	Loughran et Ritter (1995)	1970-1990	4.753	3	-26,9%
Etats-Unis	Brav et Gompers (1997)	1972-1992	934	5	43,40%
Etats-Unis	Ritter et Welch (2002)	1980-2001	6249	3	-23,4%
France	Degeorge et Derrien (2001)	1991-1998	22243	3	Aucun
France	Sentis (2001a)	1991-1995	79	3	29,90%
France	Chahine (2004)	1996-1998	168	2	-9,94%
France	Gajewski et Gresse (2005)	1995-2004	363	3	-36,33%
Finlande	Keloharju (1993)	1984-1989	80	3	-21,10%
Hong Kong	McGuinness (1993)	1980-1990	72	2	-18,30%
Japon	Cai et Wei (1997)	1971-1990	172	3	-27,00%
Malaisie	Paudyal, Saadouni et Briston (1998)	1984-1995	95	3	0,00%
Royaume-Uni	Levis (1993)	1980-1988	712	3	-8,10%
Suède	Loughran, et al. (1994)	1980-1990	162	3	1,20%
Suisse	Kunz et Aggarwal (1994)	1983-1989	34	3	-6,10%

Source : Extraits de plusieurs articles

Sur le marché allemand, Ljungqvist (1997) observe une performance négative pour les entreprises étudiées. Néanmoins, ses résultats n'étaient pas statistiquement significatifs. Par ailleurs, d'autres études ont mis en évidence une performance boursière positive à long terme. C'est le cas des travaux de Sentis (2001a) : la performance boursière de son échantillon augmente continuellement sur deux ans puis commence à s'infléchir sur la troisième année.

Kim, et *al.* (1995) observent sur le marché coréen un rendement anormal en utilisant comme ajustement des sociétés de contrôle. Les auteurs soutiennent l'idée selon laquelle un « biais élevé de causalité » explique la sous-performance observée, après l'introduction, sur les marchés américains et d'autres marchés internationaux²⁹. De leur côté, Brav et Gompers (1997) observent un rendement anormal de 45% pour les entreprises dont l'introduction a été réalisée par des sociétés de capital risque.

Parallèlement à ces travaux, une étude de Paudyal, et *al.* (1998) a mis en évidence une performance nulle des entreprises nouvellement introduites sur la bourse de Malaisie. Ces auteurs prouvent empiriquement que la performance à long terme de certaines de ces entreprises (caractérisées par ailleurs par une décote initiale élevée) est inférieure à celle du marché. Ils prouvent également que les entreprises dont la décote initiale est faible ont une performance à long terme supérieure à celle du marché.

1.3.2 Les théories explicatives de la sous-performance

Comme l'ont montré les travaux exposés précédemment, un phénomène de sous-performance à long terme a été confirmé sur un plan international. Plusieurs théories, fondées principalement sur des hypothèses comportementales³⁰, ont essayé d'expliquer ce phénomène.

²⁹ À titre d'exemple, Ritter (1991) rapporte que 17 % des entreprises de son échantillon se distinguent par des différences significatives au niveau des caractéristiques de cotation. Ce biais est plus remarquable selon Levis (1993), qui rapporte que 30 % des entreprises qui s'introduisent en bourse au Royaume-Uni sont radiées trois ans après la date d'introduction.

³⁰ Il s'agit d'un courant de recherche novateur, aujourd'hui en plein développement, que l'on a coutume de désigner par le terme de finance comportementale. La finance comportementale propose un paradigme alternatif à la théorie de l'efficacité des marchés. Ce paradigme, encore incomplet et instable, repose sur l'hypothèse, souvent vérifiée par expériences, que les individus commettent des erreurs systématiques dans la façon dont ils traitent l'information. Pour une revue de la littérature de ce courant voir DeBondt et Thaler (1985) et Shiller (1990) mais également Baker, Ruback et Wurgler (2006) dans « the handbook of finance : Empirical Corporate Finance » B. Espen Eckbo. Editions.

Le premier courant, présenté par Levis (1990), attribue ce phénomène à la surévaluation temporaire des titres d'une entreprise nouvellement introduite en bourse. Ce courant est basé sur deux hypothèses principales : celles des « fenêtres d'opportunité » et celle d'« euphoriques » (fads).

Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) soutiennent l'hypothèse selon laquelle la surévaluation significative des titres de la société, rend les dirigeants plus motivés par les nouvelles émissions qui permettent éventuellement de profiter de l'avantage de la période, caractérisé par le faible coût de capital. C'est l'hypothèse des « fenêtres d'opportunité ».

De leur côté, De Bondt et Thaler (1985) et Shiller (1990) soutiennent l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers sont « euphoriques »³¹ ce qui a un effet sur les prix du marché. Les auteurs rapportent que le marché des offres d'introduction en bourse se caractérise par des anomalies dont les opérations sont sous évaluées par les banques d'investissement afin de créer une apparence d'excès sur la demande. Cette hypothèse prédit que plus le niveau de la décote initiale est grand, plus est importante la correction que les investisseurs font ultérieurement sur le prix. D'où le phénomène de sous performance à long terme. Camerer (1989) soutient que les euphories sont susceptibles de toucher les titres de jeunes entreprises risquées et les titres détenus par les « noise traders ».

Ce courant a été critiqué par plusieurs auteurs, notamment Jung, Kim et Stulz (1996) et Kang, Kim et Stulz (1999). En effectuant des ajustements sur les rendements anormaux, par un portefeuille d'entreprises comparables par la « taille » (Jung, et al. 1996) et par le MTBV (Kang, et al. 1999), les auteurs rejettent l'hypothèse de « fenêtres d'opportunité » en affirmant qu'il est improbable que la surévaluation temporaire soit corrigée par le marché dans le temps.

De son côté, Lee (1997), en examinant les augmentations de capital des sociétés américaines, rejette cette même hypothèse. En effet, l'auteur démontre que les dirigeants des entreprises concernées, ne connaissent pas forcément le degré de surévaluation de leurs sociétés ce qui les empêchent d'effectuer des opérations rentrant dans le cadre de l'hypothèse de « fenêtres d'opportunité ».

³¹ Le concept en anglais « Fads » est défini par Camerer (1989) comme la surévaluation temporaire provoquée par l'excès d'optimisme d'une classe d'investisseurs.

Par ailleurs, ce courant explicatif de la sous-performance à long terme reste incapable de justifier les cas de sur performance mis en évidence dans la littérature (se référer au paragraphe précédent). Ni la thèse des « fenêtres d'opportunité » ni celle de « l'euphorie des marchés » ne cadrent avec ce phénomène.

L'étude de Purnanandam et Swaminathan (2002) était la première à examiner la performance à long terme des introductions en faisant la différence entre les offres sous évaluées et celles surévaluées. Les auteurs observent une dégradation dans la performance à court terme des introductions en bourse, initialement sous évaluées, ensuite un redressement sur le long terme. Pour les introductions en bourse initialement surévaluées, malgré leurs faibles rendements à court terme, ces opérations réalisent des rendements élevés sur le long terme.

Un deuxième courant théorique a été développé pour expliquer le phénomène de sous performance à long terme des introductions en bourse. Il a été initié par Jensen en 1986 et défend la thèse des « coûts d'agence ». L'auteur soutient la thèse selon laquelle les divergences d'intérêt qui existent entre les actionnaires et les dirigeants poussent ces derniers à investir les capitaux levés lors de nouvelles émissions et les cash-flows dans des investissements non rentables au détriment de la richesse des actionnaires³². Conformément à cette explication avancée par la théorie de l'agence, McLaughlin, Vasdevan et Saffieddine (1996) démontrent que la dégradation de la performance opérationnelle à long terme est beaucoup plus importante chez les entreprises disposant d'importants free cash-flows. Dans cette perspective, les introductions en bourse et les augmentations du capital fournissent un intéressant plan d'expérimentation empirique dans lequel une hypothèse reliée aux coûts d'agence émerge parce que les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires deviennent faiblement alignés du fait de la diminution de la participation de l'actionnaire dirigeant et du fait que la structure d'actionnariat devient plus dispersée.

Cette situation implique une dégradation de la performance après l'introduction en bourse. D'ailleurs, Jain et Kini (1994) observent une dégradation au niveau de la performance opérationnelle (comptable) des entreprises qui s'introduisent en bourse par rapport à leur performance avant l'introduction en bourse.

³² C'est la thèse de « destruction de valeur initiée par Jensen (1989). L'auteur se justifie en citant la politique d'investissement suivi par les entreprises japonaises à la fin des années 80 et début des années 90 comme meilleur exemple d'activités destructrices de valeur.

Les auteurs affirment pour ces sociétés, l'existence d'une relation significativement positive entre la performance opérationnelle et la part détenue dans le capital par les actionnaires d'origine. Cette affirmation a été rejetée par Mikkelson, Partch et Shah (1997) et par Cai et Loughran (1998). Mikkelson et *al.* (1997) démontrent qu'il n'existe aucune relation significative entre la performance opérationnelle et les changements dans les parts détenues par les dirigeants dans les entreprises qui s'introduisent en bourse.

Cai et Loughran (1998) de leurs côtés, n'observent aucun déclin dans la performance à long terme relié au changement du mécanisme incitatif engendré par la diminution de la participation des dirigeants dans le capital ou la concentration de l'actionnariat après l'offre.

Un dernier courant s'intéresse au phénomène de sous performance à long terme. Il met en avant l'hypothèse de « gestion des revenus ». L'entreprise désirant accéder au marché de capitaux, met en place une gestion des revenus agressive l'année qui précède l'introduction en bourse³³. Cette attitude vise à amener les investisseurs à adopter des comportements excessivement optimistes à l'égard des perspectives de l'émetteur.

Teoh, Welch et Wong (1998) affirment que si les revenus élevés ne peuvent être maintenus, les investisseurs insatisfaits réévaluent la société à la baisse jusqu'à atteindre le niveau jugé satisfaisant à leurs principes fondamentaux. En décomposant le revenu net « en flux de revenus d'exploitation » (cash flow from operations) et en « comptes de régularisation discrétionnaire » (discretionary accruals), les auteurs observent que la sous-performance est positivement corrélée à la taille de ces comptes. Quand les comptes de régularisation sont décomposés encore en quatre catégories, à savoir par période de temps (courante et à long terme) et par nature de contrôle par le dirigeant (discrétionnaire ou non discrétionnaire) Teoh, et *al.* (1998) constatent que les comptes de régularisation discrétionnaires mènent à la dégradation des revenus juste après l'offre et permettent la prévision de la dégradation de la performance boursière du titre.

³³ Jain et Kini (1995) et Cai et Loughran (1998) montrent que les entreprises qui s'introduisent en bourse réalisent une performance opérationnelle au-dessus de la moyenne réalisée par les sociétés de contrôle sur une période allant jusqu'à 12 mois avant la date de l'offre. De leurs côtés, Loughran et Ritter (1995) observent que les entreprises qui réalisent des augmentations du capital offrent un rendement total de 72 % pour l'année qui précède l'offre.

Parallèlement à ces théories explicatives, les tenants de l'efficience des marchés estiment qu'une anomalie telle que la sous-performance à long terme des introductions en bourse ne peut perdurer. Ces derniers s'attachent à montrer que la sous-performance à long terme obtenue par plusieurs auteurs n'est que le résultat d'erreurs de mesure ou de mauvais choix dans les références auxquelles sont comparées les performances des titres émis. Ainsi Kim, et *al.* (1995) montrent, en excluant de leur calcul le rendement après l'introduction relatif au premier mois que les entreprises qui s'introduisent en bourse, présentent exactement le même rendement que le marché (absence de performance anormale). Ainsi selon ces auteurs, c'est la sous-évaluation des offres d'introduction en bourse qui fausse les résultats de performance à long terme.

De leur côté, Brav et Gompers (1997), en ajustant le rendement des entreprises nouvellement introduites par celui d'un portefeuille de sociétés de taille et de ratio BTMV comparables, mettent en évidence une absence de dégradation de la performance à long terme³⁴. Cette sous-performance ne serait donc pas propre aux titres nouvellement émis, mais ne serait que la manifestation d'un phénomène connu : la sous-performance boursière des titres de petite taille et de « book to market » faible.

Ce débat sur la réalité de la sous-performance à long terme des introductions en bourse n'est pas clos et suscite toujours de vives polémiques. Nous n'aborderons pas ce thème dans la partie empirique de ce document³⁵, son exploration est par contre prévue dans de futures recherches.

³⁴ Ritter (1991) suggère que la sélection du portefeuille de référence, la longueur de la période sur laquelle la performance est mesurée et les critères de sélection de l'échantillon peuvent expliquer les différences au niveau des observations sur les rendements anormaux.

³⁵ L'appréciation de la performance de l'entreprise est faite à travers une analyse de survie.

Section 2. L'environnement informationnel des introductions en bourse

La première section du chapitre a montré que les informations disponibles lors des introductions en bourse sont inégalement distribuées entre les différents acteurs intervenants lors de l'opération.

Ces informations sont également de qualités très diversifiées. Malgré l'évolution du cadre réglementaire concernant les obligations de publications, les émetteurs possèdent encore de larges marges de manœuvre pour décider de la qualité de leurs publications. Plusieurs entreprises se cachent derrière des dérogations pour ne pas publier certaines informations. Les autorités de tutelle accordent, en effet, aux entreprises le droit de cacher certaines informations pouvant nuire au développement de leur activité ou de leur stratégie.

2.1 Les obligations de publication lors d'une offre publique initiale

Nous allons, dans ce paragraphe, décrire l'évolution du cadre réglementaire en France. Ce cadre a été pensé pour maîtriser la qualité des informations communiquées par l'entreprise au moment de son introduction en bourse.

2.1.1 La réglementation

Toutes les entreprises qui demandent l'admission de leurs titres sur un marché réglementé, sont tenues de fournir un prospectus dans lequel elles doivent intégrer toutes les informations diffusées dans le public à l'occasion de l'introduction en bourse. Cette obligation est fixée par l'article 212-1 du règlement général de l'AMF (livre II-émetteurs et information financière)³⁶ : « *Les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 établissent, préalablement à la réalisation de toute opération sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen* »

Ce prospectus est mis à la disposition du public, pour l'émission, au plus tard, au plus

³⁶ Ce règlement général a été modifié, pour la dernière fois, par arrêté du 18 septembre 2006, Journal officiel du 28 septembre 2006)

tard cinq jours de négociation avant la date prévue d'obtention du visa demandé pour cette opération. Sa diffusion est assurée soit par :

- une publication dans un journal d'informations économiques et financières de diffusion nationale,
- et/ou une mise à disposition gratuite auprès des agents intervenant lors de l'opération de l'introduction en bourse (Euronext Paris, Organismes chargés d'assurer le service financier des titres, Introduceur, Siège social de la société.).

Le prospectus peut également être diffusé sur Internet sur le site de la société ou de l'AMF.

Le contenu du prospectus d'introduction en bourse est décrit par l'Autorité des Marchés Financiers dans les articles 212-7 à 212- 11 de son règlement général. Ce dernier, contient toutes les informations qui sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur.

Le prospectus doit être établi selon l'un des schémas et modules exposés aux articles 4 à 20 du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 ou l'une de leurs combinaisons prévues à l'article 21 du règlement général de l'AMF.

Malgré cette réglementation les entreprises qui accèdent aux marchés financiers continuent à proposer des contenus très différenciés et de qualités non comparables.

2.1.2 Le contrôle légal

La réglementation prévoit un contrôle légal qui permet d'attester de la sincérité des informations contenues dans le prospectus d'introduction en bourse. Ce contrôle est assuré par les commissaires aux comptes et soumis au visa des autorités de marchés.

Dans le cadre de la norme professionnelle n°354 révisée « Contrôle des prospectus soumis au contrôle de la Commission des opérations de bourse », le champ de responsabilité des commissaires aux comptes reste centré sur les informations de nature financière et comptable. Les informations juridiques contenues dans le prospectus sont exclues par nature du champ de la norme n° 354 révisée.

Les informations chiffrées figurant dans le prospectus (que la norme qualifie d'économiques), sont également exclues du champ de la revue des commissaires aux comptes. Néanmoins, un lecteur non avisé pourra difficilement distinguer ces

informations chiffrées des informations de nature financière et comptable présentées par ailleurs parfois dans un même chapitre ou une même analyse. Aussi la norme n° 354 révisée a prévu, dans un souci de transparence et de traçabilité de la qualité de l'information, un système de marquage spécifique de ces informations économiques exclues du champ de la revue des commissaires aux comptes.

En ce qui concerne les informations prévisionnelles, la norme n° 354 révisée prévoit plusieurs cas dans lesquels les commissaires aux comptes n'ont pas à se prononcer ou peuvent ne pas être en mesure de se prononcer sur la pertinence et la cohérence des hypothèses de construction. Dans un souci de bonne information du public, la Commission demande aux commissaires aux comptes de bien expliciter dans leurs avis sur les prospectus les raisons pour lesquelles ils ne se prononcent pas ou ne sont pas en mesure de se prononcer (par exemple marchés naissants ou en fort développement, horizon de la prévision postérieur au cycle d'exploitation).

Les commissaires aux comptes formulent leurs observations concernant les informations comptables et financières sur une attestation que l'émetteur doit faire figurer au début du prospectus d'introduction en bourse. Cette attestation fera l'objet d'une vérification des autorités de marchés (AMF) qui s'assurent de la fiabilité du travail effectué par les commissaires.

Par ailleurs, l'AMF doit contrôler *à priori* la régularité des autres informations figurant dans le prospectus et qui ne relèvent pas du champ de responsabilité des commissaires aux comptes. Lorsque le document de référence satisfait les exigences de l'AMF, un visa est délivré à l'émetteur. Ce dernier doit le faire figurer en première page du prospectus d'introduction en bourse.

2.1.3 Les sanctions

Le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers interdit toute manipulation dans les informations à diffuser dans le public à l'occasion des introductions en bourse.

Dans l'article N° 632-1³⁷, l'AMF précise que « *Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui*

³⁷ Règlement général de L'autorité des marché Financier, Livre VI- Abus de Marché : Opérations d'initiés et manipulations de marché. (homologué par arrêté du 12 novembre 2004, Journal officiel du 24 novembre 2004) (modifié par arrêté du 15 avril 2005, Journal officiel du 22 avril 2005)

donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ».

L'autorité des marchés financiers se réserve le droit d'ouvrir une procédure de sanction à l'encontre de toute personne physique ou morale³⁸ ayant manqué aux obligations légales, réglementaires ou professionnelles « ...visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces décisions peuvent être rendues publiques ». Article L. 621-14 du code Monétaire et financier.

Les sanctions applicables sont pour les personnes morales : « L'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public » et pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de la personne morale « l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas de pratiques mentionnées au c et d du II ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas ; les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public » Article L. 621-15 du code Monétaire et financier.

Par ailleurs, le montant des sanctions infligées doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements.

³⁸ La liste de ces personnes est énumérée dans le II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier

Durant l'année 2004, 1.560 situations de marché ont été examinées, 83 enquêtes ont été ouvertes et 44 sanctions ont été prononcées. Outre le nombre important des sanctions, la sévérité et les montants élevés de ces punitions prouvent la volonté de rigueur de l'AMF, mais aussi la capacité à infliger des amendes supérieures à celles dont disposaient la COB (Commission des Opérations de Bourse) et le CMF (Conseil des marchés financiers) avant d'être fusionnés au sein de l'AMF. Sur les 44 sanctions préalablement citées, 33 ont fait l'objet de sanctions pécuniaires³⁹. Elles ont touché 15 personnes morales (5 millions d'euros) et 18 personnes physiques (pour 3,64 millions d'euros⁴⁰).

Tableau 1.4 : Les sanctions infligées par l'AMF durant l'année 2004

Rubriques	Statistiques
Nombre de dossiers transmis à la Commission des sanctions	52 dossiers, dont 14 procédures et 38 procédures ouvertes par l'AMF
Nombre de procédures de sanction menées à leur terme par la Commission	24 procédures, dont 13 procédures héritées et 11 procédures ouvertes par l'AMF
Détail des 24 procédures menées à terme	20 procédures ayant donné lieu à sanction concernant : 44 personnes sanctionnées (19 personnes morales et 25 personnes physiques) 10 personnes mises hors de cause (8 personnes morales et 2 personnes physiques) 4 procédures sans aucune sanction (concernant 11 personnes physiques)
Nombre de procédures restant en cours fin 2004	28 procédures

Source : *L'activité de la Commission des sanctions en 2004 (AMF, 2005)*

³⁹ En juin 2004, Oxis International a écopé d'une amende de 50 000 euros pour manquements aux obligations de l'information financière à diffuser. La société STACI s'est vu infligée une sanction pécuniaire de 5000 € en novembre 2004 pour les mêmes raisons.

⁴⁰ La sanction délivrée à l'encontre de Jean-Marie Messier, ex PDG de Vivendi Universal, pèse lourdement dans ce montant. Ce dernier a écopé d'une amende d'1 million d'euros à titre personnel pour avoir « trompé le public surpris la confiance du marché et porté préjudice aux actionnaires ».

2.2 Les besoins en information du marché financier

Le cadre réglementaire qui régit les obligations de publications des entreprises ne définit pas, à lui tout seul, l'environnement informationnel des introductions en bourse. Les recommandations de la communauté financière et les attentes d'informations de la part des investisseurs, contribuent à l'enrichissement de cet environnement. Nous passerons en revue dans ce paragraphe ces travaux.

2.2.1 Une évolution sensible des besoins

Plusieurs enquêtes ont été entreprises pour cerner les besoins en information des investisseurs. Ces enquêtes ont confirmé le rôle important des informations financières et comptables. Elles ont par ailleurs souligné l'importance grandissante des informations stratégiques et non financières.

L'une des premières enquêtes est celle menée par le SRI (Standard Research Institute) sur la période 1986-87 aux Etats-Unis. Cette enquête avait pour objectif d'identifier les besoins en information des investisseurs professionnels et individuels. Elle a fait ressortir un certain nombre d'éléments « extrêmement importants » pour analyser une société ou prendre une décision d'investissement. Parmi les 87 éléments d'informations cités par les investisseurs, les treize éléments les plus importants sont présentés dans Tableau 1.5.

En 1990, le ICCA (L'Institut Canadien des Comptables Agréés) a mené une enquête comparable pour déterminer les informations les plus pertinentes aux yeux des utilisateurs des rapports annuels. En se basant sur des critères d'utilité⁴¹ de l'information et sur des besoins apparents⁴² des utilisateurs des rapports annuels, l'ICCA a dressé une liste des éléments à inclure dans les rapports annuels :

1. Vue d'ensemble de la société : il s'agit d'informations concernant le profil de la société, sa structure organisationnelle, ses produits, services et marchés, son ou ses secteurs d'activité, ses perspectives générales et ses ressources humaines.

⁴¹ Selon l'ICCA, une information est considérée comme utile si elle est pertinente pour la prise de décision, fiable, rapidement publiée, compréhensible et comparable.

⁴² Ces besoins ont été identifiés auprès de trois types d'utilisateurs des rapports financiers : actionnaires, créanciers et analyste & conseillers. Exemples de besoins apparents : Evaluer les résultats globaux de l'entreprise, Evaluer les perspectives d'avenir, Evaluer la solvabilité...

2. Analyse de l'exploitation : elle porte sur la gestion globale de la société, sa performance au regard des objectifs, ses résultats passés, ses orientations futures et les ressources dont elle dispose pour y parvenir. Elle inclut également une analyse générale et sectorielle de l'exploitation, et, concernant la performance au regard de ces objectifs. Enfin, elle comprend des informations sur la recherche et le développement, des données sur les risques et incertitudes, sur les ententes et les contrats importants ainsi que sur l'environnement concurrentiel.

3. Résumé et analyse de l'information financière : il s'agit des états financiers, une explication des méthodes comptables, les principales données financières présentées sous forme comparative, une analyse des résultats d'exploitation, de la situation financière et de son évolution ...

4. Informations supplémentaires : il s'agit de la liste des membres de la direction, des informations sur la propriété et le contrôle de la société ainsi que sur les principaux comités et les relations avec les investisseurs.

Tableau 1.5 : Les besoins en informations des investisseurs institutionnels selon le SRI

Rang	Type d'information	Importance
1	Événements récents et perspectives sur le (les) secteurs (s) d'activité de la société	82,4%
2	Résultats annuels de la société	82,4%
3	Part de marché de la société	80,4%
4	Expositions aux risques	79,8%
5	Événements récents affectant la société	79,8%
6	Situation financière annuelle	79,5%
7	Situation de trésorerie (cash flow)	74,0%
8	Objectifs de la société et orientation stratégique	70,2%
9	Information sur les principaux segments d'activité de la société	67,0%
10	Prévisions sur les performances de la société	62,5%
11	Performance de l'action	61,2%
12	Information sur les produits	60,6%
13	Données financières historiques	85,7%
14	Résultats trimestriels	58,7%
15	Situation financière trimestrielle	57,4%
16	Perspectives sur l'économie	49,4%
17	Information trimestrielle sur la trésorerie (cash flow)	46,2%
18	Opinions et analyses sur la société des autres analystes et professionnels.	35,9%

Source : SRI (1987), pp.31

Une troisième enquête (Rapport Jenkins) menée par l'Institut Américain des Comptables Certifiés (1994) a, elle aussi, identifié un certain nombre d'informations susceptibles d'aider les investisseurs dans leurs prises de décisions d'investissements. Cette enquête a identifié sept types de besoins en informations financières et non financières.

1/ Le besoin d'analyser séparément chaque segment d'activité présentant des risques et des opportunités différentes. En effet les utilisateurs professionnels estiment que la diffusion d'informations par segment d'activité est souvent aussi importante que celle concernant la société dans son ensemble.

2/ Le besoin de comprendre la nature de l'activité de la société. A travers les produits et services offerts, les méthodes de production, le nombre et le type de concurrents et des clients, le lien entre les événements et l'activité de l'entreprise ainsi que leurs conséquences financières

3/ Le besoin d'avoir une perspective prévisionnelle ou prospective. A travers l'étude de l'information passée et présente, la recherche d'informations prévisionnelles ou prospectives et d'indicateurs de tendance dans les données historiques.

4/ Le besoin de comprendre les objectifs des dirigeants. Les professionnels interrogés dans l'enquête estiment que ces derniers sont la meilleure source d'information sur l'entreprise. La compréhension de la vision du dirigeant fournit un bon indicateur de la qualité du management et donc de la performance future de l'entreprise.

5/ Le besoin de connaître la fiabilité relative des informations communiquées

6/ Le besoin de comprendre la performance relative de l'entreprise par rapport à ces concurrents

7/ Le besoin de comprendre les changements majeurs affectant une entreprise. A travers des fréquences de diffusion trimestrielle.

A partir de ces besoins, l'AICPA a identifié cinq catégories d'informations essentielles pour la prise de décision. Le Tableau 1.6 résume ces éléments d'informations ainsi que les besoins qu'ils permettent de satisfaire.

Dans chacune des enquêtes présentées dans ce paragraphe, nous avons noté l'apparition de nombreux besoins en informations stratégiques et non financières. D'ailleurs dans l'enquête développée par le SRI, les professionnels interrogés, se disent

très sensibles à ce type d'information (et par conséquent au fait qu'une entreprise ne publie pas ce genre d'informations) et apprécient celles qui portent sur la concurrence et tous sujets sensibles en général. Ces investisseurs déclarent, cependant, tenir compte dans leur évaluation de la nature confidentielle de cette catégorie d'information.

Tableau 1.6 : Les Besoins en informations selon le rapport Jenkins

Eléments d'informations à produire	Nature de l'information		Besoins satisfaits
	Globale	Sectorielle	
Données financières et non financière :			
Etats financiers	√	√	1,2,3,6,7
Données opérationnelles et mesures de performances utilisées par les dirigeants.	√		1,2,3,4
Analyse des dirigeants sur les données financières et non financières :			
Raisons des changements des données financières, opérationnelles et des performances et identification et effets passés des tendances clefs.	√	√	1,2,3,4
Information prévisionnelle / prospective :			
Opportunités et risques y compris ceux issus des tendances clefs		√	1,2,3,7
Objectifs et plans des dirigeants incluant les facteurs clefs de succès.			4,7
Comparaison de la performance actuelle aux opportunités, risques et plans des dirigeants antérieurement diffusés.	√	√	1,2,3,4,5,7
Informations sur les dirigeants et les actionnaires :			
Directeurs, dirigeants, rémunérations, actionnaires principaux, transactions et liens entre les parties.	√		4
Environnement de la société :			
Objectifs et données stratégiques	√	√	3,4
Etendue et description de l'activité	√	√	1,2,6
Impact de la structure de l'industrie sur la société.	√	√	2,6,7

1 Analyser séparément chaque segment d'activité présentant des risques et opportunités différentes.

2 Comprendre la nature de l'activité (des activités) de la société.

3 Avoir une perspective prévisionnelle ou prospective

4 Comprendre les perspectives et objectifs des dirigeants

5 Connaître la fiabilité relative des informations communiquées (incertitude de mesure

6 Comprendre la performance de la société relativement à celle des concurrents et des autres sociétés.

7 Comprendre rapidement les changements majeurs affectant une société.

Source : AICPA Ch 3 et 5

Parallèlement à ces travaux, on a vu se développer des recherches dédiées, à part entière, à la contribution de l'information non financière à l'évaluation de l'entreprise. Ces travaux montrent l'intérêt des investisseurs à ce genre de données et la place qu'elles occupent dans une décision d'investissement. Dans le paragraphe suivant, nous allons les développer.

2.2.2 La place accordée à l'information non financière

En 1987, le Financial Executives Research Foundation, FERF, a effectué une étude sur les besoins des investisseurs en informations non financières dont les résultats sont les suivants : en moyenne, les investisseurs, les analystes et les autres utilisateurs de rapports financiers apprécieraient une plus large publication de données relatives à la part de marché et à la position concurrentielle des entreprises, ainsi qu'à leurs objectifs et à leurs segments d'activités.

Dans une autre enquête plus récente, menée en 1995 par Eccles et Mavrinac pour le compte d'Ernst & Young Center for Business Innovation, il ressort que les analystes et les investisseurs ne décernèrent la mention « extrêmement utile » qu'à fort peu de mesures non financières (Cf. Tableau 1.7). Ils jugent malgré tout certaines d'entre elles suffisamment intéressantes pour être insérées dans la liste de leurs « dix meilleures » mesure : la croissance du marché, le développement de nouveaux produits, la part de marché et la productivité de la R&D.

Tableau 1.7 : Les mesures les plus appréciées par les investisseurs selon Eccles & Mavrinac (1995)

Rang	Analystes financiers « vendeurs ou sell »	Gestionnaires de portefeuilles
1	Bénéfices	Croissance du marché
2	Cash-flow	Bénéfices
3	Croissance du marché	Cash-flow
4	Performances du segment	Développement de nouveaux produits
5	Part de marché	Coûts
6	Investissements	Part de marché
7	Coûts	Investissements
8	Investissements en R&D	Performances du segment
9	Succès stratégiques	Investissements en R&D
10	Développement de nouveaux produits	Productivité de la R&D

Source : Eccles & Mavrinac (1995)

Malgré les observations empiriques qui attestent que les investissements réalisés en formation et développement des ressources humaines génèrent de bons résultats, on constate que ni les investisseurs ni les analystes n'accordent une grande valeur à des mesures telles que la satisfaction des salariés, la formation ou le *turnovers*. En moyenne, les mesures relatives aux ressources humaines sont jugées peu utiles. Les informations sur le respect de l'environnement ou sur l'adoption d'une charte de bonne conduite rencontrent une indifférence similaire.

Une étude effectuée par Mavrillac & Siesfeld (1997) a révélé que les investisseurs valorisent plutôt bien les informations relatives aux ressources humaines (Cf. Tableau 1.8). Les mesures indiquant « l'aptitude de l'entreprise à attirer et à retenir des personnes de talent » sont notées 5,61/ 7 (score exceptionnellement élevé pour des informations non-financières).

Dans leur étude, les éléments non financiers les plus appréciés des investisseurs sont les mesures qui révèlent la productivité et la créativité dans les organisations orientées vers les personnes. Même si la qualité de la stratégie et des plans d'action est aussi d'une importance cruciale pour les investisseurs, les auteurs constatent que ceux-ci accordent finalement plus de poids à la capacité des équipes dirigeantes à agir et aboutir.

Tableau 1.8 : Les données financières les mieux et les moins bien appréciées selon Mavrillac et Siesfeld (1997)

Mesures les plus prisées	Note	Mesures les moins prisées	Note
• Exécution de la stratégie d'entreprise	6,26	• Qualité de la direction	4,48
• Crédibilité des dirigeants	6,16	• Taux du turnover des salariés	4,42
• Qualité de la stratégie d'entreprise	5,92	• Expérience des services des relations investisseurs	4,36
• Innovation	5,77	• Nombre de réclamations clients	4,32
• Aptitude à attirer les salariés	5,61	• Qualité du service clients	4,29
• Part de marché	5,60	• Qualité des informations publiées	3,91
• Expérience des dirigeants	5,54	• Récompenses qualité produit	3,53
• Qualité des politiques de rémunération	5,48	• Récompenses qualité processus	3,39
• Position dominante en recherche	5,40	• Politique sociale et respect de l'environnement	3,36
• Qualité des processus	5,34	• Utilisation des équipes salariées	3,26
• Satisfaction des clients	5,33	• Ratios de rémunération	3,22

Source : S. Mavrillac & G.A. Siesfeld 1997

Les études citées fournissent une excellente description des besoins perçus et des centres d'intérêt des acteurs du marché des capitaux, mais elles sont difficiles à interpréter car leurs résultats sont fondés uniquement sur des préférences déclarées et des attitudes subjectives où peuvent se jouer toutes sortes d'influences, évidentes ou non.

Un travail plus récent entrepris par Mavrinac et Boyle (2001) essaie précisément de surmonter ce handicap en établissant une relation entre l'utilisation de données non financières par les analystes financiers et la justesse des prédictions de ces mêmes analystes. Contrairement à la démarche qui s'appuie sur les déclarations des personnes interrogées, cette étude s'appuyait sur des comportements réels tels qu'ils ressortent des rapports publiés par les analystes eux-mêmes⁴³.

Les résultats montrent que les analystes s'intéressent à un grand nombre de facteurs non financiers, mais que leur nature varie beaucoup d'un secteur à un autre. Il semblerait aussi, encore que moins clairement, que les analystes qui tiennent plus fréquemment compte des données non financières sont également capables de prédictions plus justes. Plus exactement, les chercheurs ont établi que les erreurs de prévision décroissent avec la fréquence des analyses effectuées sur des performances non financières.

Les résultats de cette étude ont également été obtenus à un niveau international. La quantité d'informations publiées par les entreprises détermine significativement et positivement l'exactitude des prévisions des analystes dans les études de Hwang et *al.* 1998 (échantillon de sept pays) et Chang et *al.* 2001 (échantillon de 37 pays).

De leur côté, Mensah et *al.* (2003) montrent que l'accroissement du nombre d'informations publiées par les entreprises américaines entre 1983 et 1998 accroît significativement la précision et l'homogénéité des prévisions des analystes.

Sur le marché français, une étude effectuée par Andrieu et Fortiée (1998) vient confirmer la littérature internationale. Elle met en évidence l'importance accordée par les investisseurs à un certain nombre d'informations non financières. Les indicateurs les plus prisés sont résumés dans le Tableau 1.9.

De leur côté, Chahine et Mathieu (2003) montrent que le marché financier est sensible aux informations stratégiques contenues dans le prospectus d'introduction en bourse. Dans leur étude, les informations relatives aux atouts technologiques et aux ressources humaines sont les plus informatives. Les résultats de cette sont en partie appuyée par

⁴³ Les enquêteurs ont examiné le contenu de quelques 300 rapports d'investissement et la fréquence d'apparition d'éléments non financiers

ceux de Labégorre et Boubaker (2006). Les auteurs montrent dans une enquête par questionnaire, que les analystes financiers cherchent prioritairement à avoir des informations sur la stratégie (chapitre 4 du prospectus) et sur la situation financière (Chapitre 5 et 7). L'importance des aspects stratégiques et financiers a également été soulignée par Ravaz (2003) lors de l'analyse de réunions SFAF.

Tableau 1.9 : Place de l'information non financière dans sur le marché (Andrieu et Fortiée, 1998)

Indicateur	Nature	Importance
Croissance du marché	NF	92%
Bénéfices	F	92%
Investissements	F	90%
Nouveaux produits	NF	90%
Flux de trésorerie	F	90%
Objectifs stratégiques	NF	86%
Qualité des produits	NF	84%
Investissement R&D	F	84%
Coût de production	F	84%
Part de marché	NF	82%
Données par division	F	77%
Production du travail	NF	73%
Fidélisation client	NF	64%
Productivité R&D	NF	61%
Propriété intellectuelle	NF	59%
Satisfaction client	NF	57%
Qualité processus industrielle	NF	55%

NF : non Financiere, F : financiere

Source : Andrieu et Fortiée (1998)

Section 3. Les caractéristiques des entreprises introduites en bourse sur le Marché français.

Dans cette section, nous avons voulu illustrer le contexte des introductions en bourse sur le marché français. Nous avons décrit les introductions réalisées sur le Nouveau et Second marché français⁴⁴ entre 1996 et 2004.

3.1 Base de données

3.1.1 Origine des données

Les données utilisées pour cette section et pour l'ensemble de la thèse proviennent essentiellement des prospectus préparés, par l'entreprise, à l'occasion de l'introduction en bourse. Ces prospectus sont censés présenter une image sincère et fidèle de la situation passée et présente de l'entreprise ainsi que toutes informations successibles d'influencer la performance de l'entreprise dans un futur proche.

Nous avons extrait, pour les introductions réalisées sur le Nouveau et Second Marché, les cours de clôture des séances de bourse depuis le jour de leur présence sur les marchés financiers. Les renseignements relatifs aux titres admis sur le marché, ainsi que les données boursières des cours et des indices ont été extraites à partir de la base de données DATASTREAM. Cette base nous offre la possibilité d'obtenir les cours, des entreprises nouvellement introduites, ajustés aux opérations de capital et aux distributions de dividendes.

L'utilisation de cette base fait apparaître un inconvénient. Pour les jours de fermeture de la bourse, la base fait apparaître une ligne vide qui peut se confondre avec une réservation de cotation. Nous avons, développé une macro Excel pour identifier les dates correspondant aux jours de fermeture de la bourse⁴⁵ et les éliminer de la base.

Les renseignements relatifs aux prix d'offre des entreprises ont été extraits à partir des avis d'Euronext.

⁴⁴ Ces marchés ont disparu en 2005. La fusion des marchés a donné naissance à Eurolist et Alternext.

⁴⁵ Les jours de fermeture de la bourse sont extraits des avis qu'Euronext publiés à cet effet. Voir Avis N° 94-1177, N°96-81, N° 97-4108, N°98-4147, N° 99-4312, N° 2000-4660, N° 2001-3888, N° 2002-523, Avis n° 2003-253.

3.1.2 Base de donnée des cours et réservation de cotation

Les réservations de cotation génèrent des données manquantes dans les bases de données de cours. Dans de nombreuses recherches, utilisant ce genre de donnée, l'élimination pure et simple des périodes de réservations est souvent adoptée.

Les observations empiriques attribuent aux réservations de cotation, des effets sur la volatilité, le volume et l'asymétrie d'information. Dans des calculs de rentabilités, ces effets se retrouveront dans les résultats pour accentuer ou atténuer la rentabilité anormale calculée.

L'utilité de la réintroduction d'une estimation de la valeur d'un titre quand celui-ci est réservé, trouve une justification dans le gain en cohérence des résultats obtenus.

Plusieurs méthodes d'estimation des données manquantes ont été avancées. Le Tableau 1.10 en résume les principales. Jouaber (1998) teste ces différentes méthodes pour déterminer les conditions d'applications. La comparaison des différentes procédures d'ajustement montre que les meilleurs estimateurs de prix ne sont pas toujours les mêmes compte tenu de la fréquence d'extraction des données et la méthodologie de recherche suivie. Sur des données de clôture de séances, l'estimation par l'ouverture suivante et par la clôture suivante apparaissent comme les méthodes les moins biaisées. Nous avons ainsi retenu la méthode du successeur pour l'estimation des données réservées.

3.1.3 Statistiques descriptives

Dans le Tableau 1.11 sont présentées les statistiques des introductions en bourse sur la place parisienne sur la période 1996-2004. Les capitalisations boursières et les fonds levés lors des introductions en bourse sont exprimés en milliers euros.

La période 1996-2000 est caractérisée par de fortes introductions en bourse. Nous avons compté en moyenne, 74 émissions par an. Une nette tendance à la baisse est observée à partir de 2001 (en moyenne 16 par an⁴⁶).

⁴⁶ De faibles introductions en bourse ont également été constatées sur des périodes précédentes. Les marchés n'ont compté en moyenne que 7 émissions par an durant la période 1991-1993. (Degeorge et Derrien, 2001).

Tableau 1.10 : Descriptif des méthodes d'estimation des réservations de cotation

Méthode	Descriptif	Méthode de Calcul
Seuil de réservation franchi	Cette méthode permet d'estimer le prix d'équilibre non observable par son maximum dans le cas d'une réservation à la baisse et par son minimum en cas d'une réservation à la hausse	$\hat{P}_t = S_{\text{inf},it} = \max(P_t^*)$ $\hat{P}_t = S_{\text{sup},it} = \min(P_t^*)$ avec P_t^* le prix observable à l'instant t. $S_{\text{inf}, i(t)}$ et $S_{\text{sup},i(t)}$ les $i^{\text{èmes}}$ seuils de réservation depuis le début de la séance et jusqu'à l'instant t
Méthode du successeur	Elle consiste à remplacer la donnée manquante par le premier cours disponible qui suit. Le pris réservé est le prix à la reprise de la cotation	$\hat{P}_t = P_{t+1}^*$
Méthode du prédécesseur	Elle consiste à remplacer la donnée manquante par le dernier cours disponible. Cette méthode est justifiée sur les marchés efficients vérifiant l'hypothèse de martingale selon laquelle le prix d'aujourd'hui est le meilleur estimateur du prix de demain	$\hat{P}_t = P_{t-1}^*$
Répartition uniforme	Cette méthode consiste à répartir uniformément la rentabilité réalisée entre le dernier cours avant le dépassement de seuil de réservation et le cours de reprise des cotations	$\hat{P}_j = \frac{j \times P_K + (K - j) \times P_0}{K}$ avec P_0 le dernier cours côté avant l'interruption de la cotation $j=1 \dots J$ le nombre de réservations successives ; $K=j+1$ (reprise des cotations)
Milieu de la fourchette	Le prix réservé est estimé dans cette méthode par le milieu de la fourchette (à savoir la moyenne du meilleur prix demandé et du meilleur prix offert)	$MID_t = \frac{\text{ask}_t + \text{bid}_t}{2}$

L'évolution des introductions au cours de la période d'étude est expliquée par les événements et les changements qui ont marqué les marchés financiers d'actions. La création du Nouveau Marché en 1996 a permis à de jeunes sociétés, de taille réduite et avec un fort potentiel de croissance d'accéder aux marchés de capitaux ce qui a participé à l'augmentation du nombre d'introductions sur les marchés. A l'opposé, l'éclatement de la bulle internet en mars 2000 a fortement freiné les introductions.

Sur la période 1996-2000, la majorité des introductions s'est effectuée sur le Nouveau et Second Marché. Très peu d'introductions sont arrivées sur le Premier Marché : ceci est dû à la sévérité des critères d'admission et au changement du profil des entreprises qui s'introduisent en bourse. L'éclatement de la bulle internet a changé la donne. L'activité sur le Premier Marché est devenue plus importante. 35% des introductions ont été réalisées sur ce marché en 2001 et 48% en 2004.

L'actionnariat du Nouveau et Second Marché, sur la période 1996-2004, est peu dilué. En moyenne, 20,69% des actions sont diffusées dans le public (25,73% pour le Nouveau Marché et 16,98% pour le Second Marché). Ce résultat est légèrement inférieur à celui obtenu par Schatt et Roy en 2001. Sur leur échantillon de 220 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français sur la période 1996-2000, 24 % des actions sont diffusées dans le public.

Cette diffusion provient essentiellement de création d'actions nouvelles pour les entreprises introduites sur le Nouveau marché (21,09% des titres après introduction proviennent de création d'actions). Elle provient essentiellement de cession de titres par les actionnaires d'origine pour les entreprises introduites sur le Second Marché (10,13% des titres proviennent de cessions d'action contre 6,81% de création d'actions). La diffusion de ces actions, dans le public, apparaît stable dans le temps sauf pour l'année 2001 où les entreprises n'ont diffusé que 10,02 % d'actions (10,18% pour le NM et 9,46% pour le SM).

Par ailleurs, les entreprises lèvent en moyenne 14,557 millions d'euros au moment de l'Introduction en bourse (18,518 millions pour les entreprises du Nouveau Marché et 11,636 millions pour les entreprises du Second Marché).

Tableau 1.11 : Statistiques des introductions en bourse sur la place de Paris

Descriptif des introductions en bourse sur le Nouveau Marché								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
Capitaux Levés								
Total	238 145	164 462	496 680	577 822	1 611 051	172 879	16 676	-
Moyenne	13 230	8 223	11 826	18 639	32 221	28 813	8 338	-
Médiane	8 080	6 083	8 563	11 144	22 367	15 975	8 338	-
Capitalisation à l'introduction								
Total	1 088 134	531 890	2 388 410	1 957 582	8 127 044	9 181 870	79 227	-
Moyenne	60 452	26 595	55 544	61 174	156 289	918 187	39 613	-
Médiane	31 653	18 941	38 095	38 241	92 476	205 600	39 613	-
Titres diffusés dans le public	30,61%	32,57%	25,88%	29,05%	22,27%	10,82%	21,06%	
Titres créés	23,81%	24,96%	21,40%	20,05%	20,58%	12,11%	26,18%	
Nombre d'introductions	18	20	43	32	52	10	2	0
Descriptif des introductions en bourse sur le Second Marché								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
Capitaux Levés								
Total	439 412	606 316	682 199	414 765	248 792	127 331	144 565	129 306
Moyenne	13 316	13 780	8 976	12 568	13 821	9 95	16 062	9 946
Médiane	6 605	5 849	4 933	8 347	11 507	5 415	2 143	6 405
Capitalisation à l'introduction								
Total	2 338 681	3 221 668	4 302 635	2 315 901	2 091 346	1 034 349	622 462	1 120 633
Moyenne	70 869	73 220	56 614	70 179	116 186	73 882	124 492	93 386
Médiane	45 152	37 158	35 103	52 873	100 424	65 002	86 025	42 965
Titres diffusés dans le public	15,84%	18,61%	17,63%	18,66%	19,38%	9,46%	11,92%	14,64%
Titres créés	4,15%	6,34%	7,58%	7,49%	10,77%	5,59%	7,37%	4,32%
Nombre d'introductions	33	44	76	33	18	14	9	13
Introductions au Premier Marché*	4	4	8	17	16	13	2	12

4 introductions ont été réalisées en 2003 sur le premier marché. Le Second marché n'a compté que des transferts. Le nouveau marché n'a pas compté d'introductions.

Source : L'autre d'après des données Euronext

L'observation des procédures utilisées lors des introductions sur le marché, fait ressortir l'importance de la procédure de placement. En effet, cette procédure a été, la plus utilisée sur la période 1996-2004. (Cf. Tableau 1.12) 70,88% de l'ensemble des introductions si on ne compte pas les transferts.

Sur la période 1996-2004, 88,21% des placements ont été suivi d'une procédure de marché (71,12% d'une offre à prix ferme et 30,17% d'une offre à prix ouvert essentiellement en 2000). Ceci est préférable aux placements secs (11,78% de l'ensemble des placements) dans la mesure où les procédures de marché réduisent la compensation financière octroyée aux investisseurs informés qui acceptent de révéler leurs informations privées (Makimono et Piler, 1999).

L'observation des procédures par marché d'introduction montre que le « placement » est quasiment la seule procédure employée sur le Nouveau Marché (95,34%). Sur la même période, on enregistre plus de diversification dans les procédures pour les entreprises introduites sur le Second Marché : en effet 50,25%⁴⁷ des introductions ont été réalisées avec une procédure de marché, les autres 50% avec un placement (suivi dans la plupart des cas d'une procédure de marché).

En regardant de près les statistiques, on remarque la place qu'occupe la procédure d'Offre à Prix Minimum dans les introductions au Second Marché : 82 OPM, ce qui représente près de 42% de l'ensemble des introductions hors transferts. 21,95% de ces mises en vente ont nécessité un report et l'application d'une offre à prix ferme pour la réalisation de l'introduction. Cette situation a été certainement due à un décalage entre l'offre et la demande de titres (d'où un rationnement des titres). Par ailleurs, cette procédure (OPM) a essentiellement été utilisée sur la période 1996-1998 : sur cette période elle a représenté près de 57% des introductions. Selon certains auteurs, ce type de procédure est plutôt utilisé en « périodes chaudes⁴⁸ ». Mirat (1984) souligne que l'OPM est une procédure qui permet de profiter au mieux de l'optimisme du marché. Belletante et Paliard (1993) estiment que les enchères sont plus faciles à réaliser lorsque le nombre d'introductions en bourse est important.

⁴⁷ Le calcul des pourcentages n'inclut pas les transferts.

⁴⁸ Périodes où les introductions en bourse sont nombreuses

En effet, dans ce cas, les investisseurs disposent de nombreuses opportunités pour acheter des titres : le rapport entre la demande et l'offre s'établit à un niveau plus faible et les OPM ont plus de chances d'être réussies.

Nos chiffres sont cohérents avec cette hypothèse dans la mesure où le nombre des introductions sur la période 1996-1998 est supérieur à la moyenne annuelle de l'échantillon.

Contrairement à la présence prononcée de l'OPM dans les introductions du Second marché, on enregistre une quasi absence de la cotation directe sur la période 1996-2004. Ceci n'était pas le cas sur des périodes antérieures (1983-1993) (Faugeron-Crouzet, 2001)⁴⁹. Cette situation est due à une modification institutionnelle en 1990. En effet depuis cette date c'est Euronext qui centralise les offres. La société de bourse se contente de choisir le prix d'offre sans gérer l'organisation de la procédure comme cela était le cas auparavant (centralisation des ordres et détermination du prix). Cette situation réduit la marge de manœuvre de la société qui ne pouvait plus accroître la demande pour assurer la réussite d'une introduction.

Un autre point ressort de l'observation des introductions en bourse sur le Second Marché : la confirmation du développement grandissant du choix de la procédure de « placement » lors des introductions en bourse. Cette procédure a coexisté avec l'OPM sur la période 1996-1999 et a dominé le marché en 2000-2004 puisqu'elle a été la seule procédure utilisée pour les offres publiques initiales. Il semble que le Nouveau Marché (sur lequel le placement est utilisé d'une manière quasi systématique) ait conforté cette domination du placement sur le Second Marché

⁴⁹ Faugeron-Crouzet (2001) enregistre près de 95 CD sur un total de 314 introductions réalisées sur le marché français entre 1983 et 1993.(soit plus de 30% de son échantillon)

Tableau 1.12 : Les procédures d'introduction en bourse sur le marché français sur la période 1996-2004

Ce tableau retrace l'évolution des procédures entre 1996 et 2001 sur le Nouveau et Second Marché. OPF : Offre à Prix Ferme ; OPO : Offre à prix Ouvert, OPM : Offre à Prix Minimum, CD : Cotation Directe, PG : placement garanti (le placement garanti peut être accompagné d'une procédure de marché.)

Procédures d'introduction en bourse sur le Nouveau Marché									
Années	Nombres d'introductions	transferts	Nombre d'OPF	Nombre d'OPM	Nombre de CD	Nombre de Placements	dont placements « secs »	dont (placements +OPF)	dont (placements+ OPO)
1996	18	0	0	0	0	18	7	11	0
1997	20	0	0	0	0	20	7	13	0
1998	43	1	1	0	0	41	9	33	0
1999	32	1	0	1	0	30	2	25	3
2000	52	2	0	0	0	50	0	11	39
2001	10	1	0	0	4	5	0	0	5
2002	2	0	0	0	0	2	0	0	2
2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2004	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1996-2004	177	5	1	1	4	164	25	93	49
Procédures d'introduction en bourse sur le Second Marché									
1996	33	3	3	23*	0	4	2	2	0
1997	44	7	3	22*	0	12	2	10	0
1998	76	7	3	33*	1	32	1	31	0
1999	33	5	0	3	1	24	1	20	3
2000	18	4	0	0	1	13	0	8	5
2001	14	6	0	1	2	5		1	4
2002	9	2	0	0	3**	4	0	0	4
2003	5	5	0	0	0	0	0	0	0
2004	13	7	0	0	1	5	0	0	5
1996-2004	245	46	9	82	9	99	6	72	21

* 7 OPM ont été reportée en 1996, 6 en 1997 et 5 en 1998 (c'est-à-dire qu'une offre à prix ferme a été réalisée au final)

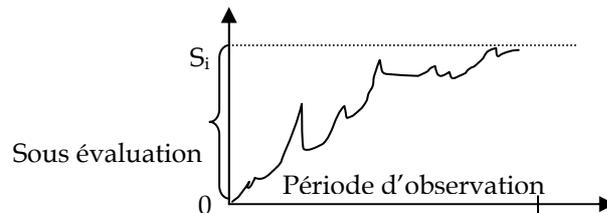
** 2 CD correspondent à des fusions et la troisième correspond à une scission

3.2 Le comportement des cours à l'introduction en bourse

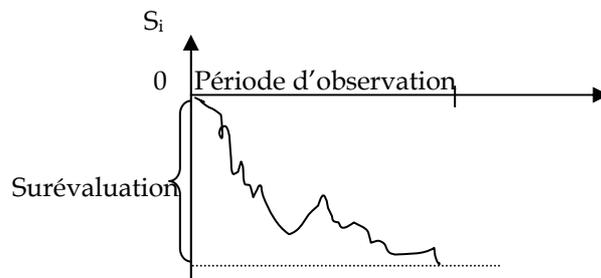
3.2.1 Les mesures de la décote initiale

La mesure de la sous ou surévaluation, pour une entreprise i , est appréciée par la rentabilité des premières séances de cotation après l'introduction en bourse (RI_i). Nous avons calculé cette rentabilité d'une manière cohérente avec les mesures citées dans la littérature financière⁵⁰.

L'entreprise est sous évalué si $RI_i > 0$



L'entreprise est surévaluée si $RI_i < 0$



Dans un premier temps, nous avons calculé la performance boursière de la première séance de négociation (ou décote initiale) mesurée par la variation relative entre le cours de clôture (CL) et le prix d'offre (PO). Ensuite, nous l'avons comparée à La performance boursière de la $K^{\text{ième}}$ séance de négociation.

Ainsi la rentabilité initiale du titre de la société i , déterminé par la variation relative entre le cours de clôture (CL) de la $K^{\text{ième}}$ séance ($k=1, 5, 10, 20, 30, 40$) et le prix d'offre à l'introduction en bourse (PO) figurant dans le prospectus d'introduction se calcule de la manière suivante⁵¹ :

⁵⁰ Le lecteur peut se référer à Aggarwal, et al. (1993), Ibbotson et Ritter (1995), Lee, et al. (1996) et Dewenter et Malatesta (1997).

⁵¹ La rentabilité initiale peut être calculée en utilisant le logarithme des cours. Cette mesure crée un biais à la hausse par rapport à celle présentée plus haut. Pour une discussion plus approfondie sur ces méthodes de calcul, le lecteur peut se référer à Campbell et Andrew (1997).

$$RI_{i,k} = \frac{CL_{i,k} - PO_i}{PO_i} \quad (1)$$

Ensuite, nous avons ajusté les rendements ainsi calculés par le rendement du marché, l'équation (1) devient :

$$RIA_{i,t} = RI_{i,k} - \frac{M_t - M_0}{M_0} \quad (2)$$

Ou encore :
$$RIA_{i,t} = \frac{CL_{i,k} - PO_i}{PO_i} - \frac{M_t - M_0}{M_0}$$

Où $RIA_{i,t}$ (*décote*) est la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction ($t = 1, 5, 10, 20, 30$ et 40), M_t est la valeur de l'indice du marché le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse⁵².

3.2.2 Constats empiriques pour le marché français

Le Tableau 1.13 retrace la sous évaluation observée sur le Nouveau et Second Marché français sur la période 1996-2004. Cette sous évaluation varie d'une année à une autre et fait ressortir un taux moyen de 10,61% le premier jour de cotation (13,81% pour le Nouveau marché et 6,97% pour le Second Marché).

Les niveaux de sous évaluations initiales, enregistrés sur le marché français, semblent avoir été à des niveaux plus élevés si l'on croit les précédents travaux de la littérature. Faugeron-Crouzet (1997), puis Ginglinger et Faugeron-Crouzet (2002) ont mis en évidence une sous évaluation moyenne de 18% sur 321 et 292 observations entre 1983 et 1994. Derrien et Womack (2003) ont constaté un excès de rentabilité de 13,23% sur un échantillon de 264 sociétés introduites sur la période 1992-1998 sur le marché français. De leur côté, Broye et Schatt (2003) ont trouvé une sous évaluation moyenne de 20,3% sur un échantillon de 402 admissions sur le Nouveau et Second marché entre 1986 et 2000. Sur l'échantillon de Labégorre et Boubaker (2005), composé de 185 entreprises introduites sur le Second marché français entre 1994 et mars 2000, la sous évaluation moyenne s'établit à 14,7%.

⁵² Nous avons utilisé l'Indice MIDCAC des valeurs moyennes.

Tableau 1.13 : Sous évaluations initiales observées entre 1996 et 2004 sur le Marché français (petites et moyennes entreprises)

Ce tableau présente la moyenne et la médiane des rentabilités initiales ajustées et non-ajustées des introductions en bourse pour l'ensemble de la période 1996-2004 sur le Marché français. Les rendements sont mesurés sur différentes périodes : le 1^{er}, 5^{ème}, 10^{ème}, 20^{ème} et 40^{ème} jour des négociations. Les rendements non-ajustés sont calculés selon l'équation (1) et les rendements ajustés selon l'équation (2).

	Rentabilité initiale non ajustée (%)						Rentabilité initiale ajustée (%)					
	1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour	1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour
Nouveau Marché												
Moyenne	13,71%	21,39%	22,39%	26,89%	29,31%	31,74%	13,81%	22,13%	23,38%	27,21%	28,48%	30,56%
Médiane	0,01%	6,54%	4,18%	4,33%	3,66%	3,66%	0,01	8,85%	9,17%	8,66%	10,79%	12,58%
Ecart type	35,61%	42,20%	54,42%	69,43%	72,73%	84,23%	0,36	40,06%	48,77%	61,38%	61,09%	69,30%
Entreprises sous évaluées												
Second Marché												
Moyenne	6,93%	11,97%	12,82%	13,07%	12,67%	13,77%	6,97%	12,15%	13,05%	13,49%	12,64%	13,76%
Médiane	0,84%	6,36%	5,53%	5,61%	5,39%	5,21%	1,08%	6,84%	5,85%	7,68%	5,91%	6,61%
Ecart type	12,93%	21,82%	25,39%	29,86%	29,80%	32,87%	12,94%	21,51%	25,21%	29,12%	28,54%	31,73%
Entreprises sous évaluées												
Echantillon Total												
Moyenne	10,54%	17,35%	17,92%	20,09%	21,31%	23,42%	10,61%	17,46%	18,55%	20,79%	21,07%	22,70%
Médiane	0,02%	6,36%	5,10%	5,56%	5,00%	4,22%	0,89%	7,48%	6,33%	7,85%	7,41%	8,96%
Ecart type	27,61%	38,57%	42,78%	55,22%	56,94%	67,98%	27,84%	33,05%	39,81%	49,41%	49,22%	55,57%
Entreprises sous évaluées												

Source : l'auteur d'après des données Datastream

La sous évaluation initiale, enregistrée sur le marché français, augmente si on tient compte des 10 premiers jours⁵³ de cotation (18,55%). Cette moyenne s'établit à un niveau plus élevé pour le Nouveau Marché (22,38%) que pour le Second Marché (13,05%). Ces résultats sont comparables avec ceux obtenus par Degeorge et Derrien en 2001 et par Gajewski et Gresse en 2005. Degeorge et Derrien mettent en évidence une sous évaluation moyenne de 17,5 % (sur dix jours) pour l'ensemble du marché français entre 1991 et 1998 (22,8% pour le seul Nouveau marché⁵⁴ et de 15,8% pour le second marché). De leur côté Gajewski et Gresse (2005) enregistrent sur la même période une sous évaluation moyenne de 19% sur un échantillon de 363 introductions en bourse réalisées sur le marché français entre 1995 et 2004.

Par ailleurs, les statistiques montrent que le phénomène de sous évaluation ne concerne pas uniquement un petit nombre d'entreprises. En effet, sur la période 1996-2004, plus de 53% des entreprises sont sous évaluées sur la base du cours de clôture de la première journée de cotation. Ce taux augmente d'une manière significative si l'on se base sur des calculs de rentabilité ajustée (67,78%).

Certaines études empiriques mettent en évidence une sous évaluation initiale plus forte durant les périodes de fortes activités d'émissions (Leleux, 1993). On constate le même phénomène sur le marché français. Les entreprises introduites en bourse 2000 sont fortement sous évaluées par rapport à celles introduites en d'autres années (Cf. annexe 1.4). Cette sous évaluation atteint en 2000, 21,81% contre une quasi absence de sous évaluation sur la période 2001-2004 (3,75% en 2001, 1,13% en 2002 et 0,21% en 2004).

L'observation des rentabilités initiales par marché d'introduction (Cf. annexes 1.2 et 1.3) montre de plus fortes sous évaluations chez les entreprises cotées au Nouveau Marché par rapport à celles cotées au Second Marché (13,81% contre 6,97%). Cette supériorité des sous évaluation du Nouveau Marché se confirme par année à partir de 1998. Entre 1996 et 1998 les entreprises introduites sur le Second Marché sont plus sous évaluées en moyenne que les entreprises introduites sur le Nouveau Marché (10,63% pour le SM contre 7,11% pour le NM en 1996 ; 10,94% pour le SM contre 8,09% pour le NM en 1997).

⁵³ Degeorge et Derrien (2001) estiment que les entreprises nouvellement introduites sur le marché français n'atteignent leurs prix d'équilibre qu'au bout de dix jours. Ged et Lantz (1999), retiennent une période de trente jours.). De leur côté, Schatt & Roy (2001) retiennent une période de 5 jours.

⁵⁴ Ce qui correspond à la période 1996-1998. Le nouveau marché a été crée en 1996.

Conclusion

Dans ce chapitre nous avons étudié l'environnement institutionnel et informationnel des introductions en bourse. Cet environnement exige une transparence et une meilleure communication de la part de l'entreprise qui s'introduit. Les obligations de publication de plus en plus exigeantes et les recommandations grandissantes de la part des investisseurs attestent de ce phénomène.

L'observation des introductions en bourse sur le marché français et sur les marchés internationaux montre que cette exigence de transparence est loin d'être satisfaite. Les différents marchés sont caractérisés par de fortes asymétries informationnelles et des sous évaluations de plus en plus prononcées. Cette situation semble être en partie due à la nature des entreprises qui s'introduisent en bourse et les nouveaux risques auxquels, elles sont confrontées (Loughran et Ritter, 2004). Par ailleurs, les décalages entre les publications des entreprises et les attentes de des investisseurs (Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001) rendent ce phénomène durable.

Différentes enquêtes ont montré que d'importants besoins en informations non satisfaits incluent une information sur les immatériels et que ces domaines présentent d'importants potentiels d'amélioration. Ces enquêtes montrent clairement que les investisseurs institutionnels sont à la recherche d'une meilleure information sur ces « items » (Lev 2000 ; Beattie et Pratt 2002a et b) et recommandent fortement leurs publications.

A la lumière de ces travaux, nous avons formulé notre question de recherche. Nous nous sommes interrogés sur la nature des informations dont la publication est attendue par les investisseurs et le rôle qu'elles peuvent avoir dans la réduction des asymétries d'informations inhérentes aux introductions en bourse.

Les recommandations des investisseurs (Beattie & Pratt, 2002a et b; Eccles & Mavrinac, 1995; Eccles *et al.* 2001; Lev, 2001; Holland, 1997...) et les rapports récents (AICPA 1994; FASB 2001; SFAF & EURONEXT 2002...) soulignant l'importance de la communication sur les éléments du capital immatériel ont orienté notre choix de recherche.

Chapitre 2. Perception du capital immatériel par le marché financier et sa contribution à l'évaluation de l'entreprise

Un intérêt croissant des dirigeants et des organismes professionnels en faveur de la publication d'informations sur le capital immatériel est constaté sur les marchés financiers

Les investisseurs déclarent spontanément l'intérêt qu'ils portent à ces informations. A ce sujet Pierre Boucheny (Administrateur de la SFAF) déclare lors du Colloque « capital immatériel : Comment valoriser votre entreprise ? » (2000) « *Les marchés demandent unanimement plus de visibilité et une communication plus transparente, qui leurs donne les éléments nécessaire pour évaluer les entreprises* »

De son côté, Patrick Cambourg (Président Groupe MAZARS⁵⁵) rajoute : « *...communiquer sur le capital immatériel à l'extérieur de l'entreprise, de manière cohérente et permanente. Cette communication donne un avantage compétitif qui ne crée pas de la valeur, mais l'exprime mieux* ».

Nous avons voulu étudier, dans ce chapitre, le rôle et la pertinence de ces informations pour la valorisation des entreprises. La compréhension des liens qui unissent les informations sur le capital immatériel et la valeur de l'entreprise peuvent nous aider dans l'identification du rôle qu'elles peuvent jouer dans un contexte d'introduction en bourse.

55 Le Groupe MAZARD est auteur de plusieurs travaux sur le Capital immatériel. Notamment les traductions des livres d' Edvinsson et malone : « Intellectual capital : realizing your company's true value by finding its hidden brainpower /Leif Edvinsson and Michael S. Malone »et celui de Sveiby. « The New organizational wealth, managing and measuring knowledge-based assets »

Nous ne pouvons démarrer ce chapitre sans au préalable définir cette notion dans la littérature (Section 1). L'ambiguïté des définitions sur les immatériels nous impose un survole des travaux antérieurs. Nous mènerons par la suite une enquête auprès du marché financier pour mesurer comment cette notion est accueillie et comprise (Section 2). Nous clôturerons ce chapitre par l'analyse des relations qui existent entre les différentes composantes du capital immatériel et la valorisation des entreprises.

Section 1. Les Concepts de l'immatériel : L'ambiguïté d'une terminologie

La définition des immatériels pour une entreprise pose un problème complexe à la littérature : d'une part parce qu'elle englobe différentes notions; d'autre part parce qu'elle soulève un conflit réel entre la comptabilité et la gestion. Il n'est d'ailleurs, pas rare qu'on observe des incohérences dans la terminologie et dans l'appréhension des différents concepts utilisés. Il n'existe pas à l'heure actuelle de définition très précise et communément admise des notions d'investissements et d'actifs immatériels ; on en rencontre au contraire une assez grande variété. Cette hétérogénéité des conceptions disponibles engendre des complications supplémentaires qui viennent ralentir la compréhension et l'analyse des immatériels.

Nous allons, dans cette section, passer en revue les différentes définitions et classifications issues de la littérature afin de mieux cerner ce sujet.

1.1 Définition des immatériels : Une prédominance comptable

Le concept « d'immatériel » est délicat à saisir de part sa nature et l'hétérogénéité des domaines qu'il couvre. Pour définir ce concept on se heurte à deux genres de problèmes. D'abord le concept lui-même : ce dernier est souvent confondu avec les notions d'« incorporel⁵⁶ » et d'« intellectuel⁵⁷ ». La distinction entre ces deux notions

⁵⁶ L'utilisation du terme incorporel fait référence à un vocable comptable : les immobilisations incorporelles sont définies d'une manière soustractive (des immobilisations autres que corporelles ou financières).

⁵⁷ Le qualificatif intellectuel relève davantage d'une approche philosophique et sociologique que comptable et économique. « *L'investissement intellectuel est la mise en œuvre d'une pensée globale qui mise délibérément sur l'introduction de l'intelligence dans les différents processus de l'entreprise.* » Caspar et Afriat (1988). Ce terme reste éloigné des problématiques en économie et gestion et rarement utilisé dans ce genre de recherche.

n'est d'ailleurs pas clairement établie.

Ensuite l'abord des « immatériels » dans la littérature : différentes notions sont souvent utilisées (dépenses, investissement, actif, capital..).

En étudiant la littérature concernant les « immatériels » d'une entreprise, on se rend vite compte de la prédominance de l'aspect comptable tant dans les travaux de comptabilité, que dans les travaux relevant du management et de la gestion. Les définitions s'attardent plus sur les aspects « dépenses » ; « investissement » et « actif » des immatériels, ce qui restreint déjà, leur étendue.

1.1.1 Dépenses et Investissements immatériels

Les premiers auteurs se sont intéressés aux immatériels sous l'angle des dépenses. La majorité des travaux initiés cherchent, essentiellement, à distinguer les dépenses immatérielles des charges réelles de l'entreprise. L'appréhension des immatériels ne peut, pourtant, pas se limiter à cette distinction. En effet, si les entreprises sont aujourd'hui contraintes d'engager des sommes importantes dans ce domaine, c'est bien qu'elles escomptent également obtenir des avantages en contrepartie.

Le problème conceptuel, qui se pose ici, est de savoir à partir de quel moment la dépense immatérielle engagée sur un exercice a un impact sur la rentabilité future de l'entreprise ? A partir de quel moment une dépense cesse-t-elle d'être une charge pour devenir un investissement ou un actif ?

En France, Casper et Afriat (1988) ont été les premiers, à essayer de distinguer les domaines des dépenses immatérielles qui peuvent donner lieu à des actifs. Pierrat & Martory (1996) quant à eux, se sont intéressés au passage de « dépense immatérielle » à « investissement immatériel ». Ils considèrent, d'ailleurs, la terminologie « investissement immatériel » comme un raccourci de langage pour désigner une « dépense dans le domaine de l'immatériel ayant le caractère d'un investissement ou s'intégrant à une opération d'investissement »

Le passage de « dépense » à « investissement » reste cependant, conditionné par les caractéristiques de l'investissement lui-même. En effet, les bénéfices qu'on escompte de certaines dépenses immatérielles sont risqués et présentent une rentabilité souvent incertaine ce qui rend leur considération en tant qu'investissement plus délicate.

Quelle que soit l'optique dans laquelle on se place, on applique, avec difficulté, la notion d'« investissement » aux immatériels de l'entreprise. En effet, *Le comptable* considère l'investissement au niveau d'une entreprise, comme une dépense qui peut

faire l'objet d'une inscription au bilan. L'investissement immatériel est une « *dépense qui se traduit par l'acquisition ou la création d'un actif immatériel identifiable* » Pierrat & Martory (1996). Le financier considère quant à lui l'investissement immatériel comme un emploi provisoire d'argent destiné à produire des revenus monétaires futurs. Pour les juristes, le terme « investissement immatériel » devrait être réservé à une opération d'investissement reposant principalement sur des dépenses ayant un objet immatériel, sinon il vaut mieux parler du « volet immatériel » de l'investissement.

Ce qui reste problématique dans l'attribution de la terminologie « investissement immatériel » est le fait que ce dernier est rarement productif par lui-même, il a généralement pour objet de favoriser ou d'améliorer des activités productives de l'entreprise. Les effets d'un tel investissement ne sont mesurables qu'au niveau des activités de l'entreprise sur lesquelles il se porte.

1.1.2 Actif immatériel

La problématique comptable se complique du moment qu'on commence à parler d'actifs : l'inscription au bilan de dépenses dans le domaine de l'immatériel, est freinée par la nature des immatériels. Cette nature, particulière, s'éloigne de la conception première de la comptabilité d'un actif corporel.

Pour définir un actif, d'une façon générale: l'IASC⁵⁸(1989) le qualifie d'« une dépense dont les effets se font sentir sur plusieurs exercices ». Les juristes, selon les concepts du Droit Civil, considèrent un actif comme un élément du patrimoine qui peut faire l'objet d'une appropriation juridique. L'actif est un droit absolu (propriété..), il est identifiable et séparable.

Les particularités des immatériels et la difficulté de leur identification handicapent la littérature scientifique et les textes officiels (comptables) dans la définition de la notion d'actif immatériel. Les premiers textes comptables ne comportent aucune précision quant à la différence entre actifs immatériels et matériels. C'est le cas de la définition établie par le FASB⁵⁹ (1985) : l'actif immatériel est « *un ensemble de profits futurs probable contrôlé ou produit par une entité particulière au sein de l'entreprise suite à des transactions ou événements passés* ».

⁵⁸ IASC : International Accounting Standards Committee.

⁵⁹ FASB : Financial Accounting Standards Board.

Plus récemment, les textes se sont intéressés aux particularités des actifs immatériels, mais sont restés dans une optique d'inscription au bilan de l'entreprise ce qui limite le champ de ces définitions.

La norme IAS 38 (1998) (§ 7) définit une immobilisation incorporelle comme « un actif non monétaire identifiable sans substance physique, détenu en vue de son utilisation pour la production ou la fourniture de biens ou de services, pour une location à des tiers ou à des fins administratives »⁶⁰. Un actif est une ressource « (a) contrôlée par l'entreprise du fait d'événements passés et (b) dont des avantages économiques futurs sont attendus par l'entreprise ». La norme précise (§ 8) qu'il est fréquent que « les entreprises dépensent des ressources ou assument des passifs pour l'acquisition, le développement, le maintien ou l'amélioration de ressources incorporelles telles que (...) des marques commerciales (y compris les noms de marques et titres de publication) ».

Tous les éléments incorporels ne respectent pas les composantes d'une immobilisation incorporelle, à savoir « le caractère identifiable, le contrôle d'une ressource et l'existence d'avantages économiques futurs » (IAS 38, § 9).

A cet égard, l'IAS 38 (§10) exige qu'une immobilisation incorporelle soit « identifiable afin de la distinguer clairement du *goodwill* ». C'est le cas d'un actif « séparable » (§11). La condition de séparabilité est remplie lorsque « l'entreprise peut louer, vendre, échanger ou distribuer les avantages économiques futurs spécifiques attribuables à l'actif sans se séparer également des avantages économiques futurs résultant d'autres actifs utilisés dans la même activité génératrice de produits » (§ 11). Cependant, il peut exister d'autres moyens de prouver le caractère identifiable d'une immobilisation incorporelle (IAS 38, § 12). La norme IAS 38 définit le contrôle exercé sur un actif comme « le pouvoir d'obtenir les avantages économiques futurs découlant de la ressource sous-jacente » et la possibilité d'en « restreindre l'accès à des tiers » (§ 13). « Les avantages économiques futurs résultant d'une immobilisation incorporelle peuvent inclure les produits provenant de la vente de biens ou de services, les économies de coûts ou autres avantages résultant de l'utilisation de l'actif par l'entreprise » (IAS 38, § 17).

⁶⁰ Les extraits de la norme IAS 38, que nous citons, proviennent de la traduction française réalisée par l'Ordre des experts comptables (voir IASC (b), 1998).

Plusieurs chercheurs en gestion utilisent avec réserve ces définitions comptables dans leurs travaux. Ils élaborent, en général, leurs propres définitions des actifs immatériels.

Smith et Parr (1989) ont retenu une définition « à contrario » visant à définir les actifs immatériels comme étant : « tous les éléments d'une entreprise qui existent après que les actifs corporels et monétaires aient été identifiés ; Ce sont les éléments qui, après le capital circulant et les actifs fixes permettent d'exercer l'activité et contribuent à la capacité bénéficiaire de l'entreprise »⁶¹.

Ce genre de définition a été retenu par plusieurs auteurs. Belkaoui, (1992) définit l'actif immatériel comme étant « la partie de la valeur d'une entreprise non justifiée par ces actifs corporels. Ce sont des actifs non physiques qui résultent de droits légaux ou contractuels et qui sont susceptibles de dégager des revenus futures ».

L'auteur distingue deux types d'actifs intangibles⁶² :- les actifs intangibles identifiables (tel que les brevets); - les actifs intangibles non identifiables (tel que le Goodwill).

1.2 Classification des immatériels

1.2.1 Un attachement manifeste aux valeurs comptables

Un courant croissant dans la littérature s'est intéressé à la classification des immatériels de l'entreprise. Les premiers travaux privilégient l'aspect comptable et se basent sur une démarche additive : il s'agit d'énumérer un certain nombre d'éléments répondant à des critères prédéfinis et qui constituent les composantes d'une dépense, d'un investissement ou d'un actif immatériel.

Ainsi l'INSEE classifie les dépenses immatérielles en : R&D, formation professionnelle, dépenses commerciales (publicité), logiciels, transferts techniques et autres investissements immatériels (droits audiovisuels, etc.). Caspar et Afriat (1988) adoptent la même démarche en rajoutant aux quatre premières composantes, les dépenses en organisation, les dépenses dans les systèmes d'information et les dépenses

⁶¹ Smith Gordon V et Parr Russel L (1989), « we define intangible assets as all the elements of a business enterprise that exist after monetary and tangible assets are identified. They are elements, after working capital and fixed assets, that make the business work and contribute to the earning power of the enterprise »

⁶² Terme anglo-saxon utilisé pour englober au même temps les actifs et investissements immatériels.

stratégiques.

En 1992, L'OCDE a entrepris un travail, qui a été considéré comme une synthèse de la littérature existante. Ce travail privilégie la considération des immatériels sous l'angle de l'investissement ; notamment pour l'ensemble des revenus futurs qu'ils sont sensés générer. Quatre catégories d'investissement ont été énumérées :

- investissements immatériels pour l'innovation : ils se trouvent en amont du processus d'innovation. Ils développent les connaissances et compétences de base, nécessaires à l'introduction de nouveaux produits et procédés. Ces investissements comprennent : la R&D, les acquisitions en technologie, la conception, l'ingénierie et les activités d'observation et d'exploitation ;
- investissements immatériels qualifiants : investissements en ressources humaines, structure informationnelle, structure organisationnelle ;
- études des marchés : exploration, croissance et organisation ;
- logiciels : notamment intégrés dans un équipement.

De leur côté, Hendriksen et Van Breda (1992), ont développé une classification intégrant les actifs et investissements immatériels (encore appelé intangibles). Cf. tableau ci dessous.

Tableau 2.1 : Classification des immatériels selon Hendriksen et Van Breda (1992).

Actifs immatériels traditionnels	Charges différées
Nom de marque	Promotion et publicité
Droits d'auteurs	Droits d'auteurs
Clauses de non-concurrence	Dépenses en informatique
Franchises	Coûts d'assurance de la dette
Intérêts futurs	Coûts légaux
Goodwill	Recherches en marketing
Licences	Dépenses organisationnelles
Droits opérationnels	Dépenses de réorganisation
Brevets	Réparations
Secret professionnel	Dépenses en R&D
Marques	Dépenses d'entrée
Nom commercial	Dépenses de formation

Source : Hendriksen et Van Breda (1992)

1.2.2 De nouvelles conceptions pour les classifications des immatériels

Hammerer (1996), Werner, Hammerer et Schwarz (1998) ont fortement critiqué les précédentes tentatives de classifications des actifs immatériels, notamment celles développées par l'OCDE en 1992. Les auteurs soulignent l'échec de ces méthodes à

différencier les actifs physiques des actifs immatériels et mettent en avant la « pauvreté » des concepts théoriques existants.

Leurs travaux, et biens d'autres encore, s'accordent à dire que l'attribution ou non, du qualificatif « investissement » ou « actif » à l'immatériel, est insuffisante pour classer la partie incorporelle de l'entreprise. Il serait plus judicieux de se concentrer sur leur composition sans se soucier de leur appellation, qui renvoie à des problématiques comptables.

La classification développée par Hammerer (1996) est basée sur la théorie évolutionniste. Elle a été utilisée pour illustrer les investissements physiques et immatériels à chaque étape d'un cycle de vie de produit.

Ce travail a été complété par celui de Werner, Hammerer et Schwarz (1998). Ces derniers proposent une classification en sept composantes principales : R&D ; niveau d'étude et formation ; software ; marketing ; exploration minière ; licences, marques et droits d'auteurs et Brevets. Cette classification peut être étendue en ajoutant les composantes suivantes : l'organisation de l'entreprise ; design et ingénierie ; développement et utilisation de bases de données ; encouragement de l'innovation ; amélioration des ressources humaines (hors formation).

Tableau 2.2 : Classification des immatériels selon Hammerer (1996)

	Savoir-faire technologique	Compétence	Capital externe
Etape stratégique	Recherches	Niveau d'éducation	Relations avec les clients
	Niveau d'éducation	Administration	Publicité
	Technologies	Connaissance du marché	
	Brevets		
Etape opérationnelle	Licences	Logiciels technologiques	Administration de l'entreprise
	Logiciels		

De son côté, Bounfour (1998) propose une classification fonctionnelle des immatériels de l'entreprise. S'appuyant sur l'organisation du processus d'allocation des ressources, deux types de fonctions sont identifiés : des fonctions valeur et des fonctions ressource. Chacune comprend une ou plusieurs composantes de l'immatériel.

Les fonctions « valeur » englobent : la R&D ; la production ; la logistique au sens large, y compris la logistique informationnelle (traitement, stockage et transport de

l'information); la commercialisation/distribution (réseaux, canaux de distribution et logistique externe); la communication, dont l'objet est d'affirmer l'image externe de l'entreprise.

1.3 L'émergence du concept de capital immatériel

1.3.1 Dépassement de la problématique comptable et émergence de la notion de capital immatériel

Une logique de dépassement de la problématique comptable s'est de plus en plus fait sentir chez les gestionnaires. Ces derniers, conscients des insuffisances de l'outil comptable (absence d'une reconnaissance des dépenses en immatériels, incohérences dans la terminologie et dans les procédures d'enregistrement...) se sont concentrés sur de nouveaux aspects des immatériels essentiellement axés sur le stock de savoir dans les organisations productives. Avec ces travaux, la notion de capital immatériel a émergé dans la littérature.

En France, Boisselier (1993) a été l'un des premiers à explorer cette notion. Ce dernier, par souci de clarification des notions d'investissement et d'actif, s'arrête sur la définition du capital technique « *l'ensemble des biens matériels, qui sont utilisés dans les détours de production et augmentent la productivité du travail humain* ». Cette aptitude du capital à accroître la productivité du travail humain justifie à elle seule l'intégration des immatériels (comme la R&D) dans la sphère du capital. Le capital technique serait, selon Boisselier, « *l'ensemble des biens matériels et immatériels, qui sont utilisés dans les détours de production et augmentent la productivité du travail humain* ».

Sondhi et Fried (1994) ont défini la valeur du capital immatériel d'une entreprise. Ce dernier constitue « la valeur résiduelle constatée lors d'une acquisition et qui correspond à la partie de la valeur d'achat non attribuée aux actifs corporels ».

Mortensen, Eustace et Lannoo (1997) ont proposé une classification du capital immatériel en quatre catégories : (i) le capital Innovation : R&D ; (ii) le capital structurel : capital intellectuel, savoir-faire, cohérence et flexibilité organisationnelle, compétence et loyauté du personnel ; (iii) les contrats exécutoires : licences et franchises, licences de diffusion, quotas en cas d'industrie régulée ; (iv) le capital marché : marques).

Une cinquième composante est intégrée à cette classification et qui permet de justifier l'écart de valeur: « Goodwill ».

Pour comprendre et améliorer l'utilisation des documents comptables et financiers des

entreprises, le centre de recherche à la « Stern School of business » de l'université de New York (Canibano et *al.* 1999) a proposé une classification plus détaillée du capital immatériel. Elle reprend les caractéristiques de chaque composante et montre leur intérêt pour l'entreprise. Cette définition est résumée dans le Tableau 2.3.

Tableau 2.3 : Classification du capital immatériel selon la Stern School of business

Goodwill :	Relations privilégiées avec le gouvernement, des conventions de non concurrence
Capital intellectuel :	Secret professionnel, développement interne de programme informatique, Propriété intellectuelle (brevets, marques, copyrights ...)
Le reflet de la marque :	Capacité de la marque d'entreprise à attirer la demande Les actions marketing : Exemple ; publicité
Capital humain	relations de travail, formation, leadership, capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents
Réadaptation organisationnelle	
Propriétés	
Franchises, licences	
Capital client	grand compte satisfaction de la clientèle
Accords de distribution	

De leur côté, Sveiby et Mazars (2000) ont proposé une définition du capital immatériel spécifique aux entreprises de la nouvelle économie. Les auteurs retiennent (i) le capital marque et le capital client; (ii) le capital structurel interne, ce dernier traduit l'efficience de l'organisation ; (iii) le capital humain qui regroupe les talents de l'entreprise et exprime sa capacité à attirer et fidéliser les compétences, à développer son savoir-faire et à améliorer son innovation.

Les auteurs soutiennent l'importance de ce capital pour les entreprises de la nouvelle économie et insistent sur le côté savoir-faire pour l'enrichir et le développer. Ce côté savoir-faire a également été développé par d'autres auteurs. Ces derniers proposent des indicateurs qui peuvent rendre compte de sa valeur (Saint-Onge, 1996 ; Teece, 1998 ; Bassi et Hackett, 1997).

1.3.2 Définition du capital immatériel selon Edvinsson & Malone (1997)

Le travail le plus abouti est sans doute celui Edvinsson & Malone (1997). Les auteurs ont défini le capital immatériel en partant de l'expérience vécue par le groupe SKANDIA au sein duquel une direction « Capital Immatériel » a été créée.

Ce groupe a cherché un outil de communication adapté au capital immatériel. Cet outil s'est matérialisé par le développement d'un navigateur composé d'indicateurs destinés à évaluer les composantes du capital immatériel. Selon ces auteurs, le capital immatériel peut essentiellement prendre trois formes.

Le capital humain : il s'agit de toutes les capacités individuelles, les connaissances, le talent et l'expérience des employés et des dirigeants de l'entreprise. C'est aussi l'apport dont bénéficie l'entreprise grâce aux nouvelles connaissances qu'acquière les dirigeants. C'est encore, la créativité et l'innovation de l'organisation (l'apport d'idées nouvelles et leur mise en œuvre).

Le capital structurel : c'est l'ensemble des systèmes d'organisation de l'entreprise notamment ceux qui transforment et stockent le savoir. Le capital structurel comprend des facteurs comme la qualité et la disponibilité des technologies de l'information, de ses bases de données, de ses concepts organisationnels et de sa documentation. Le capital structurel regroupe aussi des éléments plus traditionnels liés à la propriété intellectuelle (brevets, marques déposées ...) Les auteurs composent le capital structurel en trois catégories :

- **Le capital organisationnel** (regroupe les investissements réalisés par l'entreprise en systèmes, en outils et modes de fonctionnement pour accélérer la circulation des connaissances au sein de l'entreprise),
- **Le capital d'innovation** (les résultats de l'innovation sous forme de licences commerciales, de droits de propriété intellectuelle: brevets marques ...) et
- **Le capital de process** (c'est une forme de savoir pratique mis au service de la création continue de valeur

Le capital client : cette variable a été intégrée, dans un modèle du groupe SKANDIA, dans le capital structurel. Cette variable peut être considérée comme une variable à part du fait que les relations d'une société avec ses clients différent de celles qu'elle entretient avec ses salariés et ses partenaires.

Cette optique du capital immatériel est intéressante. Mais peut-on l'appliquer au marché financier ? La vision des investisseurs est-elle différente de celles des managers ? Nous essayerons de répondre à ces questions dans la prochaine section de ce chapitre.

Section 2. Perception du capital immatériel par le marché financier Français : une étude exploratoire.

La plupart des travaux entourant le capital immatériel viennent de conceptualisations managériales et stratégiques. A notre connaissance, la perception du marché financier n'a pas été étudiée dans la littérature. Les quelques éléments que nous possédons viennent de déclarations spontanées d'investisseurs ou d'organismes financiers. A ce titre, P. Boucheny⁶³ déclare : « *Les analystes affirment pour la plupart avoir une vision claire du capital immatériel et estiment que ce capital contribue largement à la valorisation des entreprises. Parmi les éléments qui le composent, ils prennent surtout en considération la technologie, les marques et les parts de marché et s'intéressent moins au capital humain, qu'ils ont du mal à valoriser. Ces éléments déterminants varient fortement selon les secteurs d'activité...* ».

Dans cette section, nous avons voulu cerner la perception du capital immatériel par le marché financier. Pour répondre à cette problématique, il nous a paru approprié de mener une enquête d'opinion. Ce travail nous paraît essentiel dans la mesure où il nous permettra de mieux évaluer l'effort de l'entreprise lorsqu'elle publie autour de ce capital.

2.1 Méthodologie

L'enquête que nous entendons mener passe par des entretiens individuels dont nous allons détailler les caractéristiques dans le paragraphe ci-après.

2.1.1 Une enquête par entretien

2.1.1.1 Choix d'utilisation de l'entretien

Les entretiens individuels sont très largement utilisés dans les études qualitatives, soit en phase exploratoire (diagnostic de départ), soit durant les travaux eux-mêmes. Ils permettent la compréhension de phénomènes précis par l'interrogation des personnes concernées par l'objet évalué.

⁶³ Pierre Boucheny (Administrateur de la SFAF) lors du Colloque « Capital immatériel : Comment valoriser votre entreprise ? » 2000.

Ils mettent au jour les logiques des différents acteurs et facilitent la compréhension des systèmes. Ils constituent une source riche de renseignements et permettent une analyse fine de l'objet.

Deux perspectives majeures dominent le choix d'utilisation des entretiens : la perspective fonctionnaliste et la perspective interprétative.

- Dans la perspective fonctionnaliste, l'entretien permet d'expliquer et de prévoir des sujets ou des phénomènes précis dont les mécanismes sont mal connus.
- Dans la perspective interprétative, l'entretien permet d'accéder aux représentations des personnes interviewées d'un sujet ou phénomène précis pour lequel d'autres représentations (dans d'autres contextes) existent déjà. Dans ce cas, l'objectif est la compréhension approfondie d'un phénomène ou un sujet contextualisé.

La problématique de notre recherche peut parfaitement s'inscrire dans le cadre de la perspective interprétative. Dans le sens ou plusieurs conceptualisations du capital immatériel existent dans le monde de l'entreprise. Des entretiens avec des acteurs du marché financier peuvent nous permettre d'identifier une conception différente de ce capital qui soit propre au marché financier.

En d'autres termes, il s'agit de voir si la connaissance produite dans un contexte spécifique (la définition du capital immatériel issue du monde de l'entreprise) est utile dans d'autres contextes (la définition du capital immatériel par les marchés financiers). Dans ce cas, l'intérêt sera porté sur l'interprétation que font les experts, du capital immatériel, selon la position qu'ils occupent sur les marchés financiers.

Dans cette perspective interprétative, les biais des répondants, c'est à dire leurs points de vue particulier sur le sujet étudié, ne sont plus un problème de validité à résoudre, ils sont l'objet même de la recherche dans le sens ou l'on ne s'intéresse pas à la généralisation du concept obtenu mais plutôt à la contribution qu'il peut apporter à la compréhension d'un phénomène précis.

Par ailleurs, les questions de validité interne restent présentes : il est toujours possible que les répondants ne disent pas réellement ce qu'ils pensent. De plus il peut y avoir des différences dans la théorie véhiculée dans le discours (*espoused theory*) et celle mise en action (*theory in use*) Argyris (1994).

2.1.1.2 Caractéristiques de l'entretien

Les entretiens individuels présentent des caractéristiques particulières et propres aux problématiques abordées. Ils répondent à une démarche de découverte de nature plus ou moins directive selon le caractère plus ou moins inductif de celle-ci.

On peut identifier trois types d'entretiens :

L'entretien non directif : très proche des méthodes d'intervention psychosociologique de type analytique, l'entretien non directif est un échange libre, souvent informel, autour d'un thème général. Très utile pour recueillir les attentes et les motivations en profondeur, l'entretien non directif doit être mené dans un climat particulièrement favorable de confiance

L'entretien semi-directif : c'est le type d'entretien le plus couramment utilisé. Très centré sur le recueil de l'expression des acteurs par rapport à une trame générale souple construite à partir d'un guide d'entretien. Il nécessite de la part de l'intervieweur un certain savoir-faire pour permettre de dépasser le registre des opinions.

L'entretien directif : dans ce type d'entretien, l'intervieweur propose une liste de questions préétablies. Ce type d'entretien est utile lorsque l'on veut réaliser un grand nombre d'entretiens, et minimiser les risques de subjectivité de la part de l'intervieweur. En revanche, il restreint le champ d'expression de l'interviewé.

Le deuxième type d'entretien nous paraît le mieux adapté à notre contexte. D'abord parce qu'il nous offre la possibilité de commencer l'enquête par un cadre très général : en effet, nous ne connaissons pas la perception du marché financier du capital immatériel. Ensuite parce qu'il nous permet, par des questions complémentaires issues d'un guide d'entretien préétabli, d'approfondir les réponses des personnes interrogées.

2.1.2 Guide d'entretien

Au-delà des questions de liens entre la problématique et l'entretien, la conception du guide d'entretien présente une importance cruciale tant dans la formulation des questions que dans l'ordre de leur présentation aux personnes interrogées. Il ne s'agit pas de s'assurer que l'entretien se déroule de la même façon dans tous les cas comme pour un questionnaire mais plutôt que celui-ci favorise l'expression du répondant et facilite l'établissement d'une relation de confiance avec lui (Cf. Tableau 2.4).

Les premières questions visent à mieux connaître le répondant (formation expérience, son parcours...). Parce qu'il est généralement facile d'y répondre pour l'interlocuteur, ces questions sont un bon moyen d'établir le contact. Il est par la suite souhaitable d'entrer dans le vif du sujet par des questions très larges ne limitant pas la personne interrogée dans ses réponses et lui permettant d'aller en profondeur dans le sujet selon ses propres termes en abordant les sujets qui lui paraissent les plus pertinents et dans l'ordre qui lui convient.

Nous avons choisi de poser les questions suivantes : « Avez vous entendu parler du capital immatériel ? », « Que représente, selon vous ce concept ? », « Décrivez le capital immatériel et les aspects qu'il couvre ».

Des questions de relances les compléteront pour préciser les propos de l'interlocuteur. Les questions de relance sont adaptées à chaque interlocuteur il s'agit d'utiliser les réflexions de ces derniers pour soulever de nouvelles questions. Ainsi on peut demander à la personne interrogée de décrire et de préciser l'étendue de chacune des composantes du capital immatériel qu'il a énumérée et décrite lors de sa première réponse. Par ces entretiens nous nous attendons à retrouver les composantes qui ont été décrites dans la littérature. Nous pensons notamment à celles abordées dans la définition d'Edvinsson et Malone (Cf. Section précédente). Les écrits l'ont qualifié comme la définition la plus complète et la plus adaptée au monde de l'entreprise.

Tableau 2.4 : Perception du capital immatériel par le marché financier : Guide d'entretien.

1- Identification des personnes interrogées

2- Concept du capital immatériel : demander au répondant s'ils l'associent à des contextes spécifiques ou à des définitions particulières.

3- Contenu du capital immatériel : demander au répondant sa compréhension du capital immatériel et les aspects qu'ils couvrent dans l'entreprise

4- Composantes du capital immatériel : demander au répondant de définir ses composantes (demander des exemples et des précisions)

Nous nous attendons alors à ce que les thèmes ci dessous soient abordés (Cf. Tableau 2.5). Nous restons conscients que les appellations utilisées par les personnes interrogées peuvent être différentes de celles abordées en littérature. C'est pour cette raison que nous demanderons des explications précises et des descriptions étayées des composantes citées par les experts.

Tableau 2.5 : Les composantes du capital immatériel telles que décrites dans la littérature

Le capital humain	Regroupe les capacités individuelles, les connaissances, le talent et l'expérience des employés et des dirigeants de l'entreprise.
Le capital structurel interne	Regroupe le capital organisationnel, le capital d'innovation et le capital de process (savoir pratique mis au service de la création continue de valeur).
Le capital structurel externe	Regroupe les relations avec les partenaires de l'entreprise et essentiellement constitué par le capital client.

2.1.3 Identification des experts

2.1.3.1 Principes d'identification

Parallèlement à l'élaboration du guide d'entretien, nous avons fixé les règles de base pour l'identification de l'échantillon de départ. Contrairement aux études quantitatives où les sujets sont choisis d'une manière aléatoire dans une population donnée, dans les études qualitatives, la sélection de l'échantillon n'est pas aléatoire. Dans ce genre d'études, on vise plutôt à avoir accès à une diversité de points de vue ou à avoir un avis d'expertise

Pour cerner la perception du marché financier (concernant le capital immatériel), nous avons interrogé les personnes qui participent d'une manière directe ou indirecte aux évaluations des entreprises et aux décisions d'investissements.

Deux groupes d'experts correspondant à ces critères : d'abord les analystes financiers qui analysent les informations émises par les entreprises et émettent des recommandations envers les investisseurs. L'analyste est ainsi un prescripteur à l'investissement. Ensuite, les gérants de portefeuilles qui prennent les décisions d'investissement. A priori, ces derniers se basent sur les études faites par les analystes pour déterminer leurs choix d'investissements.

Pour constituer notre échantillon de départ, nous avons consulté plusieurs sources d'informations :

- L'annuaire de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) qui donne les coordonnées d'analystes financiers et gérants de portefeuille membres et non-membre de la SFAF.
- Les analyses financières qui accompagnent les dossiers d'introductions en bourse. Une partie de ces analyses est disponible à l'AMF, nous nous sommes

procurés d'autres analyses en s'adressant directement aux entreprises.

- Les sites internet d'entreprises introduites en bourse et qui consacrent une page web aux actionnaires. Nous avons ainsi relevé le nom de plusieurs analystes avec leur affiliation.
- Nous avons par ailleurs eu accès à une liste interne d'une société de bourse.

Ces différentes sources précisent généralement les coordonnées des analystes et gérants ainsi que les domaines d'activités des entreprises qu'ils suivent régulièrement. Nous avons ainsi pu constituer une liste d'experts éventuels.

Nous avons délibérément choisi de n'interroger que des experts s'occupant de secteurs technologiques. Ce choix est basé sur l'importance du capital immatériel des ce genre d'entreprises. Les experts concernés manipulent ainsi d'une manière plus régulière des données et des informations sur ce capital.

2.1.3.2 Profil des experts interrogés

La présélection des experts à partir des différentes sources d'informations nous a permis de constituer une base de données importante. 19 experts ont accepté de participer à notre enquête.

Par ailleurs, lors du déroulement des entretiens, une certaine relation de confiance s'est installée et plusieurs répondants nous ont suggérés spontanément les noms d'autres personnes susceptibles de participer à notre enquête. Ceci a agrandi notre échantillon de départ et l'a porté à 25. Le Tableau 2.6 résume le profil des personnes interrogées.

Tableau 2.6 : Perception du capital immatériel par le marché financier : Profil des experts interrogés

Nombre	Gérants de portefeuilles		Analystes financiers	
	10		15	
Années d'exercice de la profession	5 à 10 ans 10%	+10 ans 90 %	5 à 10 ans 100 %	+10 ans 0 %
Expérience antérieure	Oui 90 %	Durée moyenne 5,1 années (généralement dans l'analyse)	oui 90 %	Durée moyenne 1,3 année (entre 0 et 3 ans)
Nbre Secteurs d'activité suivis	1 à 5 30 %	6 à 10 70 %	1 à 5 100 %	6 à 10 0 %
Nbre d'entreprises suivies	11 à 20 0 %	Plus de 20 100 %	1 à 10 26 %	10 à 20 74 %

2.2 Conceptualisation du capital immatériel tel que perçu par le Marché financier Français

2.2.1 Exploration du concept et identification de ces composantes

Nous avons commencé nos entretiens par une question générale visant à cerner les avis des personnes interrogées : « Avez vous entendu parler du capital immatériel ? Que représente, selon vous ce concept ? »

Les réponses ont été assez homogènes et ont, majoritairement, invoqué l'importance du capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise. Le marché demande plus de visibilité et une communication plus transparente sur ce capital. « *Ceci étant indispensable pour juger de la crédibilité et de la viabilité du business plan énoncé par l'entreprise* ».

Ces réponses ont été par ailleurs longues et élaborées et portaient sur des spécifications du capital immatériel. Les personnes interrogées sont restées, cependant, d'accord sur la difficulté de mesurer ce capital « *Les tentatives pour mesurer ce concept sont nombreuses mais elles ne sont pas au point...* ». Elles ont mis en avant le fait qu'une communication autour de ce thème est utile dans l'évaluation de l'entreprise.

Le commentaire d'une des personnes interrogées résume cette idée : « *Je pense qu'il est impossible de quantifier ce capital en valeur absolue... en revanche on peut mesurer sa contribution à l'évaluation de l'entreprise si nous disposons d'éléments assez clairs sur son évolution... une amélioration de la communication de l'entreprise est sans doute indispensable...* ».

L'analyse de contenu des réponses nous a permis d'identifier différents thèmes autour du capital immatériel. Le Tableau 2.7 en présente quelques exemples.

Au fil des entretiens, nous avons remarqué que les réponses se croisent et les gens nous racontent des choses déjà entendues ailleurs. Nous avons alors réalisé que nous n'apprenons plus grand chose des entretiens récents ; ces derniers ne font que confirmer ce qui a déjà été dit⁶⁴.

⁶⁴ Cette situation est appelée point de saturation selon Glaser et Strauss (1967) ou encore principe d'achèvement (completeness) selon Rubin et Rubin (1995).

Tableau 2.7 : Perception du capital immatériel par le marché financier : thèmes abordés lors des entretiens

Extraits d'entretiens	Thèmes abordés
« Pour définir ce capital : on pense aux ressources humaines , à l'organisation de l'entreprise , sa maîtrise de son activité la R&D... »	ressources humaines organisation activité R&D
« Pour définir le capital immatériel on identifie des thèmes très génériques... je pense au capital humain , l'organisation , l'innovation (R&D, Brevet...) ... les indicateurs qui définissent ces thèmes varient en fonction de l'activité de l'entreprise... ainsi une information complète sur l'activité est indispensable...une connaissance parfaite est un atout ... et c'est sûrement une composante de ce capital »	capital humain organisation innovation R&D Brevet activité
« ...Une maîtrise de l'activité est nécessaire... il en est de même pour les risques liés à l'activité et l'environnement de l'entreprise »	activité risques environnement
« ...Une connaissance parfaite de la concurrence est un atout incontestable de l'entreprise ; celle-ci peut mieux décider de ses actions... »	concurrence
« Le capital client est une des composantes essentielles du capital immatériel : le marché financier valorise d'ailleurs de plus en plus ce capital. »	capital client
« Bien que les entreprises communiquent très mal sur leur clientèle , le capital client demeure une composante essentielle du capital immatériel... des indicateurs précis peuvent nous aider à mieux valoriser ce capital... des indications précises sur la part de marché , sur les taux de rétention , le renouvellement de la clientèle peuvent s'avérer très utile pour la valorisation »	Clientèle part de marché les taux de rétention renouvellement de la clientèle

Tous les entretiens sans exception font référence aux différentes composantes du capital immatériel tel qu'elles ont été définies par Edvinsson et Malone (1997). Le Tableau 2.8 résume les expressions, mots et phrases souvent utilisés pour faire référence à ces composantes. Nous n'avons considéré dans ce tableau que ceux cités et dont la fréquence d'apparition dépasse 80% pour l'ensemble des entretiens :

Par ailleurs, les entretiens ont fait apparaître certaines particularités.

D'abord l'importance des compétences managériales : en effet, les experts la considèrent d'une manière particulière et préfèrent la départager des autres ressources humaines. L'incorporer dans le capital humain risquerait de réduire son poids qui est tout aussi important voire plus important que les autres ressources humaines.

Certains experts interrogés nous ont expliqués que les compétences du dirigeant peuvent parfois garantir à eux seuls la réussite d'une introduction en bourse. A ce sujet, il semblerait que l'introduction de la société Sword introduite sur le Nouveau Marché français ait bénéficié de la notoriété de son dirigeant au moment de l'ouverture du capital.

Tableau 2.8 : Perception du capital immatériel par le marché financier et adéquation avec la définition d'Edvinsson et Malone (1997)

Expressions, mots utilisés dans les entretiens	Thèmes
Capital Humain, Ressources Humaines, Compétences, savoir-faire, transmission de savoir, connaissance, savoir-faire ... Savoir du dirigeant ; leadership, compétences managériales... Maîtrise de l'activité, connaissance de l'environnement, maîtrise des risques...	→ Capital humain
Organisation, pérennité de l'organisation, processus, méthodes de travail, qualité des processus...	→ Capital structurel interne
R&D, brevets, Innovation, investissements en recherche, propriété intellectuelle, veille technologique...	→ Capital structurel interne
Capital client, partenaires de l'entreprise, part de marché, taux de rétention, fidélisation des clients, stabilité...	→ Capital structurel externe

Ensuite l'importance des connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité, son environnement et la concurrence. Les experts reviennent souvent sur les atouts que l'entreprise peut en tirer d'une bonne maîtrise et connaissance de l'activité ainsi que des risques inhérents à son environnement institutionnel, juridique et concurrentiel.

Cette compétence que l'entreprise développe fait partie du capital humain puisqu'elle fait appel aux compétences managériales et au savoir-faire. L'intérêt particulier que lui accorde le marché financier fait d'elle une composante à part entière du capital immatériel.

Enfin, le capital structurel (appellation utilisée dans la littérature) n'a pas été abordé. Les personnes interrogées font référence à ce capital d'une manière indirecte. L'innovation, l'organisation et la clientèle de l'entreprise sont automatiquement cités dans les entretiens.

Les experts mettent l'accent sur l'importance de l'innovation et se prononcent spontanément sur le manque d'informations sur cette composante. Ils précisent par ailleurs, la délicatesse de gestion de la clientèle pour la plupart des entreprises technologiques. Celles-ci sont généralement fortement dépendantes d'un nombre réduit de clients. Les experts soulignent également le manque de transparence quant à

la pérennité des organisations. Cette information généralement omise dans les publications des entreprises est pourtant particulièrement utile pour les entreprises technologiques.

Le tableau ci-dessous reprend ces composantes selon les optiques du marché financier et de la littérature.

Tableau 2.9 : Définition du capital immatériel selon le marché financier

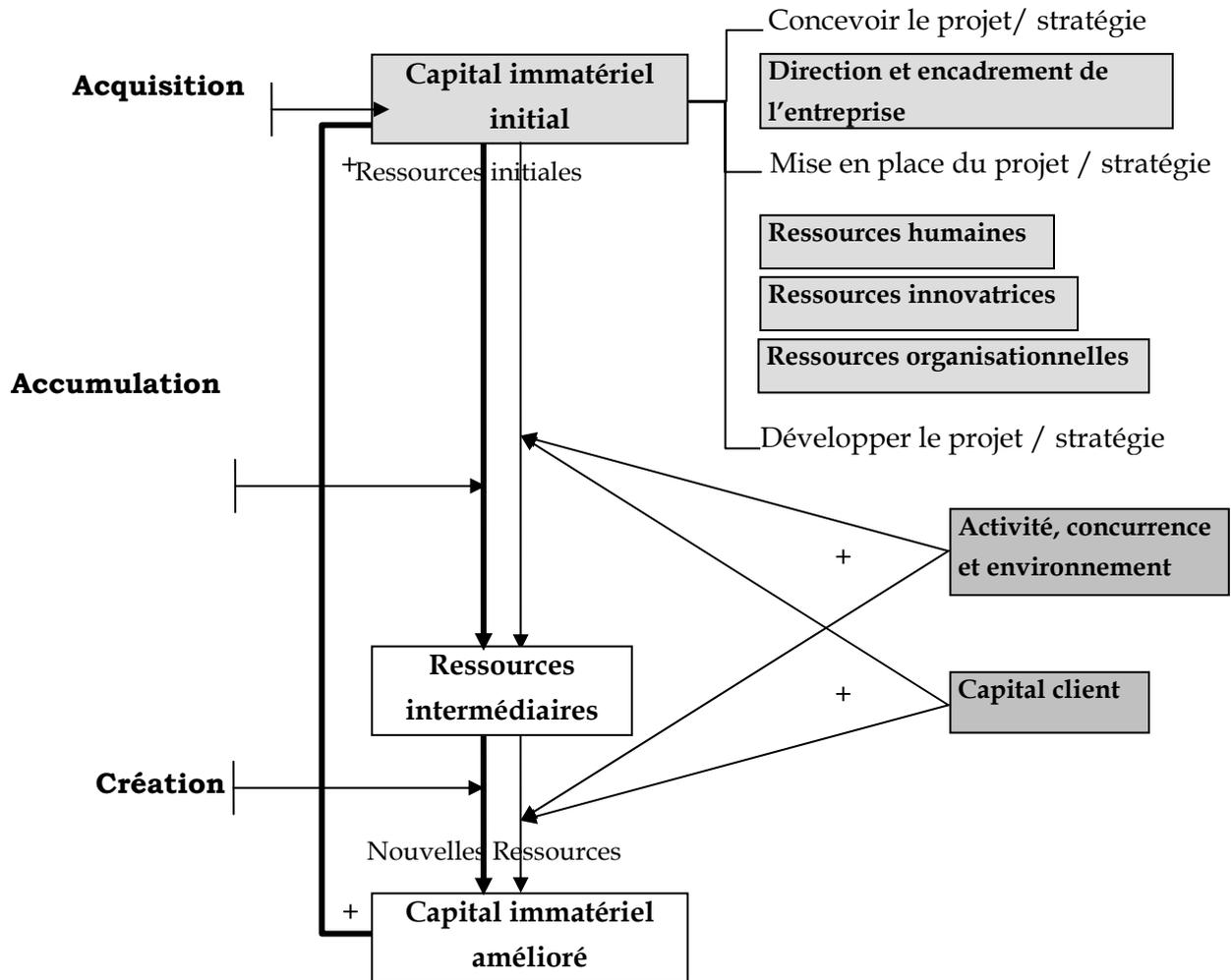
Composantes du capital immatériel dans l'enquête.	Composantes du capital immatériel dans la littérature
- Direction et encadrement de l'entreprise	
- Les Ressources Humaines	→ Correspond au capital humain
- La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence	
- Ressources d'Innovation	→ Correspond au capital structurel interne
- Ressources organisationnelles	
- Capital Client	→ Correspond au capital structurel externe

2.2.2 Définition

A la lumière des entretiens que nous avons menés, il nous a paru pertinent de conceptualiser le capital immatériel tel qu'il est perçu par le marché financier. A partir des définitions développées par les experts interrogés et les commentaires qu'ils ont émis concernant chacune des composantes de ce capital, nous avons abouti à la conceptualisation résumée dans le Graphique 2.1.

Une idée de base a induit cette conceptualisation : elle a été assez justement représentée par une des personnes interrogées : « Je pense que c'est un capital qui se construit et se renouvelle avec le savoir-faire de l'entreprise... si l'entreprise ne fait rien pour l'entretenir, il se déprécie comme un actif ».

Graphique 2.1 : Conceptualisation du capital immatériel tel que perçu par le Marché financier



Source : l'auteur

Cette conceptualisation du capital immatériel regroupe 6 composantes principales. Nous allons dans ce qui suit les définir une à une pour mieux cerner ses contours respectifs.

1/ « La Direction et l'encadrement de l'entreprise » est considérée comme la première composante du capital immatériel. Les personnes interrogées insistent sur la particularité de cette compétence et son influence sur le devenir de l'entreprise.

La théorie de l'enracinement (Castanias et Helfat, 1991 et 1992) a d'ailleurs mis en évidence les compétences spécifiques difficilement remplaçables du cadre dirigeant. Ces compétences donnent de la valeur à l'entreprise et donnent un statut au dirigeant qui le protège dans l'évolution de sa carrière professionnelle. Ce caractère spécifique fait qu'elle ne peut appartenir au patrimoine de l'entreprise. Le départ du dirigeant engendrerait la disparition ou l'affaiblissement de cette ressource. Pour s'assurer de sa durabilité au sein de l'entreprise, le marché financier s'intéresse à « l'implication du cadre dirigeant ». Plus le dirigeant est impliqué dans l'entreprise plus l'entreprise profite de ses compétences managériales ce qui contribue à l'appréciation de la valeur de l'entreprise.

Par ailleurs, l'encadrement de l'entreprise revêt son importance : on assiste ces dernières années à une tendance d'amélioration des structures de gouvernement d'entreprise (présence de comité d'audit, administrateurs indépendant). Cette tendance traduit la volonté de mieux protéger l'intérêt des actionnaires. Le marché financier soutient l'idée selon laquelle cette variable peut apporter de la valeur ajoutée à la prise de décision stratégique de l'entreprise.

2/ Les Ressources Humaines : les ressources humaines ont été définies assez justement par l'OCDE (1998b) comme « les connaissances, les aptitudes, les compétences et les autres attributs, réunis chez les individus, qui ont trait à l'activité économique »

Les compétences et qualification du personnel sont un centre d'intérêt particulier du marché financier puisqu'elles informent sur « le capital savoir » que possède l'entreprise. Ce capital peut être amélioré par un processus d'accumulation et de création de ressources (principe de la définition). Une information sur la structure des ressources humaines peut jouer ce rôle. Elle nous donne, en effet une idée sur l'accumulation des compétences au sein de l'entreprise. Par ailleurs, le marché financier accorde une importance particulière à la transmission et la stabilité de ces compétences notamment pour assurer la transmission de savoir et l'apprentissage.

3/ L'innovation : l'innovation a été définie assez justement en littérature par « ...les travaux entrepris de façon systématique dans le but d'accroître les connaissances scientifiques et techniques ainsi que l'utilisation des résultats de ces travaux pour amener au stade de l'exploitation de nouveaux produits, matériaux, dispositifs, systèmes et procédés ». Pour apprécier cette composante, le marché financier s'intéresse essentiellement aux Investissements en R&D, leur productivité, les licences commerciales, droits de propriété intellectuelle (brevets, marques...)

4/ Organisation de l'entreprise : l'organisation de l'entreprise regroupe les procédés, systèmes et organisations offrant à l'entreprise la possibilité d'accumuler, de mémoriser et de transmettre son savoir-faire. Elle forme la partie immatérielle de l'entreprise qui n'est pas aisée à circonscrire. Elle n'est pas identifiable en tant que tel et correspond au résultat d'une synergie entre différents facteurs tel que les objectifs organisationnels et les ressources engagées.

Les personnes interrogées s'accordent à dire qu'il est plus judicieux de laisser à l'entreprise le choix de l'information à publier pour rendre compte de la qualité de son organisation. Le plus important serait de prouver sa qualité, son efficacité et sa pérennité.

5/ Activité et environnement et concurrence : Cette catégorie regroupe l'ensemble des informations pouvant rendre compte de l'activité et de l'environnement de l'entreprise aussi bien concurrentiel que juridique, légal ou technologique.

La publication d'informations relatives à l'activité et l'environnement de l'entreprise est réglementée par l'AMF pour les introductions en bourse. Il reste que les obligations de publication revêtent un aspect, seulement descriptif. Toute information dépassant ce cadre n'est pas obligatoire et c'est justement l'information qui de plus en plus recherchée par le marché financier. Les personnes interrogées insistent d'ailleurs sur l'importance de ces informations pour l'appréciation de la valeur de l'entreprise.

6/ Le Capital client : le capital client est constitué des relations développées avec les principaux clients de l'entreprise.

Il peut aider à perfectionner la compétence, à améliorer l'image et à générer de la valeur pour l'entreprise. Comme il peut dévaloriser l'entreprise s'il s'avère non fiable. Il est donc important d'apprécier ses caractéristiques.

La satisfaction des clients est le critère à privilégier entre tous quand on veut savoir sans attendre si les résultats de l'entreprise sont promis à une amélioration ou une détérioration. Aujourd'hui, beaucoup d'entreprises recueillent systématiquement des informations sur la satisfaction de leurs clients. Les résultats de ces enquêtes sont utilisés essentiellement en marketing mais rarement dans les prévisions financières.

Pourtant il est parfaitement possible de les annexer au bilan. Les personnes interrogées attirent notre attention sur l'importance de stabilité de ce capital qui, selon eux, est synonyme de bonne santé et annonciateur de sources de revenus durables pour l'entreprise.

Tableau 2.10 : Résumé : Schématisation du capital immatériel tel que perçu par le marché financier.

Composantes clefs (6)	Points abordés dans les entretiens
Direction et encadrement de l'entreprise	Singularité de la compétence managériale Importance de l'implication du cadre dirigeant Evolution du gouvernement d'entreprise
Autres ressources humaines	Compétence et qualification du personnel Stabilité des RH dans l'entreprise
Ressources innovatrices	Investissements en R&D Productivité de la R&D Licences commerciales, Droits de propriété intellectuelle (Brevets, marques...)
Ressources organisationnelles	Qualité de l'organisation Efficacité de l'organisation Pérennité de l'organisation
Connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence	Information sur l'activité Une bonne connaissance de la concurrence Environnement de l'entreprise (juridique, légale et technologique)
Capital client	Caractéristique de la clientèle de l'entreprise Satisfaction du capital client Stabilité du Capital client

Section 3. La place accordée au capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise

3.1 L'émergence du capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise

3.1.1 Les écarts de valeur dans l'évaluation de l'entreprise

Des écarts de valeur entre la perception du marché financier et la réalité comptable sont aujourd'hui, constatés à un niveau international (Amir et Lev, 1996 ; Francis et Schipper, 1999) et national (Cazavan Jeny, 2004). La modification profonde des ratios de valeur boursière sur valeur comptable reflète selon plusieurs auteurs, le déclin de la pertinence des mesures financières traditionnelles et la décroissance de l'utilité des rapports financiers pour les investisseurs (Lev et Zarowin, 1998 et 1999, Chang, 1998, Collins, Maydew et Weiss, 1997, Francis et Schipper, 1999).

Depuis longtemps des efforts de modélisation ont existé pour expliquer ces écarts constatés entre la valeur des actifs d'une entreprise et sa valeur de marché. La théorie néoclassique (Denison 1967) a attribué cet écart non justifié au progrès technologique. Depuis plusieurs théories ont vu le jour et ont contribué à l'explication de cet écart :

- La théorie du capital humain (Schultz 1971; Becker 1975) présente le Capital Humain comme étant le facteur qui contribue le plus à l'accroissement de la productivité de l'entreprise et à l'explication de ses performances.
- La théorie de l'innovation place les investissements en R&D et les autres actifs immatériels au centre des performances de l'entreprise.
- la théorie de l'investissement intellectuel (Romer, 1986; Lucas, 1988; Barro et Salla i Martin, 1995) valorise les opportunités technologiques et marketing au sein de l'entreprise.
- Les nouvelles théories de croissance définissent l'économie du savoir comme étant une étape d'un processus évolutif dans lequel les investissements en immatériel représentent les fondements de la croissance économique (David et Foray, 1995). Les théories de croissance endogène identifient en l'accumulation du savoir la source de la croissance économique en tenant compte de l'hypothèse des ressources limitées.

Dans le cadre de l'une ou l'autre de ces théories, plusieurs travaux empiriques ont été réalisés pour expliquer l'écart de valeur et conforter l'importance accordée aux mesures non financières telles que : l'évaluation des résultats stratégiques; la qualité

des processus et des produits, la satisfaction du consommateur, le progrès du savoir-faire en organisation... Pour expliquer ces écarts, plusieurs auteurs ont invoqué les développements dans la gestion des entreprises. Celles-ci accordent plus d'importance à la fluidité de l'information, aux innovations...et en retirent des bénéfices non mesurables dans la comptabilité. Ces développements sont plus sensibles pour les entreprises technologiques et à fort potentiel de croissance. Ces entreprises présentent, en effet, des caractéristiques particulières liées à la quasi-absence des actifs fixes, la forte dépendance à l'égard d'équipes innovantes, le caractère singulier de l'organisation du travail... (Lev, 1996).

Ces travaux soulignent l'importance d'un ensemble de mesures de nature non financière dans l'évaluation de l'entreprise. Les entreprises, conscientes de ce phénomène et ne pouvant pas valoriser ces ressources dans leurs comptabilités, se contentent de les publier⁶⁵, pour mettre en avant leur qualité devant le marché financier.

3.1.2 Le capital immatériel au centre des justifications de ces écarts

A partir des années 90 plusieurs travaux ont vu le jour encourageant la publication d'éléments non financiers et insistant sur leur contenu informatif. Les auteurs affirment qu'il existe, chez les utilisateurs, un besoin accru d'information provenant de sources hors états financiers.

Lev et Zarowin, (1999), à travers une étude, qu'ils ont menée aux Etats-Unis de même que dans plusieurs pays européens, ont démontré que l'écart existant entre valeur comptable et valeur de marché s'est accompagné d'une décroissance continue sur les vingt dernières années des relations entre les valeurs boursières et les rendements d'une part, et des variables de résultats clés tel que les bénéfices et les cash-flows ainsi que les valeurs d'actifs, d'autre part. Cette décroissance a été constatée et vérifiée empiriquement au profit des entreprises ayant fortement investi en actifs immatériels et plus particulièrement en recherche et développement. A la lumière de leurs travaux, ils encouragent les entreprises à améliorer leurs publications en matière de ressources immatérielles.

⁶⁵ Il leur est, cependant, difficile de les communiquer en entier aux investisseurs: notamment pour des raisons stratégiques.

Les auteurs expliquent que l'écart qui s'est accrue entre les valeurs boursières et les valeurs d'actifs est en partie dû aux modes de comptabilisation de ces investissements. En effet un accroissement des dépenses en R&D, alourdit les coûts supportés par l'entreprise (optique comptable) et augmente, par conséquent, l'écart entre la valeur comptable et la valeur de marché.

La question qui pourrait se poser est celle de savoir si les dépenses supplémentaires accordées aux immatériels (R&D par exemple) sont synonymes de performances futures (nouveaux produits, services, ...) et donc créatrices de valeurs supplémentaires pour l'entreprise ?

Boone & Raman (1997) ont tenté de répondre à cette question à travers une étude centrée sur les dépenses en Recherches et Développement. Les auteurs arrivent à montrer que des dépenses inattendues en R&D augmentent les asymétries d'informations et se traduisent, sur les marchés financiers, par une croissance de la liquidité du titre (bid-ask spread) et d'une augmentation de la volatilité de ce dernier.

Dans la même optique, Collins, Maydew et Weiss (1997); Francis et Schipper (1999) montrent que les entreprises fortement engagées dans des investissements immatériels sont caractérisées par une forte corrélation entre leur valeur de marché et l'information produite par leurs composantes immatérielles.

3.2 L'utilité de l'information véhiculée par le capital immatériel pour l'évaluation de l'entreprise.

L'intérêt porté aux différentes composantes du capital immatériel, à travers la littérature théorique et empirique, n'est pas nouveau. La majorité des travaux ont été cependant, fondés sur la R&D (Sougiannis, 1994 ; Lev et Zarowin, 1998 ; Chan et *al.* 2001) et la propriété intellectuelle souvent estimée par le nombre de brevets déposés (Griliches, 1981 ; Cockburn et Griliches, 1988).

Des analyses effectuées par l'OCDE en (1992b, 1996a) et par la commission européenne (1996) ont montré que les dépenses en R&D n'expliquent qu'en partie les innovations faites par les entreprises. D'autres variables telles que l'acquisition de technologies peuvent contribuer à l'évaluation de l'entreprise.

3.2.1 Concentration des travaux précurseurs sur la contribution de la R&D à l'évaluation de l'entreprise

Depuis quelques années, les études empiriques tentent de démontrer que les investissements en R&D augmentent significativement les performances futures et la valeur des entreprises. Ce courant de recherche, initié par des chercheurs américains, avait pour principal but de prouver au FASB⁶⁶ que les investissements et les dépenses, en R&D engendraient des performances additionnelles et qu'il convenait, à ce titre, de les activer (Cañibano *et al.*, 2000).

Des auteurs comme Sougiannis (1994), Lev et Sougiannis (1996), Lev et Zarowin, (1998), Lev (1998b) ont mis en évidence un lien positif durable entre la profitabilité future d'une entreprise et ses investissements en R&D. Hirschey (1982); Morck & Yeung (1991) et Lev (1998a) rapportent que les frais de Recherche et Développement impactent positivement et significativement la valeur de marché.

Sougiannis en 1994 montre que l'accroissement des dépenses de R&D induit une augmentation des profits de l'entreprise sur une période d'au moins 7 années. L'auteur conclue à une relation positive et significative entre le prix de l'action et la dépense de R&D, ainsi qu'entre le rendement du titre et l'augmentation des investissements en R&D. Confortant cette idée, Lev & Sougiannis (1996) et Lev et Zarowin (1998) observent une relation significative entre le capital innovation (mesuré par les dépenses de R&D) et les rendements du titre à venir. Casta et Ramond (2005) montrent, sur un échantillon de 1501 entreprises françaises espagnoles et britanniques, que l'investissement immatériel⁶⁷ explique de manière significative, le rendement d'un titre.

Zhao (2002) a étudié comparativement la pertinence de la capitalisation des frais de R&D en France, en Grande-Bretagne, en Allemagne et aux Etats-Unis. Il montre que dans les pays où il n'est pas possible d'inscrire la R&D à l'actif (Allemagne, Etats-Unis), le montant divulgué des coûts totaux de R&D améliore les associations entre les prix de marché, les résultats et valeurs comptables.

⁶⁶ F.A.S.B.: Financial Accounting Standards Board, organisme américain chargé d'établir des normes de comptabilité financière et de reporting pour les sociétés privées.

⁶⁷ L'investissement immatériel d'une entreprise est approximé par trois proxies : la variation du stock d'actifs immatériels au bilan, la variation du stock de goodwill comptabilisé et le montant périodique des dépenses de R&D.

Jeanjean et Cazavan-Jeny (2005) montrent sur un échantillon composé essentiellement d'entreprises technologiques, une association positive entre les valeurs de marché et la R&D capitalisée.

3.2.2 Elargissement des travaux et émergence des nouvelles explications

Parallèlement aux travaux sur la R&D, des auteurs comme Lev (1996), Mavrinac & Siesfeld (1997) se sont intéressés aux informations non-financières et ils ont insisté sur leur contribution à l'évaluation de l'entreprise. En effet il semblerait que le savoir-faire, la connaissance créent de la valeur et sont valorisées d'une manière sensible par les investisseurs.

Mavrinac et Siesfeld ont mené en 1997 une enquête auprès de 250 investisseurs institutionnels pour tester une hypothèse de base : les performances non financières sont pertinentes lorsqu'il s'agit d'évaluer des actifs ou de prendre des décisions d'investissement.

Les enquêteurs ont mis à jour un ensemble de faits qui confortent cette hypothèse et qui leur a permis d'affirmer que 35 % d'une décision d'investissement résulte d'une évaluation des données non financières. Cette valeur ne résulte pas d'une faible proportion d'investisseurs s'appuyant entièrement sur les données non-financières, mais qu'au contraire plus de 60 % des personnes interrogées estiment que ce type d'élément compte pour 20 % à 50 % dans les décisions d'investissement, et qu'une réponse sur cinq les situe entre 50 % et 59 %.

Cependant, toutes les données non financières ne sont pas jugées d'une utilité égale. Les mesures de la mise en œuvre de la stratégie, la crédibilité des équipes dirigeantes, de l'innovation, de la part de marché et de l'aptitude de l'entreprise à « attirer et retenir des personnes de talent » pèsent plus lourd que celles de la satisfaction des clients, des opérations de qualité totale, des programmes de formation des salariés, des politiques sociales ou des projets liés au respect de l'environnement. Il est intéressant de noter que ce jugement sur l'importance perçue de telle ou telle catégorie de données non financières varie peu d'un type d'investisseur à l'autre : en d'autres termes, la valeur des données non financières n'est pas spécifique à une stratégie d'investissement particulière ou à un type d'investisseur donné.

Mavrinac et Siesfeld (1997) soulignent que ces résultats portent sur l'évaluation d'entreprises jouissant d'une capitalisation boursière importante. En conséquence, ils ne sont pas forcément généralisables à la population des petites entreprises ou aux investisseurs qui se spécialisent sur les investissements de petits montants.

Dans une deuxième partie de leur étude, les auteurs ont utilisé des données issues de simulations d'investissement dans le secteur pharmaceutique afin d'établir une relation entre données financières et non financières qui permettent d'évaluer ces dernières. Les résultats obtenus montrent de fortes variations : les améliorations de la " qualité des produits et services " sont, par exemple, plus valorisées que les progrès réalisés en " communication investisseurs ". Mais ces derniers génèrent quand même de bons rendements. Selon les estimations des auteurs, une amélioration d'un point de la qualité de la « communication investisseurs » d'une grande entreprise du secteur pharmaceutique équivaudrait dans l'esprit de l'actionnaire à une augmentation du prix de l'action de 0,5 %. Ce qui, pour un groupe tel que Merck, se traduirait par une augmentation de la valeur boursière de 140 millions de dollars américains.

D'autres chercheurs se sont intéressés à des cas particuliers d'entreprises de croissance et ont essayé de montrer que des variables immatérielles arrivaient à expliquer le cours de ces entreprises sur les marchés financiers. Ainsi Amir et Lev (1996) parviennent à montrer que le cours des actions des entreprises prestataires de services de téléphonie cellulaire n'est expliqué ni par le chiffre d'affaires, ni par le résultat net, ni même par les résultats futurs espérés, mais par les populations d'une zone de couverture.

Les auteurs, à partir d'un échantillon représenté par les 14 prestataires de téléphonie cellulaire aux USA durant la période 84-93, démontrent dans un premier temps que l'information financière n'explique que partiellement, la valeur de ces entreprises sur les marchés financiers.

L'intégration de variables relevant d'informations non-financières dans le modèle d'origine conduit Lev & Amir (1996) à mieux expliquer la valeur de marché de ces entreprises. Les auteurs soutiennent par ailleurs que ces informations non financières influencent d'une manière plus sensible la valeur des entreprises de haute technologie et les secteurs de croissance en économie d'une manière plus générale.

Shevlin (1996) soutient Lev et Amir dans leur propos et appelle à généraliser leurs résultats en l'étendant aux autres secteurs de l'économie.

De la même façon Ittner et Larcker (1996) établissent une étroite relation entre la satisfaction du consommateur et le niveau des cours de bourse. Il ressort aussi d'une étude de Jarrell et Easton (1996) que les entreprises reconnues pour leur « mis en œuvre supérieure à la moyenne » d'un programme de qualité totale ont généré des excédents de rendement sur action de l'ordre de 15 % au cours des cinq années ont suivi le lancement de l'opération.

Lev en 2002 montre dans une étude consacrée à l'industrie pharmaceutique que l'autorisation de mise sur le marché d'un produit par la Food and Drug Administration des États-Unis augmente en moyenne le cours de bourse de 0,5 %. La hausse passe à 1,1 % lorsque l'annonce est accompagnée d'informations qualitatives et elle quadruple pour atteindre 2 % lorsque des informations quantitatives sont également fournies.

Sur le marché français, Chahine et Mathieu (2003) soulignent le contenu informatif du chapitre 4 du prospectus d'introduction en bourse (présentation de l'activité de l'entreprise). Sur un échantillon de 50 entreprises introduites sur le Nouveau Marché, les auteurs montrent que les informations relatives aux atouts technologiques et aux ressources humaines déterminent la rentabilité anormale observée le premier jour de cotation.

Conclusion

Nous avons défini, dans ce chapitre, le capital immatériel des entreprises et nous avons clarifié sa perception par le marché financier français.

Nous avons proposé une conceptualisation du capital immatériel tel qu'il est perçu par le marché financier. A travers une enquête auprès d'analystes financiers et de gérants de portefeuilles, nous avons défini le capital immatériel en six composantes : « la direction et l'encadrement de l'entreprise », « les ressources humaines », « les ressources organisationnelles », « les ressources innovatrices », « la maîtrise de l'activité et de l'environnement » et « le capital client ».

Cette conceptualisation montre l'importance qu'accordent les investisseurs aux compétences managériales et aux connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité, son environnement et la concurrence.

Nous avons par ailleurs étudié son rôle dans la valorisation des entreprises. Celle-ci ne peut pas se baser uniquement sur l'évaluation des revenus futurs et les « fondamentaux sous-jacents ». La démonstration empirique de leur efficience demeure, en effet, ambiguë (Tease, 1993). L'introduction d'informations sur le capital immatériel semble contribuer à cette valorisation.

Cette idée de la pertinence de l'information produite par le capital immatériel dans l'évaluation des entreprises n'est pas nouvelle. Déjà Wriston en 1992 affirme que « ...la nouvelle source de richesse n'est pas matérielle, c'est l'information, la connaissance appliquée au travail pour créer de la valeur ».

Le message central de ces recherches n'est pas que les indicateurs financiers soient sans importance ni que les investisseurs se soucient moins des résultats comptables. Simplement que, dans un environnement marqué par des évolutions technologiques de plus en plus rapides, les performances financières futures sont souvent mieux évaluées en intégrant des indicateurs immatériels.

A ce niveau d'avancement, nous nous interrogeons sur le rôle que ces indicateurs peuvent avoir dans un contexte d'introduction en bourse. Quels sont les éléments successibles de produire une information crédible et pertinente lors des IPO ? Sont-ils capables de réduire les asymétries informationnelles inhérentes aux introductions en bourse ? Le prochain chapitre essayera de répondre à ces questions.

Chapitre 3. Rôle du capital immatériel dans les Stratégies de signalisations des entreprises technologiques : Modélisation et hypothèses de recherche

L'étude du contexte des introductions en bourse sur le marché français a montré la présence de fortes asymétries d'informations entre les différents acteurs. Pour réduire ces asymétries, plusieurs recommandations concernant l'élargissement de l'éventail d'informations à publier, de la part d'analystes et d'investisseurs institutionnels, ont été émises. Dans ces recommandations, les publications d'informations sur le capital immatériel occupent une place de plus en plus importante (Cf. Chapitres 1 et 2).

D'ailleurs à ce sujet, plusieurs travaux théoriques et empiriques ont montré que les informations de nature comptable et financière (certes utiles pour l'évaluation de l'entreprise), perdent de leur « capacité informationnelle » au profit de la valeur actuelle et future des « immatériels » et leurs liens possibles avec la performance de l'entreprise (Lev et Zarouin, 1999 ; Vickery, 2000).

Nous nous interrogeons dans ce chapitre sur le rôle que peut avoir l'effort informationnel (fourni par l'entreprise sur son capital immatériel) dans son évaluation au moment de l'introduction en bourse.

Si l'on considère cet effort comme une information volontaire, on s'autorise à penser que l'entreprise est susceptible de le fournir uniquement si ce dernier améliore la perception de sa qualité par le marché financier : en d'autres termes, l'entreprise se servirait de cet effort pour signaler sa qualité au marché financier.

Il reste vrai que cette offre volontaire d'informations sur le capital immatériel est une pratique récente des entreprises et les travaux entrepris dans la littérature ne font que suggérer la possibilité de l'exploitation de certaines de ces composantes en tant que signal de qualité (Deeds et *al.* 1997 ; Deeds et Decarolis, 1999 ; Wilbon, 1999 ; Michailesco et Saron-Boiteau, 2001 ; Chahine, 2003).

S'agit-il de véritables stratégies de signalisation de la part des dirigeants pour informer sur la qualité de leurs entreprises ? Quelles informations sur le capital immatériel peuvent être considérées comme signaux de la part des investisseurs ? S'agit-il d'informations isolées ? Ou plutôt d'un effort informationnel en la matière ?

Nous avons organisé ce chapitre de la manière suivante : dans la première section, nous définirons la théorie du signal et exposerons les différents signaux exploités dans le contexte des introductions en bourse. Dans la deuxième section nous présenterons les évolutions de cette théorie et reviendrons sur l'émergence de nouveaux signaux notamment technologiques. Dans la dernière section nous présenterons nos hypothèses de recherche.

Section 1. Théorie du signal, fondements et applications dans le cadre des introductions en bourse.

Les développements théoriques récents, relatifs aux introductions en bourse, s'appuient sur des modèles qui supportent une information partielle et asymétrique entre les différentes parties prenantes (exemple : Allen et Faulhaber, 1989). Les dirigeants et actionnaires d'origine utilisent toutes les informations en leur possession pour définir le prix d'introduction de l'action. Il leur est, cependant, difficile de les communiquer en entier aux investisseurs : Notamment pour des raisons stratégiques. Le prix de vente proposé aux investisseurs intègre donc des informations publiques et des informations privées des dirigeants de l'entreprise.

Il est nécessaire, dans ce cas, que les dirigeants développent un mécanisme de signalisation pour communiquer la vraie valeur de l'entreprise aux investisseurs. Toute activité de signalisation se produit sur des marchés où les acheteurs sont imparfaitement informés de la qualité des produits offerts. Le signal est émis pour résoudre le phénomène induit par l'asymétrie d'information sur un marché : l'anti-sélection.

Nous allons dans ce qui suit développer les fondements de la signalisation et sa place sur les marchés financiers. Nous allons ensuite, placer la signalisation dans le contexte

des introductions en bourse pour pouvoir délimiter le cadre conceptuel dans lequel nous allons travailler.

1.1 Les fondements de la signalisation

Nous allons exposer dans ce paragraphe les fondements de la théorie du signal et les origines de sa naissance. Nous allons par la suite, transposer ces principes au marché financier afin de limiter le contexte conceptuel dans lequel nous allons travailler.

1.1.1 Principes

L'asymétrie d'information entre acheteurs et vendeurs sur la qualité d'un bien peut rendre le fonctionnement du marché correspondant très défectueux. Pour remédier à cet inconvénient, les managers des « bonnes » firmes ont intérêt à rendre publiques les informations qui permettent aux partenaires extérieurs de distinguer leur entreprise des moins bonnes. Le problème est qu'inversement les dirigeants des moins bonnes firmes peuvent avoir intérêt à communiquer à leur environnement les mêmes informations pour faire croire que leurs propres entreprises appartiennent au groupe des « bonnes ». Ce faisant, ils risquent d'encourir certaines pénalités lorsque le marché se sera aperçu qu'ils ont divulgué de « fausses » informations.

Dans ce type de modèle, les bonnes firmes vont utiliser une variable (financière ou non) pour leur activité de signalisation. Spence (1973), à travers une modélisation du fonctionnement du marché du travail, spécifie les conditions de la signalisation :

L'activité de signalisation est onéreuse. Son coût doit être négativement corrélé avec la valeur réelle du bien signalé. Une augmentation marginale du coût du signal doit entraîner une augmentation marginale de la valeur signalée.

Les coûts du signal peuvent être imposés par un tiers, comme ils peuvent correspondre à une perte d'utilité privée ou résulter d'un contrat comportant des règles particulières de partage. Le coût du signal est une composante essentielle des modèles de signalisation dans la mesure où c'est lui qui garantit l'équilibre du marché. C'est ainsi que l'on distingue les modèles avec coûts directs de signalisation des modèles avec coûts indirects. Les coûts directs affectent la rémunération des dirigeants ou les revenus des actionnaires alors que les coûts indirects se traduisent par une baisse de valeur des actions en cas d'émission de faux signaux. L'émission d'un mauvais signal doit être pénalisée. Pour qu'un signal soit efficace, il faut que son imitation par des vendeurs de produits de moindre qualité ne soit pas profitable. Ce sujet revêt deux aspects intéressants :

** Le premier est relatif à l'influence de l'asymétrie d'information entre acheteurs et vendeurs sur la performance du marché. Cette réponse a été apportée par Akerlof (1970). L'auteur a modélisé le fonctionnement du marché des voitures d'occasions. Sur ce marché, il existe des vendeurs honnêtes qui proposent des voitures en bon état, mais également des intermédiaires moins scrupuleux qui proposent des voitures en mauvais état. Les acheteurs potentiels ne connaissent pas la qualité réelle des produits ; mais seulement la probabilité d'acquérir une bonne voiture. Les acheteurs n'acceptent, par conséquent, de payer qu'un prix moyen pondéré par une probabilité reflétant la qualité du produit.

Les prix s'ajustent donc en fonction des biens de moyenne qualité. Les vendeurs des biens de bonne qualité ne peuvent ainsi espérer vendre leurs biens qu'à un prix inférieur à celui auquel ils sont en droit de s'attendre. Ils sont donc incités à se retirer du marché (Phénomène d'anti-sélection qui aboutit à la disparition du marché). Les vendeurs ont donc intérêt à réduire l'asymétrie d'information par un mécanisme de signalisation.

** Le deuxième aspect concerne les vendeurs qui cherchent à signaler aux acheteurs la qualité de leurs produits et à réduire ainsi, l'asymétrie d'information. L'intérêt de telles actions est plus grand pour les vendeurs de produits de haute qualité. Pour qu'un signal soit efficace, il faut que son imitation par les vendeurs de produits de moindre qualité, ne soit pas profitable. Les garanties données aux produits et l'éducation sur le marché de l'emploi constituent les signaux couramment évoqués dans la littérature économique. De même, le choix qu'effectue un client parmi un ensemble de polices d'assurance, comme celui qu'il effectue quant aux conditions d'un prêt (montant et taux), donne des indications sur la probabilité qu'il assigne au défaut.

Ces exemples de signaux permettent de les classer en deux catégories (Spence, 1974) :

- Les signaux non coûteux⁶⁸ : ils consistent pour le vendeur à accorder une série d'options à partir desquelles l'acheteur peut connaître l'exacte qualité du produit offert et ensuite contracter avec le vendeur ;

⁶⁸ L'émission d'un signal non coûteux ne signifie pas que la démarche de signalisation effectuée par l'entreprise est elle aussi sans coût. L'activité s'avère, dans tous les cas, onéreuse pour pouvoir aboutir à un équilibre sur le marché. Le coût (si le transfert d'information est gratuit) peut affecter la rémunération des dirigeants, la valeur de la firme, les revenus des actionnaires...

- Les signaux coûteux qui le sont d'autant plus que le produit offert est de qualité.

L'évolution de la théorie du signal s'est énormément étendue aux marchés financiers et la majorité des travaux ont émergé dans ce contexte.

1.1.2 La transposition de la théorie du signal au marché financier

En transposant ces travaux au marché financier, on comprend mieux les motivations des dirigeants à signaler la qualité de leur firme aux investisseurs. En effet, les dirigeants possèdent de l'information privilégiée sur la firme qu'ils dirigent et si l'information privée qu'ils détiennent n'est pas publiée, le marché financier jugera en fonction de la qualité moyenne (phénomène d'anti-sélection). Comme les firmes se concurrencent sur le marché des capitaux (en ce qui concerne les différents types de produits financiers offerts : actions, obligations convertibles,...), les dirigeants sont incités à signaler la qualité de leur firme aux investisseurs qui cherchent à évaluer correctement les titres proposés. En d'autres termes, l'information est utilisée pour réduire l'incertitude liée aux cash-flows de l'entreprise dans le but d'améliorer les décisions d'investissements.

De nombreux auteurs ont développé des modèles de signalisations. Les premiers modèles privilégient la politique financière de l'entreprise comme instrument de signalisation. Les variables financières manipulées par le dirigeant révèlent au marché la qualité de la firme et permettent donc de discriminer les firmes performantes de celles qui le sont moins. Cependant, étant donné le caractère restrictif des hypothèses sur lesquelles se fonde la théorie de la signalisation, peu de variables sont susceptibles de servir de signal. Les principaux modèles proposés dans la littérature concernent le niveau de participation des dirigeants dans le capital leur société (Leland et Pyle 1977), le niveau d'endettement (Ross, 1977), la politique de dividende (Bhattacharya, 1979), les conditions de coûts sont spécifiées dans chacun de ces modèles.

L'un des premiers modèles d'évaluation de l'entreprise a été développé par Leland et Pyle (1977). Ils préconisent que la valeur de l'entreprise est positivement corrélée avec le niveau de participation des dirigeants dans le capital de leur société. Cette affirmation est basée sur le contexte d'asymétrie d'information qui caractérise le marché financier. Les entrepreneurs investiront davantage dans leur propre projet pour signaler au marché la qualité de leur entreprise ; chose qu'ils ne feraient pas s'ils pouvaient communiquer gratuitement au marché l'information qu'ils détiennent. Le coût de la signalisation est représenté par la perte d'utilité provoquée par la nécessité d'investir au-delà de ce qu'exigerait une diversification optimale dans le cadre d'un

marché où l'information serait disponible sans coût.

Ross en 1977 utilise le niveau d'endettement comme signal de qualité d'une firme. L'idée de base est qu'une entreprise pourra supporter un niveau d'endettement d'autant plus élevée que son *cash-flow* est important et certain. Dans son modèle, l'augmentation de l'endettement ne fait pas qu'accroître le risque, mais signale aussi une plus grande productivité de l'entreprise. Ainsi toute réduction de la dette est considérée par le marché comme un signal négatif sur les cash-flows futurs (augmentation du risque ou diminution de leur montant). Dans cette approche, la valeur de la société dépend de son taux d'endettement : en augmentant ce ratio, la firme se signale comme étant plus performante. La valeur de l'entreprise est donc d'autant plus grande que cette dernière est endettée. Le modèle de Ross remet ainsi en question les conceptions classiques en matière de structure financière, notamment le théorème de neutralité de Modigliani et Miller (1958), en introduisant une asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs externes.

De son côté, Bhattacharya en 1979 a développé un modèle dans lequel dividendes sont employés comme signal des flux de liquidités futurs de la firme dans un environnement d'information imparfaite. Les coûts associés à cette activité de signalisation sont doubles. D'une part les dividendes sont imposés à un taux supérieur aux gains en capitaux et d'autre part s'ils sont supérieurs au bénéfice généré, ils sont financés par un endettement contracté à un taux supérieur aux conditions normales du marché. Ce dernier coût représente la pénalité liée à l'émission d'un mauvais signal.

Miller et Rock (1985) ont transposé le modèle de Modigliani et Miller (1961) dans un environnement incertain avec asymétries d'informations où les dirigeants utilisent le dividende pour signaler aux investisseurs le montant du bénéfice de l'exercice en cours. Ils montrent que, dans ce contexte, l'existence d'un équilibre de signalisation suppose que certains projets d'investissement à valeur actuelle nette positive soient rejetés. Le coût d'opportunité qui en découle constitue le coût du signal.

1.2 Signal et Introduction en bourse.

Les premiers modèles utilisés dans le contexte particulier des introductions en bourse, ont été la réadaptation des modèles déjà exposés plus haut. De nouveaux travaux ont ensuite été élaborés en prenant en compte le phénomène de sous évaluation des titres et la diversité des protagonistes intervenants lors de l'ouverture du capital. Dans ce paragraphe, nous exposerons les modèles théoriques et empiriques cités dans la littérature des introductions en bourse.

1.2.1 Les premiers modèles de signalisation

Downes et Heinkel (1982) ont été les premiers à tester le modèle de Leland et Pyle (1977) dans un contexte d'introduction en bourse. Les auteurs montrent sur échantillon d'entreprises américaines que l'implication de l'entrepreneur dans son propre projet peut servir de signal de qualité au moment de l'introduction en bourse. Plus tard Hughes (1989), confirme leur résultat sur le marché américain.

Des travaux canadiens mettent en évidence des résultats contradictoires : les uns valident le modèle (Clarkson et *al.* 1991), les autres rejettent ses hypothèses (Krinsky et Rotenberg, 1989a,b). How et Low (1993) valident le modèle sur des données australiennes, contrairement à (Kim et *al.* 1994) qui ne trouvent pas de fondements au modèle dans une étude réalisée en Corée.

Downes et Heinkel (1982) ont également testé les modèles de Heinkel (1978) et Bhattacharaya (1979) dans le contexte des introductions en bourse. Les auteurs ont mis en évidence une relation négative entre la politique de distribution de dividendes et la valeur de l'entreprise. Les auteurs ont attribué ce résultat contradictoire à des faibles opportunités de croissance des entreprises de leur échantillon.

1.2.2 La sous évaluation des titres

La sous évaluation initiale est apparue dans plusieurs modèles comme signal de qualité de l'entreprise qui s'introduit en bourse. Cette dernière sous-évalue, d'une manière intentionnelle, ses titres à l'introduction pour se différencier des entreprises de moins bonne qualité. Pour conforter sa stratégie de signalisation, l'entreprise communique de manière efficace sa qualité et son niveau de risque. Elle détermine conjointement le niveau de sous-évaluation des titres et les caractéristiques de l'émission. Les caractéristiques de l'émission (ces caractéristiques sont différentes d'un modèle à un autre) sont considérées comme co-signal et sont fixées en même temps que le niveau de la sous évaluation initiale (signal). Si le signal émis par l'entreprise est crédible, les asymétries d'informations (base de la sous-évaluation) seront réduites et la stratégie de sous-évaluation lors de l'introduction est efficace.

Trois modèles sont fondateurs de cette thèse. Allen et Faulhaber (1989) ont étudié les signaux émis par l'entreprise : les auteurs ont essayé de montrer que les entreprises les plus performantes, (bien informées de leurs performances à venir), ont intérêt à se signaler en sous-évaluant leurs titres. Les investisseurs partent du principe que seules les bonnes entreprises peuvent supporter le coût de la sous-évaluation et déduisent, par conséquent, le type de l'entreprise. Un équilibre séparateur est alors atteint.

Grinblatt et Hwang (1989) et Welch (1989) ont développé des modèles où la sous-évaluation est appréciée comme un signal sur la qualité de l'entreprise à l'intention des investisseurs.

Dans ces trois modèles, la séquence des événements est la même, toutefois certaines différences apparaissent. En effet, Grinblatt et Hwang (1989) apprécient la sous-évaluation comme un moyen de signaler tout à la fois l'espérance et la variance des profits tandis que Welch (1989) considère que les mauvaises entreprises subissent un coût direct si elles imitent les bonnes entreprises.

Dans le modèle de Welch (1989), les entreprises performantes sous-évaluent leurs titres lors d'une introduction en bourse afin de montrer leur qualité. Elles acceptent ce coût (la sous-évaluation) car elles l'intègrent dans un cadre plus large. En effet, elles considèrent que cette stratégie leur permettra de vendre leurs titres lors de leur prochaine émission d'actions à un coût plus élevé que si elles avaient vendu leurs titres à leur véritable valeur, lors de l'introduction. Les entreprises non performantes agissent différemment, parce qu'elles ne peuvent faire face d'une part, aux coûts de la sous-évaluation; d'autre part aux coûts d'imitation. Ces coûts d'imitation proviennent de l'effort que les entreprises non performantes doivent fournir pour présenter les mêmes caractéristiques, effectuer les mêmes opérations que les entreprises performantes. Cet effort est nécessaire pour que les investisseurs ne réalisent pas leur « non-performance » lors de l'émission d'actions. La sous-évaluation sera un signal crédible pour les entreprises « non performantes » si elles encourent des coûts d'imitation élevés. La particularité de ce modèle réside dans la capacité accordée aux marchés financiers pour observer le passé d'une entreprise ainsi que ses activités présentes.

Grinblatt et Hwang (1989) traitent dans leur modèle les asymétries d'informations entre les investisseurs et l'entreprise. Cette dernière possède un avantage informationnel sur ces profits futurs. Elle signale sa valeur à travers le prix des actions émises (sous-évaluation) et la quantité d'actions que les « anciens actionnaires » conservent (ou inversement, la quantité de titres émis). Dans ce modèle, un mécanisme, de double signalisation, est mis en place. Il s'agit de signaler conjointement la moyenne et la variance des profits futurs de l'entreprise. Il est considéré comme une généralisation du modèle de Leland et Pyle (1977). Huit implications découlent de ce modèle.

Allen et Faulhaber (1989) développent un modèle de signal dans lequel les entreprises performantes révèlent leur qualité aux marchés financiers à travers une sous

évaluation initiale à l'introduction. La performance des entreprises est appréciée, dans ce modèle, à travers le taux de distribution de dividendes. Les investisseurs savent qu'il existe deux types d'entreprises mais ils ne peuvent pas déterminer le type de chaque entreprise. Ils observent la fraction initiale du capital vendu, le prix d'offre puis les bénéfices distribués. Ils évaluent l'entreprise lors de son introduction en bourse puis modifient leur évaluation en fonction des bénéfices distribués. Les entreprises performantes espèrent récupérer le coût du signal (la sous-évaluation des titres lors de l'introduction en bourse) lors de leur prochaine émission d'actions (en $t=1$). Le signal ne sera crédible que si les entreprises non performantes ne sont pas tentées d'imiter leur stratégie. Les entreprises performantes doivent, de ce fait, fixer le montant de sous-évaluation de telle façon que les autres entreprises ne peuvent pas les imiter (le coût sera d'autant plus élevé que les entreprises non performantes ne peuvent le récupérer à $t=1$, date de distribution des dividendes).

Ce modèle se distingue de celui de Welch (1989) et de celui de Grinblatt et Hwang (1989) dans la mesure où les investisseurs apprennent à apprécier le type de l'entreprise (c'est-à-dire sa qualité) et modifient leurs croyances « a priori » en fonction des performances de l'entreprise et en utilisant des croyances Bayésiennes. Au contraire, dans le modèle de Welch (1989) et de Grinblatt et Hwang (1989), le type de l'entreprise est révélé de manière exogène et aléatoire.

Michaely et Shaw (1994) testent quelques implications empiriques des modèles de signaux (Allen et Faulhaber, 1989; Welch, 1989; Grinblatt et Hwang, 1989). Leur échantillon est composé de 947 entreprises qui ont été introduites en bourse aux États-Unis, de 1984 à 1988, par la procédure du « firm commitment ».

Contrairement aux prédictions du modèle d'Allen et Faulhaber (1989), une forte sous-évaluation s'est révélée associée avec un faible résultat la première année. Les entreprises dont les bénéfices étaient négatifs avaient plus fortement sous-évalué leurs titres lors de l'introduction en bourse que les entreprises qui avaient des résultats positifs. De la même manière, une forte sous-évaluation des titres a été observée chez les entreprises qui n'ont pas distribué de dividendes les trois premières années.

Les tests du modèle de Welch (1989) tendent à montrer qu'il n'y a pas de relation entre la sous-évaluation et le montant de l'émission de titres (ou d'emprunt). Une relation entre la rentabilité anormale à deux ans et l'émission de titres (ou d'emprunt) a été identifiée. Il semble que ce soit la santé de l'entreprise qui conditionne l'émission de titres et d'emprunt puisque ce sont les entreprises performantes qui réalisent des émissions d'actions ou d'emprunt dans les années qui suivent leur introduction en

bourse. Ces résultats sont contraires aux résultats obtenus par Jegadeesh et *al.* (1993). Les auteurs montrent que la probabilité de la réussite d'une deuxième introduction (SEO) est positivement reliée à la sous évaluation initiale enregistrée lors de la première introduction en bourse.

Par ailleurs, les résultats obtenus ne sont pas cohérents avec le modèle de Grinblatt et Hwang (1989). Les données ne semblent pas montrer que la fraction de titres détenus par les actionnaires d'origine fournit un signal crédible sur la qualité de l'entreprise. Elles ne permettent pas, par conséquent, de réduire l'incertitude sur la valeur future de l'entreprise et d'influencer à la baisse la sous-évaluation des titres. Ni la rentabilité initiale, ni la fraction de titres détenus par les actionnaires internes ne semblent expliquer la valeur de l'entreprise deux ans après son introduction.

1.2.3 La qualité des acteurs intervenant lors de l'ouverture du capital

Plusieurs auteurs se sont intéressés aux rôles que peuvent jouer les différents acteurs intervenants lors de l'ouverture du capital dans les stratégies de signalisation des entreprises. Dans ces modèles, la sous évaluation des titres n'est pas abordée comme un signal de qualité mais plutôt comme une conséquence des asymétries d'informations présentes dans le contexte de l'introduction en bourse (Chemmanur et Fulghieri, 1994 ; Megginson et Weiss, 1991) ou une incitation à la production d'information sur l'entreprise (Chemmanur, 1993).

Le modèle Chemmanur (1993) est généralement rattaché aux modèles de signalisation par sous évaluation. Il adopte la même séquence d'événement que ces derniers et montre qu'une sous évaluation intentionnelle des titres au moment de l'introduction contribue à la révélation de la qualité de l'entreprise. Pourtant, la sous évaluation, dans ce modèle, n'est pas un signal de qualité. Elle est une incitation à la production d'informations sur l'entreprise par les *outsiders* (Labégorre, 2003). Cette production d'information permet de communiquer la valeur de l'entreprise au marché.

Dans le modèle de Booth et Smith, (1986) c'est l'introducteur réputé qui signale au marché la qualité de l'entreprise qui s'introduit en bourse. Afin de préserver leur propre réputation, les banques prestigieuses n'introduisent en bourse que les sociétés peu risquées et aisément évaluables (Carter et Manaster, 1990). Les performances passées de l'intermédiaire assurent la crédibilité de l'information produite.

Les effets de réputation ont été examinés théoriquement par Kreps et Wilson (1982) et par Chemmanur et Fulghieri (1994). Dans leurs recherches, les banques effectuent des évaluations des entreprises candidates à l'introduction afin de définir leur qualité, puis

elles communiquent les résultats de ces évaluations aux investisseurs potentiels. Le problème est de savoir si l'évaluation est suffisamment stricte pour que les résultats soient fiables sachant que l'intérêt à court terme de la banque est de minimiser ses coûts d'expertise.

Dans le modèle de Titman et Trueman (1986), c'est la réputation de l'auditeur qui signale efficacement la valeur de l'entreprise candidate à l'introduction en bourse. Les émetteurs qui détiennent des informations privées favorables sur leur entreprise sont incités à sélectionner un cabinet réputé pour crédibiliser cette information. Les cabinets jouissant d'une bonne réputation sont en effet incités à maintenir une qualité de service différenciée afin de préserver leurs quasi-rentes (Klein et Leffler, 1981). Si les cabinets réputés certifiaient les comptes de l'ensemble des entreprises sans tenir compte de leur qualité, l'information produite serait moins crédible aux yeux des investisseurs.

D'après Hogan (1997), les dirigeants doivent réaliser un arbitrage entre les bénéfices liés au choix d'un cabinet réputé et son coût supérieur. Ils sélectionnent le type de cabinet qui minimise le coût total d'une sous-évaluation supérieure et d'un coût d'audit supplémentaire. L'entreprise de mauvaise qualité ne peut pas à priori imiter cette stratégie de signalisation. En retenant un auditeur de qualité, cette dernière court le risque que l'auditeur détecte et révèle sa véritable situation. Les coûts de l'engagement de l'auditeur sont alourdis par le risque d'échec de l'opération.

Datar et *al.* (1991) montrent que le choix d'un auditeur réputé offre la possibilité aux dirigeants de réduire le pourcentage de capital qu'ils doivent conserver, dans un autre contexte, pour communiquer des anticipations favorables au marché.

Dans les modèles de Megginson et Weiss, (1991) ; Lee et Wahal, (2004), le maintien des enjeux financiers des capital-investisseurs dans les entreprises candidates à l'introduction, peut servir de mécanisme de signalisation. La forte participation des capital-investisseurs dans le capital des entreprises accorde une crédibilité à la valeur des actions émises.

Ces différents signaux seront abordés dans la partie empirique de ce document. Le rôle des acteurs sera comparé au rôle de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel.

Section 2. Elargissement des hypothèses de signalisations : informations volontaires et signaux technologiques

Parallèlement aux travaux centrés sur la sous évaluation des titres et sur la réputation des intermédiaires financiers, plusieurs auteurs se sont intéressés au pouvoir informationnel de la communication volontaire de l'entreprise. Cette communication volontaire apparaît dans plusieurs travaux comme signal de la qualité de l'entreprise désirant lever des fonds sur les marchés financiers. Elle permet de réduire les asymétries d'informations et les incertitudes liées aux cash-flows futurs de l'entreprise.

La communication volontaire d'information a été appréhendée, dans la littérature, sous plusieurs aspects essentiellement axés sur la publication de prévisions de résultats (Hughes, 1986 ; Trueman, 1986). Des travaux moins abondants, explorent de nouvelles facettes de l'information volontaire. Deeds et al, (1997) Decarolis et Deeds, (1999), Wilbon (1999) couvrent les spécificités technologiques de certaines entreprises et leurs rôles dans la réduction des asymétries d'informations présentes lors des introductions en bourse. Nous allons dans section présenter ces différents travaux.

2.1 Le contenu informatif de la publication volontaire

2.1.1 Information volontaire et opportunité de diffusion

L'étude de la publication d'informations volontaires par les entreprises n'est pas une idée récente. Déjà en 1977, Choi a examiné le lien entre la quantité d'informations volontaires publiées par l'entreprise et la recherche de financement sur le marché des eurobonds. Il a pu mettre en évidence que les firmes publient beaucoup plus d'informations volontaires avant de lever des capitaux sur le marché. De la même manière, Ruland et al. (1990) ainsi que Frankel et al. (1995) ont montré que les entreprises publient volontairement des informations favorables avant de lancer des opérations de financement.

Schipper et Thompson (1983) ont testé la réaction du marché à l'annonce de nouvelles prises de participation. Les auteurs ont montré que l'annonce augmente de manière significative le prix de l'action de 13% en moyenne sur un échantillon de 55 firmes.

Dans le cadre de tentatives de prise de contrôle, Brennan (2000) souligne que la propension à diffuser des informations augmente lorsqu'elles sont bonnes mais aussi quand l'opération est contestée. Chaque entreprise communique sur ces performances, en dénigrant celles de l'autre.

Woolridge (1988) a montré, sur un échantillon de 634 firmes, que le marché réagit favorablement à l'annonce de nouvelles stratégies de développement de produits, de joint-ventures et de nouveaux programmes de recherche. La réaction du marché à l'annonce de nouveaux produits est également positive dans l'étude de Chaney, Devinney et Winer (1991).

Ou & Penman (1989) et Ou (1990) ont testé l'utilité des informations publiées volontairement dans les rapports annuels et leur rôle dans l'évaluation des revenus futurs de l'entreprise. Ils montrent qu'un certain nombre d'indicateurs sélectionnés véhiculent des informations utiles pour l'évaluation des bénéfices futurs de la firme. Cette utilité prédictive contribue à la justification du comportement de publication volontaire d'informations. En permettant aux investisseurs de mieux évaluer les perspectives de rentabilité future, l'entreprise bénéficie de conditions de financement avantageuses et d'une valeur supérieure sur les marchés financiers.

L'ensemble de ces travaux montre l'impact favorable de la diffusion d'informations facultatives sur la valeur de la firme. Certains auteurs remettent en cause la problématique de mesure de l'impact des informations facultatives sur le marché. D'après ces auteurs, le marché ne fait pas la distinction entre informations obligatoires et facultatives et s'attache davantage à la nature, la pertinence de l'information qu'à son caractère facultatif (Ronen et Livnat, 1981).

Ronen et Livnat (1981) ont, d'ailleurs, montré l'existence d'une pénalité liée au changement de politique d'information. Le marché est susceptible de sanctionner les entreprises qui décident de passer d'une politique de diffusion d'information à une politique de non diffusion (de bonnes nouvelles laissent la place à de mauvaises nouvelles). L'acte de publication seul suffit à inférer une réaction du marché.

Saada, (1994) soutient que l'acte de publication lui-même constitue un signal, indépendamment de l'information qui le caractérise. Le fait de diffuser ou de ne pas diffuser une information serait plus important aux yeux du marché financier que son contenu informatif. Cette thèse prend tout son sens lorsque l'entreprise publie de mauvaises nouvelles. De peur d'être taxés de myopie et d'incompétence, les dirigeants préfèrent publier les mauvaises nouvelles par anticipation (Skinner, 1994).

2.1.2 Information volontaire et réduction des asymétries d'information

Amihud et Mendelson (1986) puis Diamond et Verrecchia (1991) ont été les premiers à modéliser l'impact de l'information volontaire sur les asymétries d'informations présentes entre l'entreprise et les marchés financiers. Les auteurs montrent, que les

publications volontaires réduisent les asymétries informationnelles et le coût des fonds propres et permettent à l'entreprise d'attirer de nouveaux investisseurs. Les travaux de ces auteurs, ont donné naissance à un ensemble d'études empiriques sur le sujet.

Welker (1995) analyse l'impact des politiques de publication d'informations volontaires sur le degré d'asymétrie informationnelle et la liquidité des marchés des actions. Il met en évidence, sur son échantillon d'entreprises américaines présentes à la côte la période 1983-1990, une relation négative et significative entre la publication d'informations et la liquidité des titres sur les marchés financiers (mesurée par la fourchette de prix acheteur-vendeur).

Sur un échantillon d'entreprises américaines présentes à la côte durant la période 1978-1991, Healy et *al.* (1999) montrent que l'augmentation des publications améliore la performance et la liquidité des actions ainsi que l'intérêt des investisseurs institutionnels et des analystes financiers. Dans le même sens, Lang et Lundholm (1996) montrent que les entreprises avec une forte politique de communication sont privilégiées par les analystes financiers.

Gelb et Zarowin (2000) montrent que les cours des actifs cotés reflètent davantage la valeur des résultats futurs de l'entreprise quand celle-ci publie davantage d'informations. A leur tour, Botosan (1997) et Leuz & Verrecchia (2000) montrent que la publication volontaire d'informations de la part de l'entreprise abaisse son coût du capital et lui permet d'obtenir de meilleures conditions de financement.

L'ensemble de ces travaux montre le rôle informationnel des publications volontaires pour les marchés financiers. Ce rôle n'a été en aucun cas exploité en tant que signal de qualité. Dans les deux prochains paragraphes, nous allons explorer cette facette de l'information volontaire.

2.2 Les Publications de prévisions de résultats au centre des informations volontaires

Les premiers travaux exploitant l'information volontairement publiée par l'entreprise en tant que signal de qualité sont ceux menés sur les prévisions de résultats. Le travail le plus abouti est celui de Hughes (1986). Ce modèle a donné naissance à un courant de travaux empiriques appuyant le rôle grandissant des informations volontaires dans les stratégies de signalisation des entreprises.

Nous prendrons le temps, dans ce paragraphe, de présenter ce modèle et de décrire ses principales implications. Une partie de nos hypothèses de recherche en sera inspirée.

2.2.1 Le modèle de Hughes

Hughes (1986) a proposé un modèle dans lequel l'information volontaire apparaît comme un signal de la performance de l'entreprise. Une pénalité associée à la divulgation d'information assure la crédibilité de l'information volontaire. L'auteur introduit dans le modèle de Leland et Pyle (1977) l'information comme un second signal sur la valeur des projets d'investissement de la firme.

Lors de la recherche de financement, le dirigeant conclut avec les investisseurs un contrat basé sur la valeur attendue des cash-flows futurs. Le contrat met en place une probabilité pour le dirigeant de payer une pénalité si la valeur effective du projet est inférieure à sa valeur communiquée. Cette pénalité assure la véracité de l'information.

Le dirigeant a donc une chance sur deux de payer des pénalités (réalisations < valeur communiquée). Dans le cas où le dirigeant est adverse au risque, il va s'abstenir de publier des informations volontaires ou décider de publier une faible valeur de celles-ci. Le problème de la sélection adverse n'est pas résolu. Pour encourager la publication d'informations correspondantes à la situation réelle de l'entreprise, la pénalité décidée doit être suffisamment importante pour décourager la fraude sans toutefois décourager toute publication. Il est donc nécessaire de prévoir un seuil à partir duquel la pénalité existe. Ce seuil nommé « L » représente la limite inférieure de l'intervalle de confiance formé par les investisseurs autour de la valeur estimée de la firme d'après leurs prédictions et les réalisations. (Cette limite trouve sa justification sur un plan juridique dans le sens où les investisseurs peuvent convaincre la cour d'imposer une pénalité si la valeur communiquée excède cette limite).

Dans le contrat établi, le coût de la publication a deux composantes : le risque de se voir imposer une pénalité et le montant pécuniaire de cette pénalité. Hughes (1986) propose de réduire ces coûts en utilisant les services d'un intermédiaire⁶⁹, qui entreprend la vérification des communications du dirigeant et met en œuvre sa responsabilité en cas de pénalité. Le coût supporté par les banquiers est plus faible que celui qui serait supporté par le dirigeant seul puisque les banquiers sont indifférents au risque. La certification permet donc de diminuer les coûts de la publication.

⁶⁹ Sous certaines conditions, les coûts de la surveillance par une troisième partie sont en effet plus faibles que les coûts qui seraient supportés par les investisseurs en cas d'asymétrie d'informations. Les investisseurs voient leur rentabilité augmenter en utilisant un intermédiaire (le profit de l'intermédiaire est nul et le dirigeant est indifférent à ce que l'intermédiaire intervienne ou non).

Dans le modèle, la valeur de la firme volontairement communiquée par le dirigeant signale aux investisseurs les perspectives de rentabilité de la firme. Cependant les investisseurs ne détiennent pas l'information nécessaire à l'évaluation du coût de la signalisation par l'information volontaire (c'est à dire la pénalité du contrat). Un second signal est alors nécessaire pour que les investisseurs puissent interpréter la valeur communiquée de la firme. Ce second signal consiste à communiquer sans ambiguïté la valeur de la firme. La participation du dirigeant dans le capital de la société qu'il dirige joue ce rôle. Au total, la valeur communiquée est un signal des perspectives de rentabilité de la firme et la part du capital détenu par les dirigeants est un signal de pénalité.

Outre sa participation au capital (α), le dirigeant publie volontairement ses anticipations des flux de trésorerie (Y) pour signaler la valeur de sa société. Par hypothèse lui seul connaît la distribution de probabilité $N(\mu, \sigma^2)$ de Y . Le dirigeant émet un signal sur μ en publiant Y , la valeur attendue des cash-flows futurs. Mais dans un marché imparfait, les investisseurs ne peuvent correctement interpréter le signal Y sans connaître σ^2 . Ils acceptent plus aisément les erreurs de prévision du dirigeant dans un contexte d'incertitude. La probabilité d'une pénalité et le coût de Y diminuent avec σ^2 .

Le dirigeant utilise alors sa participation au capital α pour signaler la valeur de σ^2 (ou le coût de Y). Le dirigeant est supposé averse au risque et rationnel. Il ne garde donc une part importante du capital que si son projet est de qualité et peu risqué. Une valeur élevée de α signale ainsi une faible incertitude (σ^2). α et Y permettent aux investisseurs d'inférer la valeur de μ sans ambiguïté.

A la fin de la période, les investisseurs observent les flux de trésorerie réels. Ils révisent leurs anticipations et pénalisent les dirigeants s'ils jugent son erreur de prévision excessive.

2.2.2 Les modèles empiriques

Les premiers travaux empiriques testant l'impact positif de la publication d'informations prévisionnelles, sont ceux de Penman (1980) et Waymire (1984). Les auteurs constatent que les entreprises qui publient volontairement des informations prévisionnelles sont celles qui avaient les meilleures perspectives de marché. Ils en concluent que le contenu favorable de l'information publiée expliquait la réaction du marché. Trueman (1986) remet en cause l'interprétation de ces résultats et justifie d'une manière différente la réaction du marché. D'après cet auteur, ce n'est pas le contenu favorable de l'information qui justifie la réaction du marché mais c'est l'exactitude des

données prévisionnelles (qu'elles soient bonnes ou mauvaises) publiées par le dirigeant qui le fait. Selon Trueman (1986) mais également Lev et Penman (1990), le prix d'une action dépend des perceptions des investisseurs concernant la capacité du dirigeant à anticiper les changements et en conséquence à ajuster ses plans de production. Cette qualité du dirigeant n'étant pas observable directement par les investisseurs, elle est « signalable » par l'exactitude des données prévisionnelles volontairement publiées. L'émission de ce signal (indépendamment du contenu favorable ou pas de l'information prévisionnelle) explique la réaction du marché.

L'impact de la publication de prévision de résultat sur le niveau de la sous évaluation initiale lors de l'introduction en bourse, a été testé sur le marché canadien (Clarkson et al. 1992 ; Jog et McConomy, 2003) et français (Labégorre et Boubaker, 2005)

Clarkson et al. (1992) montrent sur un échantillon de 185 entreprises introduites en bourse sur le marché canadien que la publication volontaire de prévision réduit significativement le niveau de la sous évaluation initiale des titres. Jog et McConomy (2003) confirment ce résultat sur un échantillon de 258 entreprises introduites sur le TSE (Toronto Stock Exchange) entre janvier 1983 et décembre 1994.

De la même manière, Labégorre et Boubaker (2005) montrent respectivement sur un échantillon de 139 et de 185 entreprises introduites en bourse entre janvier 1994 et juin 2000, le rôle informatif des prévisions de résultat lors des introductions en bourse réalisées sur le marché français.

Une étude menée par Bilson et al. (2003) sur un échantillon de 154 entreprises australiennes introduites en bourse entre 1991 et 1997, explore les déterminants de la publication de prévisions de résultats des entreprises nouvellement introduites en bourse. La probabilité d'apparition de prévision de résultats dans les prospectus décroît à mesure que l'entreprise est de jeune âge, de petite taille et qu'elle présente une grande variabilité dans les résultats historiques.

Les auteurs défendent le cadre institutionnel australien qui n'oblige pas les entreprises à publier des prévisions. L'évolution de ce cadre serait néfaste pour les petites entreprises qui présentent une variabilité dans les résultats historiques.

Contrairement au contexte institutionnel australien, la publication de prévision de résultats est devenue obligatoire sur bon nombre de marchés financiers. C'est le cas du Nouveau Marché français entre 1996 (date de sa création) et 2004 (date de sa disparition). Les entreprises introduites sur ce marché, doivent obligatoirement présenter des informations prévisionnelles sur trois ans. La généralisation de cette

publication affaiblit son efficacité en tant que signal de qualité (Labégorre et Boubaker, 2005) et accroîtrait le rôle de prévisions exactes et précises dans la réduction des asymétries d'informations (Labégorre, 2003).

Ces prévisions « exactes et précises » révèlent aux investisseurs la qualité et la capacité du dirigeant à anticiper les évolutions de l'environnement et à gérer leur impact sur l'activité de l'entreprise. Les investisseurs seraient rassurés sur la valeur espérée du titre et accepteraient une moindre sous-évaluation à l'introduction. Cette relation a été montrée théoriquement par Easley et O'Hara (2004) et empiriquement par Keasey et Mc Guinness (1991) pour le marché britannique ; Chen et Firth (1999) pour le marché chinois ; Chen et *al.* (2001) pour le marché de Hong Kong et Labégorre et Boubaker (2005) ; pour le marché français.

La méthodologie et les implications de ces modèles ont en partie inspiré notre travail. Le rôle de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel sera abordé de la même manière que la publication de prévisions de résultats. Dans la partie empirique de ce document, on fera référence à ces travaux lors de l'exposition de nos résultats.

2.3 L'émergence de nouveaux signaux basés sur les caractéristiques des firmes technologiques

L'acte de publication volontaire s'est généralisé pour une grande partie des entreprises présentes sur les marchés financiers. Du fait de cette généralisation, cet acte perd de son efficacité en tant que signal de qualité. Nous observons, en effet, sur les marchés financiers, une insatisfaction de la part des investisseurs à l'égard de la publication des entreprises (Wallace, 1988 ; Healy et Palepu, 2001...). L'accroissement des publications volontaires, ne semble pas répondre aux besoins informationnels des investisseurs.

Les recherches récentes se sont axées sur la qualité et la nature de la publication volontaire pour différencier les entreprises candidates à l'introduction en bourse. Pownall et *al.* (1993) ; Baginski et *al.* (1993) montrent, à cet effet, que le marché financier réagit différemment en fonction de la nature de l'information volontaire.

Les auteurs de ces recherches montrent que certaines variables liées aux spécificités des entreprises technologiques et en forte croissance, sont considérées comme signaux de qualité de la part des investisseurs au moment de l'introduction en bourse. Ces travaux restent peu nombreux et peu exploités à l'heure actuelle exception faite pour les études d'évaluations d'entreprises Internet (Cf. Bahagat and Rangan ; 2003).

Une étude menée par Chahine et Mathieu (2003) sur le contenu des publications des entreprises introduites en bourse sur le Nouveau Marché a montré le rôle que peuvent jouer les informations sur la technologie et le capital humain dans la signalisation de la qualité de l'entreprise. En effet «... *l'effort informationnel des compétences technologiques et humaines pourrait caractériser les bonnes sociétés voulant se différencier des mauvaises* » (Chahine et Mathieu, 2003).

Feranadez, Montes et Vazquez (2000) démontrent qu'en plus du capital technologique, d'autres ressources comme l'organisation, le capital humain contribuent à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier. Dans des travaux similaires, Johnson (1999) met en évidence une relation significative entre la valeur de l'entreprise et son capital immatériel.

Deeds et al, (1997) soulignent l'importance des évolutions technologiques et leurs rôles dans le succès ou l'échec des entreprises de hautes technologies. Cette situation engendre un intérêt particulier de la part des investisseurs pour les informations technologiques. Cet intérêt, à son tour, conduit les dirigeants à exploiter ces informations pour signaler leur qualité au marché financier.

Dans des travaux similaires, Decarolis et Deeds, (1999), Wilbon (1999) montrent que pour les entreprises de biotechnologies et de logiciels informatiques, les dirigeants signalent la qualité de leurs entreprises à travers des variables technologiques (R&D, propriété intellectuelle...) et des variables humaines (compétences du management). Leur signal révèle au marché financier la capacité de l'entreprise à gérer ses ressources d'une manière optimale et en conséquence sa capacité à en tirer les meilleures performances financières.

Megginson et al. (2001) critiquent les travaux de Deeds et al. (1997) de Decarolis & Deeds, (1999), et Wilbon (1999) en remettant en cause leur pouvoir informationnel. Selon ces auteurs, la contribution des signaux technologiques à l'évaluation de l'entreprise est très faible par rapport aux signaux classiques de la littérature (dette, qualité de l'auditeur, qualité de l'introduit...). Sur un échantillon de 236 entreprises technologiques introduites sur le Nasdaq entre le 1^{er} janvier 1998 et le 30 Juin 2000, les auteurs montrent la supériorité des signaux classiques dans l'explication de la valeur des entreprises. Dans leur modèle, les signaux technologiques sont significatifs mais n'expliquent qu'une faible part de la variance (Cf. Tableau 3.1).

Tableau 3.1 : Pouvoir informationnel des signaux technologiques et des signaux classiques de la littérature (Megginson et al. 2001)

	Deeds et al, (1997)	Decarolis et Deeds, (1999)	Megginson et al. (2001)
R ² ajusté (variables de contrôles)	36,7%	51,4%	19,6%
R ² ajusté (variables technologiques)	17%	12%	3%
R ² ajusté (signaux classiques)	-	-	38%
R ² ajusté (l'ensemble des variables)	53,5%	63,6%	60,08%

Source : traduit de Megginson et al. (2001)

La faiblesse du pouvoir explicatif des variables technologiques est, à notre avis, due au fait qu'elles sont incorporées isolément dans la stratégie de signalisation de l'entreprise. La construction d'un indicateur reflétant le niveau technologique d'une entreprise et prenant en compte ces spécificités⁷⁰, peut contribuer à améliorer le résultat obtenu.

Nous pensons adopter cette démarche pour évaluer l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel.

Contrairement aux conclusions de Megginson et al. (2001), Guo et al. (2005) montrent que les signaux classiques de la littérature perdent de leur efficacité informationnelle au moment de l'introduction en bourse au profit de signaux technologiques. Sur leur échantillon de 122 entreprises biotechnologiques et pharmaceutiques introduites en bourse durant la période 1991-2000, les auteurs mettent en évidence le pouvoir informationnel de la communication des entreprises sur l'état d'avancement de leur produits (pharmaceutiques et médicamenteux) et sur les caractéristiques des leurs droits de propriété intellectuelle.

Dans l'ensemble de ces travaux, la validité du signal n'est pas discutée. Les auteurs n'abordent pas le coût associé à l'offre volontaire d'information. Selon Spence (1973 et 1974), le coût du signal est une composante essentielle dans la stratégie de l'entreprise qui garantit l'équilibre du marché. Par ailleurs, l'émission d'un mauvais signal doit être pénalisée. Pour qu'un signal soit efficace, il faut que son imitation par des entreprises de moins bonne qualité ne soit pas profitable.

⁷⁰ Certaines variables peuvent ne pas concerner certaines entreprises technologiques. Exemple : les variables sur les brevets ne concernent pas toutes les entreprises informatiques pourtant elles sont considérées comme entreprises technologiques. L'absence d'un brevet pour une entreprise informatique peut, dans ce cas, être mal interprétée dans les régressions.

L'information volontaire communiquée par l'entreprise ne doit pas correspondre à un transfert pur et simple d'information de l'entreprise vers le marché financier. Sa publication doit engendrer un coût direct ou indirect que seules les bonnes entreprises peuvent supporter.

Dans notre recherche, nous allons nous inscrire dans le prolongement de ces travaux. Nous nous intéresserons aux publications volontaires des entreprises technologiques sur leur capital immatériel. Nous discuterons la possibilité de leur exploitation en tant que signal de qualité lors des offres publiques initiales. Le coût et la pénalité du signal seront abordés dans notre travail.

Nous testerons par la suite, leur pouvoir informationnel par rapport aux signaux classiques de la littérature le rôle qu'elles peuvent jouer dans la prédiction de la survie des entreprises dans le long terme.

Section 3. Problématique et Hypothèses de recherche

Dans cette section, nous rappelons les travaux précédemment réalisés dans la littérature sur les signaux émis par l'entreprise lors de son introduction en bourse. A partir de ces travaux, nous formulerons nos propres hypothèses que nous allons tester dans le Chapitre 6 de ce document.

3.1 Effort informationnel et stratégies de signalisation

De nombreuses études (Jog et McConomy, 2003 ; Labégorre et Boubaker, 2005 ; Decarolis et Deeds, 1999 ; Wilbon, 1999 ...) se sont appuyées sur la théorie du signal pour expliquer la publication d'informations volontaires par l'entreprise. Elles ont testé l'hypothèse fondatrice de la théorie du signal qui suggère que les firmes qui ont de bonnes nouvelles sont incitées à les publier pour se différencier des firmes qui ont de mauvaises nouvelles.

Par ailleurs, ces dernières années, plusieurs recommandations concernant l'amélioration des publications volontaires et l'incorporation des données stratégiques et immatérielles ont été émises par le marché financier (Beattie & Pratt, 2002a et b; Eccles & Mavrinac, 1995; Eccles *et al.* 2001; Lev, 2001...). La majeure partie de ces informations décrit le capital immatériel d'une entreprise dans ces définitions les plus récentes⁷¹.

Partant de ce constat de la littérature, et de la réelle amélioration du contenu des publications des entreprises ces dernières années, nous avons construit notre axe de recherche.

Nous pensons que la volonté des entreprises à répondre aux recommandations du marché financier (du fait de l'amélioration des publications) s'inscrit dans un cadre de signal. Nous ne pouvons, cependant, prétendre que l'ensemble des informations susceptibles d'être publiées par l'entreprise et qui décrivent son capital immatériel peuvent servir de signal de qualité au moment de son introduction en bourse.

⁷¹ Pour conforter nos conclusions, nous avons effectué une étude exploratoire auprès des acteurs du marché financier pour cerner sa perception et les éléments qui le composent (pour plus d'information sur cette partie, se conférer au Chapitre 2 de la thèse)

Seulement « un effort informationnel » identifié comme pertinent par le marché financier et coûteux pour l'entreprise, peut jouer ce rôle. Dans ce paragraphe on tentera de définir cet effort informationnel.

3.1.1 Définition de l'effort informationnel

Les introductions en bourse sont caractérisées par des asymétries d'informations importantes entre les dirigeants de la société émettrice et les actionnaires potentiels. Ces asymétries sont plus importantes chez les entreprises technologiques : en effet ces dernières, sont caractérisées par une quasi-absence d'actifs fixes, une forte dépendance de la valeur à l'égard d'équipes innovantes et un caractère singulier de l'organisation du travail.

Dans le but de diminuer ces asymétries d'informations, les dirigeants sont amenés à améliorer leurs publications volontaires d'informations notamment celles caractérisant le capital immatériel⁷² de leur entreprise.

Nous appellerons la publication volontaire du dirigeant sur son capital immatériel « effort informationnel ». Cet effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel ne peut être perçu comme signal par le marché financier que s'il cadre avec les attentes de ces acteurs et vérifie les conditions de signalisation au sens de Spence (1973 et 1974). En d'autres termes, cet « effort » doit différencier les bonnes entreprises des mauvaises (compréhensible par les investisseurs) et doit être suffisamment coûteux pour dissuader les mauvaises entreprises de le fournir (coût et pénalité du signal).

La définition de « l'effort informationnel » doit alors obligatoirement passer par une enquête de terrain auprès des acteurs du marché financier. Elle aura pour but de déterminer l'effort informationnel « optimum » attendu par le marché et que l'entreprise doit fournir au moment de son introduction en bourse. Dans ce travail, on ne cherchera pas à identifier une liste d'informations exhaustives décrivant le capital immatériel de l'entreprise, mais au contraire, la liste des informations les plus utiles et les plus attendues par le marché financier.

⁷² On utilise la définition du capital immatériel décrite dans le chapitre 2 de la thèse. Cette définition traduit la perception de ce capital par le marché financier.

Si les acteurs du marché manifestent les mêmes attentes⁷³ et sont par conséquent d'accord sur l'effort optimum à fournir, ce dernier (s'il est fourni par l'entreprise) est compréhensible par les investisseurs et on peut envisager qu'il soit perçu comme signal⁷⁴ de leur part. La définition de cet effort informationnel fait l'objet du chapitre 4 de ce document.

3.1.2 Mesure de l'effort informationnel produit par l'entreprise au moment de son IPO

Comme nous l'avons précisé précédemment, l'effort informationnel optimum serait constitué d'un ensemble d'informations décrivant le capital immatériel de l'entreprise. Ces informations seraient considérées comme les plus utiles et le plus attendues par le marché financier. Si tel est le cas⁷⁵, il est nécessaire de développer une mesure de « l'effort informationnel » fourni par l'entreprise au moment de son IPO pour tester l'hypothèse de signalisation (Objet du Chapitre 5).

L'idée est de développer un indicateur ou un score qu'on attribue à l'entreprise en fonction de la nature et de la qualité des informations qu'elle communique sur son capital immatériel. Le raisonnement est le suivant :

Pour les entreprises technologiques, les investisseurs s'attendent à la publication de x_j informations ou indicateurs sur le capital immatériel. Ces informations sont révélatrices de la qualité de l'entreprise. $j \in \{1,2,3,\dots,n\}$, n étant le nombre d'informations identifiées par le marché financier comme étant les plus utiles et les plus prédictives de la valeur future de l'entreprise (chapitre 4).

Le dirigeant publie volontairement ces x_j (ou une partie de ces x_j informations) informations ou indicateurs pour signaler la valeur de son entreprise.

Soit S_i le score attribué à chaque entreprise i introduite en bourse et qui publie les x_j informations (ou une partie de ces x_j informations) dans son prospectus. S_i mesure l'effort informationnel fourni par le dirigeant sur son capital immatériel.

⁷³ Accord sur la nature et la qualité des informations à publier.

⁷⁴ La question du coût du signal sera abordée ultérieurement.

⁷⁵ Le Chapitre 4 de la thèse montrera une forte concordance dans les avis des acteurs du marché. Ces derniers définissent une liste de 19 informations décrivant certaines facettes du capital immatériel de l'entreprise jugées les plus utiles pour aider l'évaluation de l'entreprise.

$0 < S_i < k$. k étant le score maximum qu'une entreprise peut obtenir compte tenu de l'information publiée par le dirigeant. Le calcul de ce score ainsi que la définition de l'intervalle auquel il appartient sont bien expliqués dans le chapitre 5 de ce document.

On suppose, que le dirigeant n'améliore son effort informationnel (cette augmentation d'effort se traduit par une augmentation de S) que s'il est convaincu de la qualité de son entreprise et de ses opportunités de croissance. A défaut, il encourt des sanctions et expose son entreprise à une pénalité.

Cette mesure, appliquée aux entreprises technologiques introduites en bourse, nous permettra de conduire une étude empirique pour tester l'hypothèse de signalisation.

3.1.3 Rôle de l'effort informationnel dans la stratégie de signalisation

Il convient maintenant de s'interroger sur le rôle de l'effort informationnel dans la stratégie de signalisation. En effet pour construire un modèle de signalisation basé sur l'information publiée par la firme, il faut tenir compte de la validité du signal c'est à dire son coût. Le signal ne peut en effet, résulter d'un transfert pur et simple d'informations aux investisseurs. La firme de bonne qualité, capable de supporter ce coût, émet le signal ; alors que la firme de mauvaise qualité ne pouvant le supporter ne l'émet pas.

3.1.3.1 Coût et finalité du signal

La question qu'il faut se poser est celle de savoir si les coûts de production et de diffusion de « l'effort informationnel » sont assimilables au coût de signalisation dont les caractéristiques générales ont été définies par Spence (1973). Plusieurs éléments de réponse peuvent être apportés.

D'abord selon Akerlof et Spence, le coût du signal est négativement corrélé avec la valeur réelle du bien signalé. Dans le cadre d'une information facultative (cas de l'effort informationnel), les coûts matériels de production et de diffusion sont indépendants de la valeur de l'information divulguée (La présentation d'un nouveau produit dans le rapport annuel, par exemple, occasionne les mêmes frais quelle que soit la qualité de ce produit). Ils ne peuvent, donc, pas être assimilés au coût d'un signal. De plus, à offre volontaire égale, ces coûts sont les mêmes pour toutes les entreprises. De manière générale, l'idée de l'assimilation du coût matériel de la publication à un coût de signalisation se révèle peu réaliste. En effet, il est très probable que l'information existe déjà pour des besoins de gestion interne et sa publication ne génère pas de coût explicite supplémentaire important (Pourtier, 2004).

Egalement, les coûts de publication concernent les coûts indirects liés à l'externalité de l'information. Ces coûts correspondent à la baisse des cash-flows subie par une entreprise à la suite de la publication d'une information qui a permis de modifier la stratégie de la concurrence ou qui a provoqué une réaction de la part d'autres groupes d'intérêts.

Dans les modèles formalisés par Verecchia (1983) et Dye (1985) qui considèrent que la décision de publier ou non une information relève d'un arbitrage coûts / bénéfices, seules les « très » bonnes nouvelles sont volontairement publiées. Dans ce cadre, les divulgations intentionnelles de la part des entreprises ont pour rôle de réduire les écarts informationnels entre agents et les risques de sélection adverse.

L'étude de l'information volontaire comme variable de réduction des coûts d'agence repose sur la conception contractualiste de l'entreprise selon laquelle toute organisation peut être vue comme un ensemble de relations principal / agent. Dans ce cadre, Jensen et Meckling (1976) montrent comment, au sein d'entreprises de type managérial caractérisées par une séparation des fonctions de propriété et de décision, des conflits d'intérêts peuvent surgir entre actionnaires et dirigeants⁷⁶. En effet lorsque le dirigeant n'est plus le seul propriétaire de son entreprise, il ne supporte plus intégralement les conséquences, bonnes ou mauvaises, de sa gestion.

Il peut dans ce cas connaître une baisse de sa motivation et être tenté de faire moins d'effort (risque moral ou hasard moral). Il peut également s'attribuer des avantages en nature et des rémunérations abusives sous forme par exemple de *stocks options*.

Quelles sont alors les solutions mises en place pour empêcher de tels comportements ? Les mécanismes de gouvernement d'entreprise, internes et externes, visent à délimiter l'espace discrétionnaire des dirigeants (Charreaux, 1997) et à aligner leurs comportements sur les intérêts des actionnaires. Dans ce contexte, l'information divulguée volontairement par les entreprises permet aux propriétaires de contrôler et d'évaluer la gestion des managers du fait de la réduction des asymétries d'informations.

⁷⁶ Les conflits d'agence génèrent trois types de coûts : les coûts de contrôle engagés par les propriétaires pour veiller à ce que les dirigeants maximisent la valeur de l'entreprise ; les coûts de dédouanement engagés par les dirigeants pour montrer aux actionnaires qu'ils oeuvrent dans leurs intérêts ; les coûts résiduels correspondant à la perte de valeur par rapport à une situation hypothétique idéale associée à une absence de coûts d'agence.

Par ailleurs, l'information facultative possède l'une des caractéristiques fondamentales du signal qui est sa finalité. En effet, elle est destinée à agir comme un signal parce qu'elle est manipulée dans cette intention. Le signal (caractéristique observable et manipulable) doit en effet être distingué selon Spence (1973) de l'indice (caractéristique observable et non manipulable). L'offre volontaire d'information peut être considérée comme une variable de comportement dans la mesure où elle résulte d'un choix. Mais si aucun coût ne peut être associé au signal (dans le sens de Spence), sa crédibilité peut néanmoins être assurée par d'autres mécanismes. Ainsi dans le contexte des introductions en bourse, la participation du dirigeant au capital de son entreprise peut assurer cette crédibilité (comme c'est le cas dans le modèle de Hughes, 1986).

3.1.3.2 Modèle de signalisation

Nous avons construit notre modèle de signalisation par « l'effort informationnel » dans le contexte de celui de Hugues (1986). Cet auteur a étudié la publication d'information comme signal de la valeur de la firme lorsque l'asymétrie d'information sur le prix de l'action, entre les investisseurs et les émetteurs, est forte. Dans son modèle, le taux de rétention (pourcentage d'actions retenues par les actionnaires d'origine) et la publication d'information agissent comme des signaux de la valeur de la firme. Les investisseurs considèrent la publication d'information comme crédible car il est supposé que « *the entrepreneur is penalized if the ex post costlessly observable cash-flow of the firm indicates that the disclosure was fraudulent* » (Hugues, 1986).

Si nous partons de l'hypothèse que « l'effort informationnel » attendu par les investisseurs (et susceptible d'être compréhensible par eux comme signal de qualité) est composé d'un ensemble d'informations détaillées qui ne sont pas forcément incluse dans les obligations de publication tel que définie par l'AMF, nous pouvons considérer cet « effort » comme une information facultative.

Dans ces conditions, le dirigeant connaissant la qualité de son entreprise, fournit cet « effort informationnel (il publie les informations attendues sur son capital immatériel par les investisseurs avec la précision et la qualité requise) pour signaler la qualité de son entreprise.

En se basant sur l'ensemble de ces informations, et en l'absence de rétention d'informations, le dirigeant se verra attribué, par les investisseurs, un score $S_i = S_{\max} = k$. La pénalité est dans ce cas nulle.

Seulement le coût de cette publication n'est pas nul. Le dirigeant ne peut, dans tous les cas, publier l'ensemble des informations attendues du fait des coûts qu'il peut infliger à

son entreprise [coûts de propriété (Verrecchia, 1983) et coûts de litiges ou coûts conflictuels (Skinner 1994)]. En effet la révélation d'informations sensibles peut causer des externalités négatives et désavantager l'entreprise par rapport à ses concurrents. (Dye 1990 ; Verrecchia 1990).

Le dirigeant doit, dans ces conditions, maîtriser le coût de la pénalité et le coût de l'exploitation des informations stratégiques par les concurrents. En effet, plus l'entreprise publie les informations sur son capital immatériel avec la précision et la qualité attendue de la part des investisseurs (S s'approche de k), plus elle réduit la pénalité qu'elle risque d'encourir. Mais elle augmente au même moment les pertes de toutes formes que ses concurrents lui infligent suite à l'exploitation de ces mêmes informations.

Pour aider les investisseurs à identifier sans ambiguïté la situation de l'entreprise, le dirigeant se décide à émettre un deuxième signal : sa participation au capital. En effet, ce dernier ne garde une part importante du capital que si son projet est de qualité et peu risqué (Le dirigeant étant supposé averse au risque et rationnel)

Dans cette logique, l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel est un signal des perspectives de rentabilité de la firme et la part du capital détenu par les dirigeants est un signal de pénalité (C'est le principe du modèle développé par Hughes 1986).

3.2 Effort informationnel et qualité de l'entreprise

Dans ce paragraphe nous développons nos hypothèses de recherche. Elles sont dérivées de la conceptualisation décrite précédemment. Ces hypothèses couvrent deux aspects : (i) les déterminants de l'effort informationnel et (ii) son impact sur l'évaluation et la performance de l'entreprise nouvellement introduite en bourse.

3.2.1 Les déterminants de l'effort informationnel

Toute activité de publication présente un coût pour l'entreprise émettrice. Ainsi, la décision de publier ou non certaines informations relève d'un arbitrage coûts / bénéfiques (Verrecchia, 1983 ; Dye, 1985). L'effort informationnel fourni par l'entreprise sur capital immatériel devrait être un acte volontaire motivé par une stratégie de signalisation. La décision de fournir cet effort ne devrait donc pas dépendre des caractéristiques de l'entreprise. Celles-ci peuvent par contre influencer la qualité de l'effort. Selon Ritter (1991) le coût d'information est d'autant plus important que la firme est de jeune âge et de petite taille. Ceci est dû au fait que la firme présente peu

de visibilité et une forte sensibilité par rapport aux fluctuations du marché en comparaison avec les entreprises qui sont plus âgées et de plus grandes tailles (Chemmanur et Fulghieri 1999).

Pour réduire les asymétries d'informations dont elles souffrent, les entreprises jeunes et de petite taille doivent fournir un signal de meilleure qualité que les entreprises plus établies.

H1 : La décision de fournir un effort informationnel sur le capital immatériel est acte volontaire indépendant des caractéristiques de l'entreprise. La qualité de l'effort fourni est par contre une fonction décroissante de l'âge et de la taille.

3.2.2 Impact de l'effort informationnel sur l'évaluation de l'entreprise

3.2.2.1 Impact à court terme

Dans le cadre du modèle de Hughes (1986) l'acte volontaire de publication est un signal efficace de qualité. L'effort informationnel fournis par l'entreprise sur son capital immatériel étant un acte volontaire coûteux, on peut supposer que le dirigeant qui décide de la fournir réduit l'incertitude des investisseurs sur la valeur espérée des titres. Par cet acte de publication volontaire, le dirigeant limite donc « le coût du capital lié aux asymétries d'information » (Verrecchia, 2001)

H2.1 : L'effort informationnel fourni par le dirigeant sur le capital immatériel de son entreprise limite la sous évaluation des titres.

Par ailleurs, la qualité de cet effort devrait à priori jouer un rôle tout aussi important dans le mécanisme de signalisation. En effet depuis 1996 (création du Nouveau Marché en France), les sociétés publient, sous la pression des marchés financiers, de plus en plus d'informations de nature non financières et stratégiques ce qui généralise l'acte de publication volontaire et dilue l'impact du signal (Labégorre, 2003). Trueman (1996) montre l'impact de l'exactitude des prévisions publiées lors des introductions en bourse sur le niveau de la sous-évaluation initiale. L'auteur soutient l'idée selon laquelle la qualité des prévisions révèle aux investisseurs la capacité du dirigeant à anticiper l'évolution de son entreprise ce qui les rassure sur la valeur espérée des titres.

En faisant le parallèle avec le modèle de Trueman, on peut supposer que l'effort informationnel de qualité, réduit les asymétries d'informations et en conséquence la sous-évaluation des titres : un effort informationnel de qualité traduirait une capacité

du dirigeant à manager d'une manière optimale ses ressources dans la mesure où il sait présenter les meilleurs indicateurs au marché financier :

H2.2 : La qualité de l'effort informationnel fourni par le dirigeant sur le capital immatériel de son entreprise limite la sous évaluation des titres.

Dans le modèle de Hughes (1996), une double signalisation est nécessaire pour communiquer la qualité de l'entreprise au marché. Le premier signal est la publication d'informations volontaires : il révèle l'information privée que possède le dirigeant sur les perspectives d'évolution future de son entreprise. Le second est la part de capital conservé par le dirigeant au sein de l'entreprise : il permet aux investisseurs d'évaluer le niveau d'incertitude et donc d'évaluer le coût du premier signal. En faisant le parallèle avec ce modèle on peut émettre l'hypothèse suivante :

H2.3 : La qualité de l'effort informationnel et l'implication du dirigeant dans l'entreprise influencent conjointement à la baisse la sous évaluation des titres.

Le pouvoir informationnel de ce signal sera apprécié par rapport aux signaux classiques de la littérature (Cf. chapitre 6, section 2). Le niveau de la dette, la qualité de l'introduit et de l'auditeur seront introduites dans nos modèles économétriques comme variables de contrôle.

Selon Ross (1977), le niveau d'endettement d'une firme peut servir de signal de qualité. En effet, une entreprise peut supporter un niveau d'endettement d'autant plus élevé que son *cash-flow* est important et certain. Selon l'auteur, l'augmentation de l'endettement ne fait pas qu'accroître le risque, mais signale aussi une plus grande productivité de l'entreprise. Levis (1990) montre que les entreprises de mauvaise qualité ne peuvent pas assumer les conséquences de forts taux d'endettement sans être confronté au risque élevé de faillite. Dans ce contexte, toute réduction de la dette est considérée par le marché comme un signal négatif sur les cash-flows futurs. Dans cette approche, la valeur de la société dépend de son taux d'endettement : en augmentant ce ratio, la firme se signale comme étant plus performante assurant une réduction des asymétries d'information présentes sur les marchés financiers (Koh et Walter, 1989; Kim et Ritter, 1999; Su et Fleisher, 1999)

Dans le modèle de Titman et Trueman (1986), la réputation de l'auditeur signale efficacement la valeur de l'entreprise candidate à l'introduction en bourse. Les émetteurs qui détiennent des informations privées favorables sur leur entreprise sont incités à sélectionner un cabinet réputé pour crédibiliser cette information. Pour vérifier l'effet de signalisation, les travaux se focalisent sur l'impact de la réputation de

l'auditeur sur les rentabilités anormales enregistrées le premier jour de cotation. La présence d'un auditeur réputée est associée à une moindre sous-évaluation des titres dans les travaux de Beatty (1989), Clarkson et *al.* (1992), Holland et Horton (1993), Michaely et Shaw (1995), Broye (2001).

Dans le modèle de Carter et Manaster (1990), les banques prestigieuses n'introduisent en bourse que les sociétés peu risquées et aisément évaluables. Comme, elles engagent leur réputation dans la certification du prix d'offre, les banques ne peuvent trop sous-évaluer les titres de peur de perdre de futurs émetteurs. Si par contre, elle ne sous-évalue pas assez, elles risquent de perdre des investisseurs potentiels

Dans une optique de préserver sa réputation et maintenir ces parts de marché (Nanda et Yun, 1997) et sachant que les investisseurs peuvent observer leur historique d'introductions, la certification apportée par la banque peut être considérée comme un signal crédible (Chemmanur et Fulghieri, 1994 ; Labégorre et Boubaker, 2005). A cet effet Dunbar (2000) a montré que, pour les banques ayant une réputation établie, une surévaluation initiale ou une forte sous-évaluation ont un effet négatif sur l'évolution de leurs parts de marché.

3.2.2.2 Impact à long terme

Dans l'optique de prolonger notre raisonnement, nous pensons étudier l'impact de l'effort informationnel sur les performances à long terme des entreprises nouvellement introduites en bourse. Ces performances seront abordées du point de vue de la survie.

Ce thème attire plusieurs travaux dans la littérature. Les premiers modèles utilisent des ratios de rentabilité, d'endettement et de liquidité pour prédire la faillite des entreprises (Gentry et *al.* 1984). Ces travaux ont été beaucoup critiqués pour le manque de modélisation théorique sur le sujet d'autant plus que les variables significatives sont retenues parmi un ensemble de ratios sélectionnés arbitrairement.

Depuis ces travaux, plusieurs auteurs s'intéressent à la durée de cotation des entreprises introduites en bourse. Ils mesurent l'impact des caractéristiques de l'introduction, les acteurs qui y prennent part et l'effet d'indicateurs de performance sur la survie des entreprises. Dans le prolongement de ces travaux, nous avons pensé qu'il était légitime de mesurer l'impact de la qualité de l'information relative au capital immatériel sur la survie des entreprises après une offre publique initiale.

Il est certain que la mesure développée (« effort informationnel ») reflète l'effort de publication de l'entreprise sur son capital immatériel et elle n'est en aucun cas une

mesure de la valeur de ce capital. Nous pensons, tout de même, que cette mesure est fortement corrélée avec la valeur réelle du capital immatériel : en effet la construction de la mesure (Cf. Chapitre 5) incorpore des détails informationnels donnant directement une idée sur la valeur de ce capital. L'attribution des notes est faite en fonction de la qualité de l'information ou des détails présents dans les prospectus (Se référer aux grilles de notations Annexe 5.1). D'où l'hypothèse :

H3 : La qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel augmente les probabilités de survie d'une entreprise après une offre publique initiale.

Les paramètres identifiés dans la littérature et qui prédissent la survie des entreprises, vont être introduits dans nos modèles comme variables de contrôle. Ces variables concernent la réputation des intermédiaires financiers, la participation du dirigeant dans le capital de l'entreprise, la taille et l'activité des marchés.

Hansen et Torregrosa, (1992) ; Macklin, et *al.* (1992) ; et Aggarwal, (2000), montrent que les banques introductrices réputées sont plus susceptibles d'introduire des entreprises performantes, de les suivre après l'introduction et de les promouvoir à travers des recommandations d'analystes de peur d'entacher leur réputation. Jain et Kini (1999a) montrent que la présence de chef de file réputée augmente les chances de survie d'une entreprise après son introduction en bourse.

Dans la continuité des hypothèses de signalisation Hensler et *al.* (1997) et Yang & Sheu (2006), montrent qu'une forte participation de la part des dirigeants reflète l'absence de conflits entre les décisions managériales et l'intérêt des actionnaires. Ceci conduit à une meilleure performance des entreprises et une plus grande survie sur les marchés financiers.

Pour finir, certains travaux dans la littérature ont montré que la taille des entreprises au moment de leur introduction et les périodes pendant lesquelles elles s'introduisaient influencerait leur survie sur les marchés financiers.

Schultz, (1993) Jain et Kini, (1999b) soutiennent l'idée selon laquelle le risque de faillite est plus important chez les entreprises de petites tailles. Hensler, et *al.* (1997) confirment cette hypothèse et l'enrichissent en montrant que les périodes de fortes activités influencent également la probabilité de survie. Durant ces périodes, les dirigeants semblent être attirés par les « fenêtres d'opportunités » offertes par les marchés financiers (Lowry et Schwert, 2002).

Conclusion

Nous avons étudié, dans ce chapitre, le rôle que peut jouer le capital immatériel dans les stratégies de signalisations des entreprises nouvellement introduites en bourse.

Nous avons supposé que les entreprises qui souhaitent communiquer leur qualité au marché financier répondent d'une manière optimale aux attentes des investisseurs. Pour s'assurer de l'efficacité de leurs publications, elles effectuent des choix stratégiques quant aux données à publier. L'idéal est d'avancer les informations dont l'utilité prédictive est perçue comme maximale pour les investisseurs.

Ces informations peuvent être utilisées à des fins décisionnelles dans la mesure où elles permettent de modifier les anticipations des investisseurs concernant la distribution future d'un cours.

Nous avons construit un modèle de signalisation basé sur l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel et nous avons discuté sa validité en tant que signal de qualité. Ce dernier ne peut en effet, résulter d'un transfert pur et simple d'informations aux investisseurs. Seule la firme de bonne qualité, capable de supporter le coût du signal, peut l'émettre.

Nos hypothèses de recherche ont été développées dans le cadre de ce modèle. Elles couvrent deux aspects : (i) les déterminants de l'effort informationnel et (ii) son impact sur l'évaluation et la performance de l'entreprise nouvellement introduite en bourse.

Après avoir exposé notre approche et défini nos hypothèses de recherche, nous allons, dans la suite de ce document, essayer de vérifier empiriquement notre modèle. Nous définirons dans un premier temps les attentes de publications des investisseurs. Nous mesurerons, ensuite, leur contribution à l'évaluation des entreprises dans un contexte d'introduction en bourse.

Deuxième Partie

Recherche Empirique sur le Marché Français (1997-2004)

Sommaire :

Chapitre 4 :Attentes des investisseurs et publication d'informations sur le capital immatériel lors des introductions en bourse.	141
Chapitre 5 : Capital immatériel et pratiques de publication des entreprises technologiques lors des introductions en bourse.	189
Chapitre 6 : Impact de l'effort informationnel sur l'évaluation et les performances des entreprises technologiques introduites en bourse.	253

Dans les chapitres précédents de la thèse, nous avons pu constater l'utilité prédictive des informations publiées volontairement par les entreprises sur leur capital immatériel. L'importance d'une telle communication a été, récemment, soulignée dans le contexte des introductions en bourse par Buck et *al.* (2005) et par Van Der Zahn, et Singh (2005).

Ces travaux offrent des perspectives intéressantes et nous ont encouragés à explorer le rôle que peut jouer cette communication dans la réduction des asymétries d'informations présentes dans le contexte des introductions en bourse.

Nous allons dans notre travail empirique utilisé à la fois des méthodes quantitatives et qualitatives. Ces dernières sont moins classiques en finance mais elles ont montré des résultats intéressants dans des études antérieures (Labégorre, 2003).

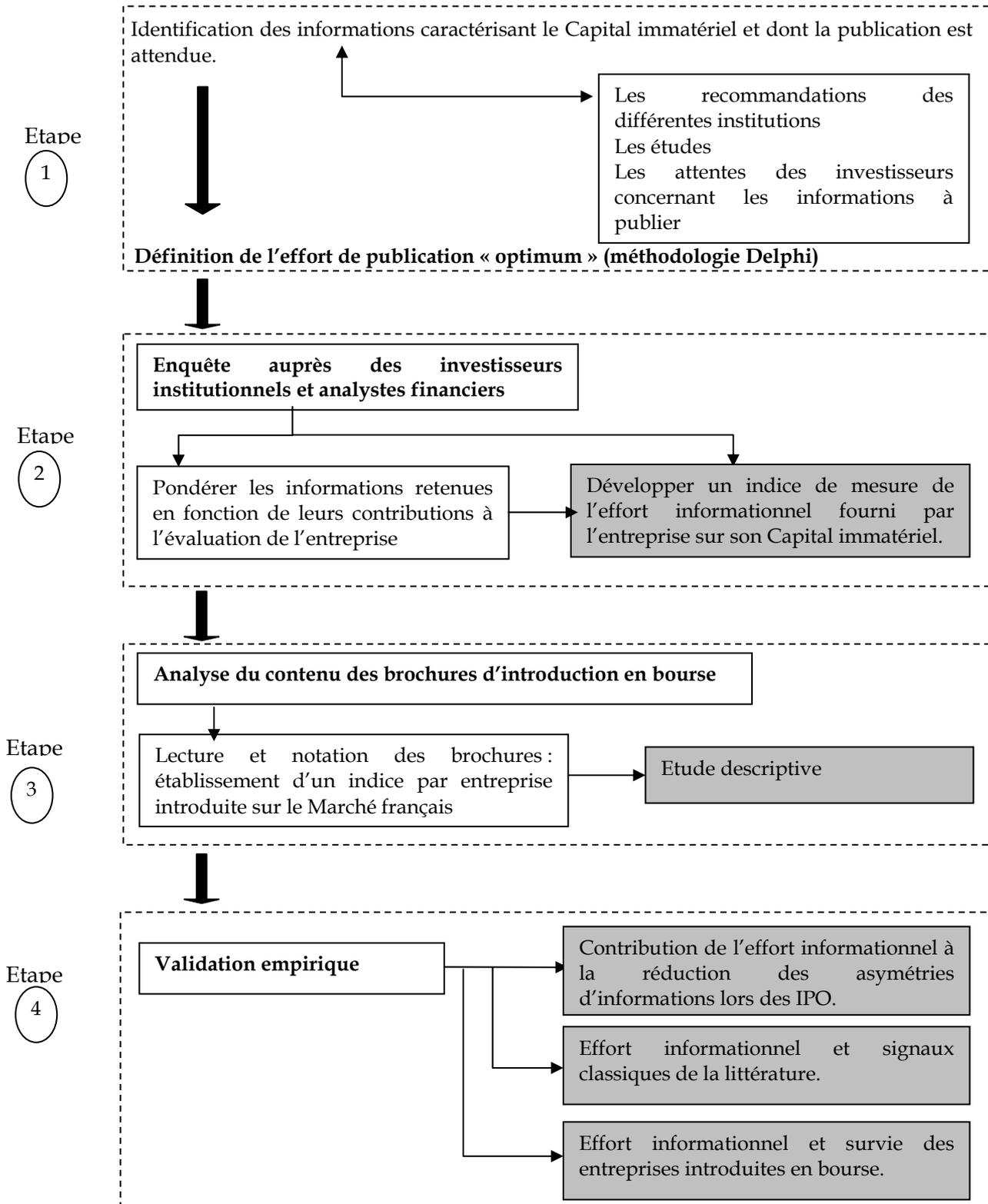
Dans le Chapitre 4, nous allons étudier les attentes des investisseurs en matière de publications d'informations sur le capital immatériel. La présence d'un consensus autour des informations à publier peut plaider en faveur de l'existence d'un signal « informationnel ». Nous définirons, avec les experts du marché financier, l'effort informationnel optimum attendu de leur part. Nous montrerons par ailleurs que cet « optimum » peut être apprécié comme signal de qualité au moment de l'introduction en bourse.

Dans le Chapitre 5, nous proposerons une mesure de « l'effort informationnel fourni » basée sur les avis des experts et les attentes de ces derniers concernant les informations à publier. Nous mettrons en place un protocole de notation précis et nous l'appliquerons aux entreprises technologiques introduites en bourse sur le Nouveau et Second Marché Français durant la période 1997-2004.

Dans le Chapitre 6 nous étudierons, empiriquement, l'impact de cet effort informationnel sur l'évaluation et les performances des entreprises technologiques introduites en bourse sur la période 1997-2004. Nous mesurerons, dans un premier temps, l'impact de cet effort sur l'évaluation de l'entreprise. Nous montrerons le rôle de signalisation qu'il joue lors des offres publiques initiales. Dans un deuxième temps, nous apprécierons sa contribution à la théorie du signal, appliquée au contexte des introductions en bourse. Enfin, nous analyserons la performance à long terme des entreprises nouvellement introduites en bourse à travers une étude de survie.

Les Etapes à suivre dans la partie empirique de la thèse

Etape 1 & Etape 2 : Parties développées dans le chapitre 4 de la thèse ; Etape 3 : Partie développée dans le Chapitre 5 de la thèse ; Etape 4 : Partie développée dans le chapitre 6 de la thèse.



Chapitre 4. Attentes des investisseurs et publication d'informations sur le capital immatériel lors des introductions en bourse

Nous avons assisté ces dernières années, à une évolution importante des besoins des investisseurs en informations financières. Les rapports récents (AICPA 1994; FASB 2001; SFAF & EURONEXT 2002...) et les recommandations émises dans la littérature académique (Eccles & Mavrinac, 1995; Holland, 1997; Eccles *et al.* 2001; Lev, 2001; Beattie & Pratt, 2002a et b ...) soulignent, à cet effet, l'importance du développement de la communication sur le savoir-faire, les brevets, les clients ... autant d'éléments appartenant au capital immatériel tel qu'il a été défini par Edvinsson et Malone (1997)

Cette demande nouvelle d'information s'applique essentiellement aux documents traditionnels tels que les rapports annuels et également à des documents plus récents de reporting externe sur le capital immatériel.

Plus récemment l'importance d'une telle communication a été soulignée dans le contexte des introductions en bourse. Buck et al (2005) constatent, d'ailleurs, que les entreprises, désirant accéder aux marchés de capitaux, soignent particulièrement le contenu de leur prospectus de manière à répondre aux attentes des investisseurs. Cet effort pour attirer les investisseurs est propre à l'introduction en bourse.

Jenkinson & Ljungquist (2001) soulignent de leur côté la multiplication des rencontres organisées entre banques introductrices et investisseurs éventuels. Ces rencontres influencent, souvent le contenu du prospectus d'introduction en bourse. Il résulte de ce contexte, l'apparition de « ... *plus d'informations sur le développement futur du marché, les stratégies et les intentions de la direction, le management et la direction de l'entreprise...* » dans les prospectus (Buck et al. 2005).

La publication de ces informations pertinentes réduit les asymétries d'informations inhérentes aux introductions en bourse, lève une partie des incertitudes pesantes sur les opportunités de croissance des entreprises et aide, par conséquent, à leur évaluation d'une manière plus précise (Botosan, 1997).

Nous pensons que la volonté de l'entreprise à satisfaire les nouveaux besoins des investisseurs en informations (communication sur le capital immatériel de l'entreprise - Beattie & Pratt, 2002 a et b; Eccles & Mavrinac, 1995; Eccles *et al.* 2001a; Lev, 2001; Holland, 1997), s'inscrit dans un cadre de signal. Nous ne pouvons, cependant, prétendre que l'ensemble de ces informations susceptibles d'être publiées par l'entreprise et qui décrivent son capital immatériel peut servir de signal de qualité au moment de son introduction en bourse. Seulement l'engouement récent pour la publication de ce genre d'informations et le développement de recommandations de la part des investisseurs, analystes et autres institutions financières (AICPA 1994 ; FASB 2001 ; SFAF & EURONEXT 2002...) encourageant ce type de publications, nous amènent penser que certaines d'entre-elles peuvent jouer ce rôle.

Cette piste de recherche, non encore très exploitée dans la littérature, a été retenue par certains auteurs. Deeds *et al.* (1997), Decarolis et Deeds (1999), Wilbon (1999) montrent que certaines variables liées aux spécificités des entreprises de haute technologie, sont considérées comme signaux de qualité, de la part des investisseurs, au moment de l'introduction en bourse. Le degré de prédiction de ces variables, considérées isolément dans le processus de signalisation, reste faible par rapport à d'autres signaux de la littérature (Megginson *et al.* 2001). Ce degré de prédiction peut être de meilleure qualité si nous reconsidérons la définition du signal lui-même. Un effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel peut jouer ce rôle. Cet « effort informationnel » ne peut, cependant, être considéré comme signal de la part des investisseurs que s'il est compréhensible de leur part⁷⁷. Sa publication doit, dans ce sens, être conforme à leurs attentes.

On se propose dans ce chapitre d'explorer les attentes de publications des investisseurs : l'existence d'un consensus autour des informations à publier lors de

⁷⁷ L'effort informationnel doit par ailleurs, remplir les conditions de signalisation au sens de Spence (1973 et 1974). L'activité de signalisation est onéreuse. Son coût doit être négativement corrélé avec la valeur réelle du bien signalé ; et l'émission d'un mauvais signal doit être pénalisée. Pour qu'un signal soit efficace, il faut que son imitation par des vendeurs de produits de moindre qualité ne soit pas profitable.

L'ouverture du capital et l'entente, de la part de la profession, sur l'ordre de priorité de leur publication, plaide en faveur de l'existence d'un signal stratégique⁷⁸.

Nous allons, dans la première section de chapitre présenter la méthodologie employée pour l'identification du consensus. Nous définirons par la suite, l'« effort informationnel optimum »⁷⁹ attendu par les investisseurs lors des introductions en bourse ; Et nous préciserons, enfin, les conditions de sa perception comme signal de qualité.

Section 1. Méthodologie

On se propose dans cette section de définir la méthodologie employée pour sonder les attentes des investisseurs et montrer l'unicité de leurs attentes. Nous rechercherons l'existence de convergences éventuelles, dans leurs opinions concernant les informations sur le capital immatériel, utiles pour l'évaluation de l'entreprise, dans le contexte des introductions en bourse.

Intuitivement la méthode la plus adaptée, pour sonder l'existence de convergences dans les avis des investisseurs, serait d'étudier les critères qu'ils emploient (informations utilisées dans leurs analyses financières) dans leurs décisions d'investissements. L'étude du contenu des rapports d'analyse (élaborés à l'occasion de l'IPO) est la méthode la plus adaptée pour déterminer les critères réellement employés dans les décisions d'investissements. Previs *et al.* (1994), Rogers et Grant (1997), Breton et Taffler (2001).

Cette méthodologie d'analyse de contenu est difficilement transposable dans notre contexte notamment pour la difficulté de collecte des analyses financières élaborées à l'occasion des introductions en bourse⁸⁰. Par ailleurs, cette méthodologie ne permet pas de sonder l'ensemble des attentes d'informations de la part des investisseurs. Ces

⁷⁸ La réponse des entreprises à ce consensus peut être considérée comme signal de qualité lors des introductions en bourse. Ce travail sera suivi d'une étude empirique pour vérifier une telle hypothèse.

⁷⁹ Il s'agit pour nous d'identifier les informations (que l'entreprise publie sur son capital immatériel) qui le composent.

⁸⁰ Dans le centre de documentation de l'AMF, on compte plus d'analyses financières d'entreprises introduites sur le Second marché. Très peu d'analyses existent pour les entreprises introduites sur le Nouveau Marché. Ces dernières auraient été d'une grande utilité dans notre cas puisque nous avons l'intention d'étudier empiriquement l'évaluation des entreprises technologiques. Celles-ci s'introduisent majoritairement, sur ce marché.

derniers peuvent attribuer une forte utilité à une information sans la rapporter dans leurs analyses financières du fait de son indisponibilité. Dans ce contexte la méthodologie Delphi paraît adaptée à notre problématique. Par l'interrogation d'experts, elle permet d'identifier leurs attentes et surtout de mettre en évidence la réelle convergence de leurs avis sur les informations utiles dans les décisions d'investissements.

1.1 La méthode Delphi

1.1.1 Présentation générale de la méthode

Initialement développée dans les années 50 par Helmer pour la RAND Corporation, la méthode DELPHI a connu de nombreuses variantes et applications dans différents domaines (Education, Management, Economie...⁸¹). Ces applications sont restées très peu nombreuses en Finance, notamment pour l'aspect qualitatif qui la caractérise.

Cette méthode permet de mettre en évidence des convergences d'opinions et de dégager des consensus sur des sujets précis, grâce à l'interrogation répétée d'experts familiers du domaine étudié. Dans notre contexte, cette méthode s'avère utile pour identifier les informations (caractérisant le capital immatériel) les plus attendues, par les investisseurs, pour l'évaluation d'une entreprise candidate à l'introduction en bourse.

La méthode Delphi consiste en l'administration de questionnaires de façon itérative (en générale trois fois de suite) à des experts préalablement identifiés. Chaque expert, en fonction des informations séquentielles identifiées à chaque étape du Delphi, peut soit maintenir son jugement, soit le modifier et ainsi de suite.

L'avantage de cette méthode est l'identification, d'une manière quasi certaine à l'issue des questionnaires successifs, du consensus (s'il existe). La mise en évidence d'une unicité dans les attentes de publications des investisseurs peut nous aider dans la compréhension de leurs comportements d'investissements au moment de l'introduction en bourse. En effet, en fonction de l'appréciation de la réponse des entreprises à ces attentes (consensus identifié), nous pouvons mesurer le niveau de réduction des asymétries d'informations sur les marchés financiers.

⁸¹ Pour un listing des applications des méthodes Delphi se reporter à l'article de Gupta et Clarke (1996)

Par ailleurs, l'information recueillie au cours des différents entretiens est abondante et peut s'avérer d'une grande utilité dans la spécification des informations dont la publication est attendue⁸².

La validité du Delphi repose sur trois principes de base :

- D'abord l'anonymat des experts : ces derniers ne doivent pas s'influencer mutuellement dans leurs réponses. Leur identification doit tenir compte de ce critère : nous ne pouvons garder dans notre échantillon des experts qui travaillent dans un même service ou qui sont susceptibles de se rencontrer et de parler de l'enquête.
- Ensuite la rétroaction de l'information : il s'agit de présenter aux experts, à chacune des étapes du Delphi, les résultats du groupe afin de leur permettre de se situer par rapport à l'opinion générale. Sur la base des traitements statistiques, les experts révisent ou non leur première évaluation. Ce principe est celui qui permet l'identification des convergences d'opinions des différents experts.
- Enfin l'appréciation quantitative des réponses : la mise en place d'une échelle⁸³ est nécessaire pour permettre des réponses statistiques des experts. C'est uniquement sur cette base que les experts peuvent réévaluer leurs opinions.

1.1.2 Les étapes du Delphi

Plusieurs schémas d'applications ont accompagné les études Delphi depuis sa création par la RAND corporation (Brancheau, et *al.* 1996 ; Nambisan et *al.* 1999 ; Hayne et Pollard, 2000 ; Mulligan, 2002 ; Holsapple et Joshi, 2002...). Certains de ces schémas ont été critiqués notamment pour le manque de rigueur dans de l'élaboration de leurs définitions (Schmidt, 2001). Cet auteur été l'un des premiers à proposer une méthodologie par étapes pour la conduite d'un Delphi.

⁸² Nous remarquerons dans l'enquête que la qualité de chaque information retenue est déterminée par un ensemble de détails informationnels dont la publication est attendue par les investisseurs. L'ensemble de ces détails sera repris lors de l'élaboration du protocole de notation (Cf. Chapitre 5).

⁸³ Les experts notent sur une échelle de 1 à 7 les informations qu'on leur soumet.

Plus tard, Okoli & Pawlowski (2004) proposent des améliorations aux travaux de Schmidt (2001). Ils mettent en avant dans leur travail, l'importance du choix des experts et le rôle déterminant qu'ils jouent dans la validité du Delphi.

En s'inspirant de leurs travaux (Schmidt & *al.* 2001 ; Okoli & Pawlowski, 2004) nous avons définis les étapes de notre propre Delphi (Cf. Tableau 4.1). Le descriptif des étapes et les choix qui en découlent, sont présentés dans ce qui suit.

1.2 Identification des experts participants à l'enquête

Comme l'ont préconisé Okoli & Pawlowski (2004), nous avons accordé une attention particulière à l'identification et à la sélection des experts (phase 1). Les étapes de cette sélection sont décrites dans le paragraphe suivant.

1.2.1 Principes de sélection des experts

L'identification des experts est la première étape du Delphi. C'est également une des plus importantes puisqu'elle oriente les résultats de l'enquête. En effet, le fondement même de la méthode repose sur l'hypothèse selon laquelle l'expertise constitue une source d'information valable.

Les experts sont, de ce fait, plus aptes que d'autres personnes à prévoir ou à analyser un phénomène du fait de leurs connaissances et/ou de leurs expériences.

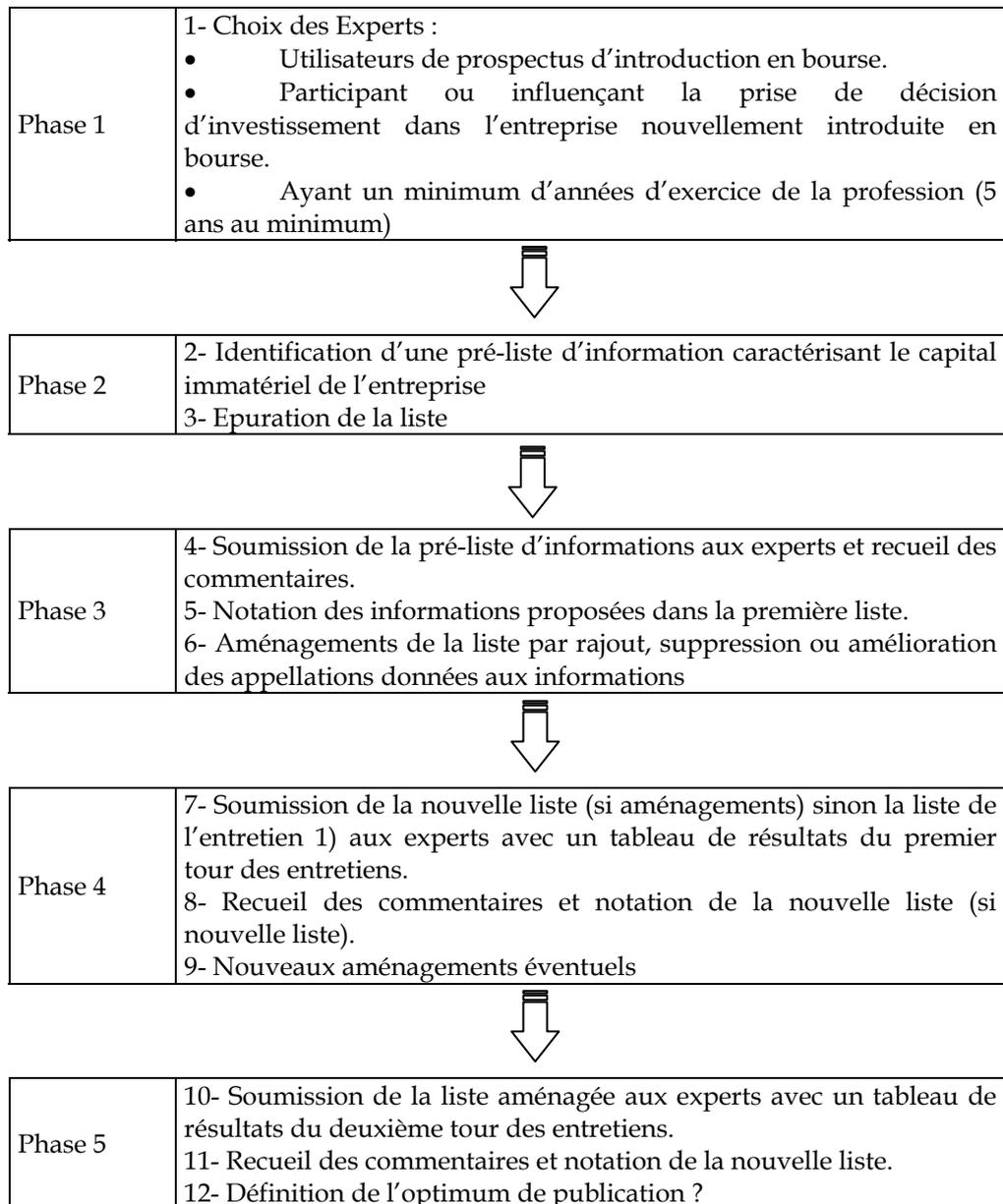
Il s'agit, alors, de constituer un échantillon d'experts de taille suffisamment importante et accessible, tout en correspondant clairement au concept d'expertise. Ce concept d'expertise a été défini par Weathley & Chiu (1979) ainsi que par Larrêché & Montgomery (1977). Trois caractéristiques se dégagent de cette notion : d'abord l'expérience de marché, ensuite la familiarité avec l'objet d'étude, enfin la connaissance des caractéristiques de l'objet.

Ainsi les experts pouvant participés à notre enquête doivent être des personnes :

- en mesure d'interpréter les informations publiées par les entreprises à l'occasion de leur introduction en bourse ;
- qui émettent des recommandations et définissent des attentes quand à la nature des informations communiquées par l'entreprise ;

Tableau 4.1 : Enquête Delphi : les étapes de la méthodologie

La phase 1 du Delphi est décrite dans le paragraphe 1.2, La phase 2 du Delphi est décrite dans le paragraphe 1.3, Les phases 3,4 et 5 du Delphi sont décrites dans le paragraphe 1.4.



Ces experts doivent également avoir un minimum d'années d'exercice de profession dans l'analyse des informations publiées par l'entreprise ; Et être participants (d'une manière directe ou indirecte) à la prise de décision d'investissement.

Deux groupes d'experts correspondent à cette définition : en premier lieu les analystes financiers qui analysent les informations émises par les entreprises (notamment celles incluses dans les prospectus d'introduction en bourse) et émettent des recommandations envers les investisseurs.

Ensuite, les gérants de portefeuille qui prennent les décisions d'investissements. A priori, ces derniers se basent sur les études faites par les analystes⁸⁴ pour déterminer leurs choix d'investissements. Le schéma de la profession ainsi présenté justifie l'interrogation exclusive des analystes financiers pour comprendre l'importance relative des informations émises par l'entreprise lors de son introduction en bourse et délimiter la liste éventuelle d'informations pouvant composer le signal. Les analystes financiers sont d'ailleurs, dans la plupart des cas, les seules personnes interrogées dans les études et enquêtes menées sur les politiques de divulgation d'informations financières (Biggs, 1984 ; Bouwman *et al.* 1987 et 1995 ; Breton et Taffler, 1995).

Eccles & Mavrinnac (1995) montrent pourtant une divergence dans les avis des analystes et gérants de portefeuilles concernant l'importance relative de certaines informations non financières dans l'évaluation de l'entreprise. Compte tenu des résultats de ces auteurs, nous avons préféré interroger les deux groupes d'experts (analystes et gérants de portefeuille). La présence d'une réelle différence dans les avis de ces deux groupes risquerait de compromettre la définition de l'optimum de publication et par conséquent la compréhension d'un éventuel signal émis par l'entreprise au moment de son introduction en bourse.

1.2.2 Constitution de l'échantillon

Nous avons identifiés, dans le paragraphe précédent, l'activité des experts que nous devons interroger (analystes et gérants de portefeuille). Nous allons à présent sélectionner les experts qui vont constituer notre échantillon.

Comme nous l'avons fait dans le chapitre 2, nous avons retenu à partir des mêmes sources d'informations (annuaire de la SFAF, rapports d'analyses financières des entreprises candidates à l'introduction et listes internes de sociétés de bourse) une liste d'experts susceptibles de participer à notre enquête.

⁸⁴ Ces derniers sont considérés comme des prescripteurs à l'investissement

Nous avons délibérément choisi de n'interroger que des experts s'occupant de secteurs technologiques. Ce choix est basé sur l'importance du capital immatériel dans ce genre d'entreprises. Les experts concernés manipulent ainsi d'une manière plus régulière des données et des informations sur ce capital.

Nous avons retenu dans l'annuaire de la SFAF, les experts qui suivent les secteurs suivants :

- Services - SSII
- Chimie/Pharmacie
- Télécommunications
- Informatique
- Electricité - Electronique - hautes technologies

Dans les autres sources d'informations nous avons retenu les experts dont les noms figurent sur les analyses financières des entreprises appartenant à ces mêmes secteurs.

Par la suite, nous avons contacté ces experts par téléphone les deux dernières semaines du mois de juin 2004 et nous leurs avons présenté sommairement notre enquête. Nous leurs avons précisé que nous cherchions une expertise dans l'évaluation des entreprises et une certaine expérience de leur part.

Nous avons rencontré une difficulté à convaincre plusieurs experts à participer à l'enquête dans la mesure où trois entrevues devaient être organisées avec chacun d'entre eux à intervalle de temps régulier (une à deux semaines maximum). Plusieurs se sont dits prêt à répondre à un questionnaire et à nous aider à le diffuser au sein de leurs équipes, par contre la mise en place d'entretiens successifs s'avérerait pour eux très contraignante et difficile à gérer.

Nous avons donc simplifié la démarche pour certains experts en remplaçant le dernier entretien par un entretien téléphonique. Cette démarche ne risquait pas de réduire la validité de l'enquête dans la mesure où la problématique a déjà été comprise lors des deux premiers entretiens et une certaine familiarité avec les variables avait déjà été acquise. Dans ce cas précis, nous avons envoyé par courrier électronique un support pour l'entretien et qui a été rempli par le répondant lors de la communication.

13 experts parmi ceux qui ont contribué à l'enquête du chapitre 2 ont accepté de continuer les entretiens avec nous. Nous n'avons pas pu garder l'ensemble des experts parce que l'anonymat exigé par le Delphi n'était pas respecté. Nous avons par ailleurs convaincu 6 autres experts de participer à cette enquête.

Au final notre échantillon était constitué de 19 experts dont 10 analystes financiers et 9 gérants de portefeuilles. Les semaines du 19 et du 26 juillet 2004 ont été retenues pour la première phase de l'enquête.

1.2.3 Fiche d'identification et profil des personnes interrogées

Lors du premier entretien, nous avons demandé aux experts de nous remplir une fiche d'identification (Cf. Annexe 4.1). Cette fiche nous servira de support dans la conduite des entretiens suivants et pour la détermination des profils des personnes interrogées. Le Tableau 4.2 résume ces profils.

Il met en évidence la grande expérience des personnes interrogées. Les gérants de portefeuilles sont en moyenne plus, expérimentés que les analystes financiers. La majorité d'entre eux (89 %) ont passé par les fonctions d'analyses et de gérances.

Tableau 4.2 : Enquête Delphi : Profil des experts interrogés

	Gérants de portefeuilles		Analystes financiers	
Nombre	9		10	
Années d'exercice de la profession	5 à 10 ans 11 %	+10 ans 89 %	5 à 10 ans 100 %	+10 ans 0 %
Expérience antérieure	Oui 89 %	Durée moyenne 5,3 années (généralement dans l'analyse)	oui 90 %	Durée moyenne 1,7 année (entre 1 et 3 ans)
Nbre Secteurs d'activité suivis	1 à 5 22 %	6 à 10 78 %	1 à 5 100 %	6 à 10 0 %
Nbre d'entreprises suivies	11 à 20 0 %	Plus de 20 100 %	1 à 10 20 %	10 à 20 80 %

Nous avons, dans la plupart des cas, enregistré pour les gérants de portefeuille une expérience supérieure à dix ans. Un seul gérant n'obéit pas à cette règle (moins de 10 ans d'exercice de la profession) ; il possède par ailleurs plus de 10 ans d'expérience antérieure dans l'analyse financière. Nous remarquerons plus tard que cette expérience réduit l'erreur dans les réponses des gérants au fils des entretiens. Ces derniers arrivent à donner une meilleure estimation de la contribution des informations soumises à l'évaluation de l'entreprise dès le début de l'enquête.

Les analystes financiers interrogés dans l'enquête, exercent en moyenne leur profession depuis plus de 7 ans (moyenne =7,7). Leurs analyses portent sur un nombre réduit de secteurs et d'entreprises. Ils couvrent en moyenne, de 10 à 20 entreprises appartenant à moins de 5 secteurs. Les gérants couvrent, quant à eux, plus de 20 entreprises dans plus de 10 secteurs différents.

1.3 Identification des informations caractérisant le capital immatériel de l'entreprise

Une fois l'identification des experts terminée, nous avons procédé à la délimitation de l'objet de l'étude. Nous rappelons que nous cherchons à identifier tout éventuel consensus autour des informations sur le capital immatériel dont la publication est attendue par le marché financier. Les experts doivent nous faire part de leurs attentes et de l'ordre de priorité qu'ils accordent à chacune des informations retenues.

Lors de la première étape du Delphi, la mise en place de séances de brainstorming semble nécessaire pour l'identification d'une pré-liste d'informations (sur le sujet étudié : dans notre cas les informations sur le capital immatériel) pour alimenter la base du premier entretien (Schmidt & *al.* 2001; Okoli & Pawlowski, 2004).

Ces séances de brainstorming ont l'avantage de développer une base large d'informations sans courir le risque d'influencer le déroulement du Delphi. Elles rallongent, par contre, le temps de l'enquête dans la mesure où plusieurs entrevues doivent être envisagées avec chaque expert⁸⁵. Devant la difficulté d'obtenir un nombre important d'entretiens avec chaque expert, nous avons opté pour la constitution d'une pré-liste à partir des travaux de la littérature comptable et financière et des résultats de l'enquête développée dans le chapitre 2 de la thèse⁸⁶. La constitution de cette liste est une étape très importante dans la mesure où le choix des éléments qui la composent ne doit pas influencer les réponses des experts.

1.3.1 Principes et démarche de sélection des informations

Nous nous sommes basés sur deux principes de base pour la sélection des informations qui vont constituer la pré-liste soumise aux experts lors du premier entretien.

D'abord nous n'avons gardé que les informations susceptibles d'être émises volontairement par les entreprises. Le caractère volontaire de la publication joue, en effet, un rôle important dans la différenciation des entreprises entre elles (Hughes 1986).

⁸⁵ Il faut compter un entretien pour le brainstorming, un autre pour affiner la liste et généralement trois entretiens pour l'identification du consensus (s'il existe)

⁸⁶ En identifiant les différentes composantes du capital immatériel, les experts interrogés ont, spontanément, donné une liste d'informations caractérisant chacune des composantes de ce capital.

Celles-ci ne rendent publiques que les informations susceptibles de les avantager et d'améliorer l'appréciation de leur valeur aux yeux du marché financier (Ronen et Livnat, 1981 ; Diamond et Verrecchia, 1991).

Ensuite, nous n'avons gardé, parmi ces informations volontaires, que celles qui ont été fortement recommandées par les investisseurs. Les besoins particuliers en informations exprimés par ces derniers, sont guidés par la volonté de développer une meilleure appréciation de la qualité de l'entreprise et notamment la possibilité de différencier les bonnes entreprises des moins bonnes (Bouwman et *al.* 1987 et 1995 ; Breton et Taffler, 2001).

Ainsi toute information recommandée dont la publication est motivée par les obligations fixées dans le règlement de l'AMF ne sera pas prise en compte⁸⁷.

Pour identifier les informations susceptibles d'être volontairement publiées par l'entreprise et dont la publication a été recommandée par la communauté financière, nous allons partir de deux sources d'information : d'abord, les recommandations de la communauté financière en matière d'informations financières (une revue de la littérature, concernant ces recommandations, a déjà été faite au chapitre 1 de la thèse). Ensuite, les obligations de publications fixées dans le cas d'introductions en bourse⁸⁸. Le paragraphe suivant décrit cette tâche.

1.3.2 Identification de la pré-liste d'informations

Nous avons choisi de visualiser, dans un même tableau, les informations susceptibles d'être publiées volontairement par les entreprises et les informations ayant fait l'objet de recommandations répétées de la part des investisseurs.

Dans ce tableau nous avons représenté d'une part les obligations de publications essentiellement identifiées dans les chapitres 4 et 6 d'un prospectus d'introduction en bourse. D'autre part les informations caractérisant le capital immatériel les plus

⁸⁷ Certaines dérogations à cette règle vont être énumérées ultérieurement.

⁸⁸ Nous avons regardé les obligations de publication demandées pour le Nouveau et Second Marché français sur la période 1997-2004. Ces deux marchés ont disparu après cette date. Plus de détails sont demandés aux entreprises introduites sur le Nouveau Marché (Règlement N° 95-01). Les différences d'obligations de publication n'interviennent pas dans les données sur le capital immatériel : beaucoup de libertés sont laissées à l'entreprise pour juger des informations à publier. Nous avons alors remarqué des disparités dans la qualité de publication d'une même information : certaines entreprises décrivent sommairement sans justifier ou appuyer l'information, d'autre par contre, choisissent de la détailler.

recommandées par la communauté financière⁸⁹. Nous avons par ailleurs repéré les recommandations de publications devenues obligatoires par le règlement de l'AMF. Cette représentation nous a permis d'identifier plus facilement les informations susceptibles d'être émises volontairement par l'entreprise et dont la publication a été fortement recommandée par la communauté financière.

A ces informations, nous avons jugé important d'en rajouter d'autres, recommandées par la communauté financière et dont la publication est devenue obligatoire selon le règlement de l'AMF. Ce jugement est basé sur des pratiques intéressantes que nous avons relevées dans certains prospectus d'introductions en bourse d'entreprises constituant notre échantillon. En effet, pour certaines informations obligatoires faisant l'objet de recommandations de la part de la communauté financière, les entreprises accompagnent, volontairement, les obligations de publications de détails et de spécifications qui améliorent la compréhension de l'information elle-même⁹⁰.

Ces informations recommandées et obligatoires sont les suivantes :

- La part de marché
- Appréciation de la qualité de la concurrence
- Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients
- Analyse des risques de l'entreprise

Cette communication est, certes, obligatoire mais elle peut être considérée, du fait de ces détails, comme volontaire de la part des entreprises (Pourtier, 2004).

Au final, nous avons retenu 23 informations pour caractériser l'ensemble des composantes du capital immatériel d'une entreprise. Ces informations sont résumées dans le Tableau 4.3. Bien que ces informations sélectionnées, soient fortement recommandées, nous ne pouvons les considérer comme les plus attendues par les investisseurs. En effet, les études, rapports et contributions académiques sur le recensement des besoins en informations, que nous avons utilisé pour identifier les recommandations des investisseurs, concernent, dans la plupart des cas, les informations à inclure dans les rapports annuels.

⁸⁹ Une revue de la littérature sur les recommandations en matière de publications d'information a été faite dans le chapitre 2 de la thèse.

⁹⁰ Exemple dans la Rubrique : « Analyse des risques de l'émetteur » : la réglementation impose un descriptif des risques encourus par l'entreprise. Aucune autre obligation n'est émise pourtant certaines entreprises (comme c'est le cas de Sword introduite sur le Nouveau Marché en 2002), publient leurs politiques pour contrer ces risques et expliquent les actions prévues en cas de leur réalisation.

Nous pouvons, certes, défendre le principe qu'une information utile pour les rapports annuels devrait l'être pour les prospectus d'introduction en bourse. Seulement l'importance de l'événement pourrait nous laisser croire qu'une demande supplémentaire d'informations serait formulée de la part des investisseurs. Chigas et *al.* (2000) montrent, à cet effet, que dans le cadre d'introductions en bourse certaines variables, dont la publication n'est pas forcément recherchée dans les rapports annuels, jouent un rôle important dans l'évaluation de l'entreprise.

Bien que nous ayons délibérément choisi de ne sélectionner que les informations ayant fait l'objet de recommandations répétées de la part des investisseurs, nous ne pouvons dire, avec certitude, que la publication de ces informations a fait l'objet de recommandations unanimes de la part des investisseurs du fait de la disparité des travaux dans le temps et l'espace. La démarche Delphi se montre, dans ce contexte, indispensable pour identifier « l'optimum de publication » et pour montrer que ce dernier correspond à un consensus de la profession.

Tableau 4.3 : Enquête Delphi : Identification de la pré-liste d'information

Composantes du capital immatériel	Informations caractérisant le capital immatériel
Direction et encadrement de l'entreprise	[1] Compétence du cadre dirigeant
	[2] Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents
	[3] Capacité de maintien des salariés dans l'entreprise
	[4] Présence de comités spécialisés (audit, rémunération...)
	[5] Présence d'administrateurs indépendants
Ressources humaines	[6] Productivité des ressources humaines
	[7] Stabilité des compétences dans l'entreprise
Ressources innovatrices	[8] Investissements en R&D
	[9] Productivité de la R&D
	[10] Position dominante en recherche
	[11] Valeur commerciale des licences ou des droits de propriétés intellectuelles détenus par l'entreprise
Ressources organisationnelles	[12] Bénéfices tirés des licences ou droits de propriété intellectuelle
	[13] Qualité de la structure organisationnelle
La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence.	[14] Efficacité des systèmes d'informations
	[15] Position concurrentielle dominante
	[16] Appréciation de la qualité de la concurrence
	[17] Bénéfices tirés des partenariats et alliances
Capital client	[18] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise
	[19] Part de marché de l'entreprise
	[20] Appréciation de la rentabilité des clients
	[21] Satisfaction du capital client
	[22] Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients
	[23] Fidélisation de la clientèle

1.4 Principes de conduite des entretiens

Conformément à la Démarche Delphi, nous avons prévu d'effectuer trois entretiens successifs (phases 2, 3 et 4) à intervalles de temps réguliers. Les disponibilités des experts et les départs en vacances nous ont obligés à retenir la période de deux semaines pour séparer les entretiens successifs. Nous ne pouvons pas par ailleurs démarrer un deuxième entretien pour un expert disponible si le premier tour des entretiens n'a pas été achevé.

Pour mener à bien notre enquête nous avons défini trois règles à respecter pour pouvoir reproduire le même environnement d'enquête face aux différents experts. Des attitudes ou des réactions différentes de notre part peuvent affecter la validité de l'étude (Evrard et *al.*, 1993). Ces règles sont les suivantes :

1/ tous les entretiens doivent être conduits en en deux parties : d'abord nous recueillons les commentaires des experts formulés à l'occasion de la lecture de liste des informations retenues. Ensuite nous enregistrons les notes que ces derniers attribuent à ces mêmes informations.

2/ lors du recueil des commentaires, nous devons nous contenter de les enregistrer sans donner un avis ou corriger une éventuelle erreur de compréhension de la part de l'expert interrogé.

3/ lors du recueil des notations, nous ne pouvons intervenir que dans deux cas spécifiques (cette intervention ne peut dans aucun cas se produire lors du premier entretien) :

- lorsqu'on observe une notation de l'expert fortement déviante par rapports aux réponses du groupe.
- lorsqu'on observe une notation de l'expert très différente de celle qu'il a attribuée lors d'un entretien précédent.

Les règles que nous venons d'énoncer restent les mêmes pour la conduite des trois entretiens successifs. Le contenu de ceux-ci évolue quant à lui en fonction de l'avancement de l'enquête.

Le premier entretien est le plus riche en informations et le plus long en durée. Il s'est étendu, en moyenne, sur une cinquantaine de minutes. C'est cet entretien qui a demandé le plus d'implication de la part des experts. Les deuxième et troisième entretiens n'ont pas dépassé, respectivement, 35 et 25 minutes.

Nous avons commencé le premier entretien par la présentation du contexte de l'étude et le cadre dans lequel elle sera effectuée. Nous avons répondu, lors de cette première étape, aux interrogations des experts concernant les aboutissements de cette enquête.

Nous avons administré, par la suite, aux experts la pré-liste d'informations retenues lors de la deuxième étape du Delphi. Nous avons relevé, leurs commentaires et leurs suggestions pour faire évoluer cette pré-liste. Nous leur avons donné la liberté de rajouter des informations à la liste si celles-ci leur paraissaient pertinentes⁹¹ et d'en supprimer si elles leur paraissaient de moindre utilité. Nous leur avons également donné la liberté d'améliorer l'appellation des informations dont la compréhension était difficile.

Enfin, nous avons demandé aux experts, de rapporter leurs opinions sur la contribution de ces informations à l'évaluation des opportunités de croissance de l'entreprise, sur des échelles multiples de Lier.

Nous avons choisi une échelle de sept points pour offrir plus de souplesse dans les réponses. Certes l'augmentation du nombre de points sur une échelle impose un temps de réflexion plus long, pour les personnes interrogées mais « ... *les analystes financiers semblent préférer une échelle à sept points, ... une échelle à cinq points ne leur laisse pas assez de liberté.* » (Michaïlesco, 1998).

Lors du deuxième et du troisième entretien, les experts, informés des résultats du tour précédent, doivent fournir une nouvelle réponse et surtout sont tenus de la justifier si elle est fortement déviante par rapport au groupe ou par rapport à une notation donnée précédemment. Par ailleurs, nous avons relevé, au cours de ces entretiens, les caractéristiques d'une bonne information à publier. Les experts interrogés ont insisté dès le début de l'enquête sur l'importance de la qualité de l'information communiquée. Des détails informationnels sont précisés de leur part pour caractériser chaque information et garantir sa qualité. L'ensemble de ces détails est reporté dans le chapitre 5 de la thèse. Ils serviront pour l'élaboration du protocole de notation des entreprises nouvellement introduites en bourse. Nous verrons dans ce chapitre (Chapitre 5) que la qualité de la communication de l'entreprise sur son capital immatériel est fonction de ces détails informationnels.

⁹¹ Ces informations seront éventuellement intégrées dans le questionnaire lors du deuxième entretien.

Section 2. Mise en place de la méthode Delphi : Commentaires et Résultats

2.1 Premiers entretiens d'experts

2.1.1 Présentation du contexte d'étude

Nous avons commencé le premier entretien par l'exposé du contexte et des objectifs de l'enquête. Nous avons expliqué aux experts que celle-ci était une première étape d'une étude plus globale qui vise à vérifier si un effort de publication particulier de la part des entreprises sur leur capital immatériel, lors des IPO, influence son évaluation par le marché financier. Pour définir cet effort de publication et pouvoir le quantifier, nous avons besoin de connaître leurs attentes concernant les informations à communiquer.

Nous avons également précisé aux experts qu'à l'issue de cette enquête, nous nous proposerons de noter les entreprises en fonction des informations qu'ils ont jugées révélatrices de valeur lors de cette enquête. Notre but était ainsi de définir cette liste d'information. Nous ne chercherons pas à développer une liste exhaustive d'informations caractérisant les différentes composantes du capital immatériel mais uniquement une liste qui englobe les informations les plus importantes et les plus utiles dans un contexte d'introduction en bourse.

Cette idée n'a pas semblé étrangère à certains gérants qui pratiquent déjà des échelles de mesure pour noter les entreprises et décident de leurs choix d'investissements en fonction de la note obtenue par l'entreprise.

Une fois le contexte bien défini, nous avons soumis aux experts la liste des informations identifiées à la précédente section (Cf. Annexe 4.2). Les informations sont classées par rapport aux composantes du capital immatériel identifiées dans le Chapitre 2 de la thèse.

Nous avons, dans une première étape, demandé aux experts de lire la liste et de définir, au fur et à mesure, les composantes du capital immatériel et les informations retenues pour les caractériser. Les experts ont manifesté certains doutes pour la définition de certaines informations et ont suggéré des changements dans les appellations. Nous leurs avons ensuite demandé d'aménager la liste de façon à ne garder que les informations les plus utiles. Nous leurs avons également laissé la liberté d'ajouter des informations qu'ils ont jugées absentes de la liste. Nous leur avons rappelé à cet effet que le but n'est pas d'établir une liste exhaustive d'informations mais uniquement celles qui s'avèrent les plus utiles dans un contexte d'introduction en

bourse. L'entreprise qui se rapproche le plus de cette liste prouve sa qualité aux investisseurs.

2.1.2 Recueil des commentaires et résultats intermédiaires

2.1.2.1 Ambiguïtés relevées lors de l'entretien

Les experts ont commencé par s'intéresser aux différentes catégories du capital immatériel. La majorité d'entre eux sont restés assez d'accord sur sa subdivision en six principales catégories. Ils se sont, par contre, posés des questions concernant les appellations de certaines catégories. 84,21% des personnes interrogées ont associé le terme « ressources » aux hommes travaillant dans l'entreprise. Ils ont intégré, par conséquent, la valeur des hommes travaillant dans l'innovation et dans l'organisation dans les catégories : « Ressources innovatrices » et « Ressources organisationnelles ».

Certaines incompréhensions ont été également relevées dans les définitions des informations retenues. En effet, 84,21% des experts se sont demandés si « les risques liés à l'environnement de l'entreprise » incluaient « le risque technologique ». 62,5% d'entre eux pensaient que ce risque devrait être séparé des autres risques dans la mesure où c'est un risque sur lequel l'entreprise peut agir.

Une ambiguïté a été également soulignée pour l'information « Productivité de la R&D ». Elle est due à l'utilisation du terme « Productivité » dans l'appellation. Certains experts (36,84%) préféraient qu'il soit remplacé par le terme « efficacité » qui est plus compréhensible à leur sens. Les autres experts, dans la majorité des cas, n'ont pas émis d'objection quant à l'utilisation de ce terme et l'ont d'ailleurs utilisé spontanément dans leurs discours pour définir cette information.

Les experts se sont par ailleurs interrogés sur l'absence d'informations sur la politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires. La présence de cette information leur donne un avis sur le management de l'entreprise et les compétences du cadre dirigeant.

Les experts ont également attiré notre attention sur trois répétitions qui se sont glissées dans notre liste d'informations. En effet, 78,94% des experts ont perçu les informations « Bénéfices tirés des licences et droit de propriété intellectuelle » et « valeurs commerciales des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise » d'une manière quasi identique. Les deux informations correspondaient, selon eux, à deux détails informationnels caractérisant une même et unique information.

Près de 95% des personnes interrogées pensaient que les informations « fidélisation de la clientèle » et « satisfaction de la clientèle » vont de paire et il serait utile de les regrouper. Selon les experts des clients satisfaits donnent forcément naissance à des clients fidèles. De la même manière la « stabilité des compétences dans l'entreprise » découle d'une « capacité de l'entreprise à maintenir des salariés dans l'entreprise ».

Parallèlement aux commentaires émis, nous avons relevé lors de cette première étape de l'entretien l'importance, accordée par les experts, à la qualité de l'information publiée. En définissant chacune des informations de la liste, les experts se sont attardés sur les « détails » qui les caractérisent⁹². Ils ont insisté sur le fait que ces détails sont indispensables pour donner de la crédibilité à l'information et pour différencier les entreprises qui décideraient de les publier.

2.1.2.2 Contribution à l'évaluation de l'entreprise

La deuxième étape du premier entretien consistait en la notation, sur une échelle de Lier de 7, points des informations et catégories d'informations en fonction de leur contribution à l'évaluation de l'entreprise. Nous avons préalablement expliqué aux experts que la notation des composantes du capital immatériel (Tableau 4.4) visait à leur donner un poids dans l'évaluation de l'entreprise et que la notation des informations (contenues dans ces catégories) visait à mesurer leur importance relative (Tableau 4.5).

Par cette étape, nous avons voulu savoir si des incohérences entre les commentaires émis et les notations accordées aux différentes variables, existaient. Nous avons, également cherché à savoir si des commentaires ont été oubliés ou omis d'une manière volontaire ou involontaire (une note très basse justifiait t-elle qu'on garde l'information dans la liste ? Des notes très dispersées pour une information révélaient-ils une incompréhension de la part les experts ? ...). Par ailleurs, cette étape était nécessaire pour quantifier les réponses des experts et identifier l'opinion du groupe⁹³. Le Tableau 4.4 et Tableau 4.5 résument les résultats de cette étape.

⁹² L'ensemble des détails qui caractérisent chacune des informations retenues va être exploité dans un travail ultérieur (chapitre 5) pour pouvoir quantifier le signal stratégique que nous tentons de définir.

⁹³ Les résultats sont soumis aux experts lors de la deuxième étape du Delphi : c'est la rétroaction de l'information.

Tableau 4.4 : Réponses des experts obtenus lors du premier entretien (catégories d'informations)

	Moyenne	Médiane	Intervalle de réponses
Activité, concurrence et environnement	6,37	7	2
Direction et encadrement de l'entreprise	5,74	6	4
Ressources innovatrices	5,32	5	3
Capital client	5,21	5	2
Ressources organisationnelles	4,21	4	6
Ressources humaines	4,05	4	4

Tableau 4.5 : Réponses des experts obtenus lors du premier entretien (informations)

	Moyenne	Médiane	Intervalle de réponses
Position concurrentielle dominante	6,05	6	2
Part de marché de l'entreprise	6	6	3
Compétences du cadre dirigeant	5,95	6	3
Appréciation de la qualité de la concurrence	5,84	5	2
Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	5,79	6	3
Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	5,74	6	3
Fidélisation de la clientèle	5,68	6	3
Satisfaction du capital client	5,68	6	2
Position dominante en recherche	5,42	6	5
Investissements en R&D	5,37	5	3
Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	5,32	6	2
Appréciation de la rentabilité des clients	5,26	5	4
Valeur commerciale des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	5,21	5	2
Productivité de la R&D	5,11	5	3
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5	5	4
Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,79	5	2
Capacité de maintien des salariés dans l'entreprise	4,79	5	2
Qualité de la structure organisationnelle	4,63	5	3
Bénéfices tirés des licences ou des droits de propriété intellectuelle	4,11	4	3
Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...)	3,84	4	3
Productivité des Ressources humaines	3,79	4	2
Efficacité des systèmes d'informations	3,53	4	5
Présence d'administrateurs indépendants	3,53	3	4

Les résultats montrent des intervalles de réponses très importants pour plusieurs informations et catégories d'informations. Certains de ces intervalles peuvent être expliqués par les commentaires émis (précédemment reportés). Nous avons remarqué que l'incompréhension relevée sur l'utilisation du terme « ressources » dans les définitions des composantes du capital immatériel est clairement établie dans les notations des experts. Ces derniers accordent des notations plus ou moins élevées en fonction de leur interprétation de la composante en question. Nous avons noté, lors des entretiens, que les personnes qui intègrent les hommes dans les ressources d'innovations et les ressources organisationnelles accordent en moyenne une note plus élevée que celle accordée par le groupe à ces deux composantes. Ils accordent, en même temps, des notes moins élevées que celles accordées par le groupe aux ressources humaines.

Nous avons également remarqué que, les notations attribuées à l'information « analyse des risques de l'entreprise » varient sensiblement d'un expert à un autre. Les experts qui se sont interrogés sur l'intégration du risque technologique dans cette information ont donné les notes les plus élevées de l'échantillon. La visibilité sur le « risque technologique » semble de grande importance pour ces experts.

D'autres intervalles de réponses nous ont paru inexplicables. Les experts ont accordé des notes très dispersées à des informations comme l'« appréciation de la rentabilité par client », ou la « position dominante en recherche ». Nous porterons une attention particulière lors du deuxième entretien à ces informations. Nous demanderons aux experts de justifier leurs positions par rapport à ces informations.

Par ailleurs, nous avons enregistré des notes assez basses pour les trois informations suivantes : « Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...) » ; « Efficacité des systèmes d'information » et « Présence d'administrateurs indépendants ». Nous nous sommes, alors, interrogés sur la nécessité de les garder pour la suite des entretiens. Comme nous nous sommes inscrits dans une perspective de signal, il nous paraissait indispensable de ne garder que les informations dont la publication différencie les entreprises entre elles. Nous demanderons aux experts, si la tendance de notation se confirmait, sur la nécessité de les garder dans la liste d'informations. Si dans le cas contraire la tendance de notation changeait, nous leurs demanderons de justifier leur position.

2.1.3 Aménagements et préparation du deuxième entretien

Suite à ces résultats, nous avons opéré certains changements que nous avons présentés aux experts lors du deuxième entretien. Conformément aux attentes des experts, nous avons intégré deux nouvelles informations dans la liste : « Analyse du risque technologique » et « Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires ».

Nous avons par ailleurs remplacé le terme Productivité par l'efficacité dans l'information « Productivité de la R&D ».

Enfin, nous avons regroupé les informations suivantes :

- « Bénéfices tirés des licences et droit de propriété intellectuelle » et « valeurs commerciales des licences ou droit de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise » en « **Valorisation des licences ou droit de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise** »
- « Fidélisation de la clientèle » et « satisfaction du capital client » en « **Fidélisation et satisfaction de la clientèle** ». La tendance de notation que nous avons d'ailleurs enregistrée confirme cette opération puisque ces deux infos ont recueilli quasiment les mêmes notations (même médiane et même moyenne).
- « Stabilité des compétences dans l'entreprise » et « capacité de maintien des salariés dans l'entreprise » en « **Stabilité des compétences dans l'entreprise** ». La tendance de notation confirme également cette opération puisque ces deux informations ont recueilli les mêmes notations (même médiane et même moyenne).

Les changements opérés ont donné naissance à une nouvelle liste qui sera présentée aux experts lors du deuxième entretien. Les changements seront grisés pour permettre aux experts de les repérer plus facilement (Cf. annexe 4.3). Cette liste sera accompagnée par l'opinion du groupe (Cf. Annexe 4.4).

2.2. Déroulement et résultat du deuxième entretien

2.2.1 Améliorations des résultats et commentaires des experts

Lors du deuxième entretien, nous avons présenté aux experts la nouvelle liste d'informations. Ces derniers nous ont fait part de leur satisfaction. Très peu de commentaires ont été émis et dans des proportions très faibles.

Nous avons enregistré, suite à ce deuxième entretien, une amélioration des résultats. Les changements de notations sont, dans la plupart des cas, intervenus sur les informations dont l'appellation était ambiguë ou mal comprise (Cf. Tableau 4.6 et Tableau 4.7)

Les notations accordées aux différentes composantes du capital immatériel sont devenues plus homogènes. A cet effet, les notations accordées à la catégorie d'informations « organisation de l'entreprise » (anciennement, « Ressources organisationnelles »), sont comprises dans un intervalle de réponse beaucoup plus réduit (2 points contre 6 points pour le premier entretien). D'après les experts interrogés, et qui ont donné lors du premier entretien une note très éloignée de la médiane des réponses, c'est l'utilisation du terme ressources qui les a induits en erreur (lors du recueil des commentaires au cours du premier entretien nous avons relevé cette ambiguïté). Une mauvaise compréhension de cette catégorie a entraîné la mauvaise compréhension des autres catégories et notamment celle des « Ressources humaines ».

De la même manière, les notations accordées aux informations sont devenues plus homogènes à leurs tours. Concernant l'information « efficacité de la R&D » anciennement, « Productivité de la R&D », les experts invoquent la même justification que précédemment en précisant que le terme de productivité s'apparentait plus aux ressources humaines et que la difficulté de compréhension du sens de l'information lors du premier entretien les a induits en erreur lors de la notation.

On a également enregistré quelques changements pour d'autres informations telle que « Appréciation de la rentabilité par client » ; « Position dominante en recherche » ; « Bénéfices tirés des partenariats et alliances » ; « Analyse la dépendance vis-à-vis des clients ». Ces changements ont intervenu chez les experts qui ont donné des notes extrêmes lors du premier entretien. Deux explications ont été avancées de la part des experts : la première invoque l'erreur involontaire « ...je pense que j'ai été trop dur sur la réponse..., ...j'ai du me trompé en cochant cette case... ». La deuxième invoque le scepticisme des experts quant à la réelle publication de ces informations dans les prospectus d'introduction en bourse « je voulais marquer le coup sur certaines questions... effectivement ce serait intéressant d'avoir cette information ... mais je pense qu'elle est difficile à obtenir... »

Nous avons alors expliqué aux experts, que nous allons noter les entreprises en fonction de leurs publications par rapport à ces informations et que de toute façon une non publication de la part de l'entreprise entraînerait une note nulle pour l'information dans l'indice. Ce qui forcément sanctionnerait l'entreprise. Dans ce contexte, il est alors

inutile de la sanctionner doublement.

Tableau 4.6 : Comparatif des résultats obtenus lors des deux premiers entretiens (catégories d'informations)

M1 et M2 (respectivement Me1 et Me2) représentent les moyennes (médianes) des réponses obtenues lors des deux premiers entretiens ; I1 et I2 représentent les intervalles de réponses ; Seules les informations communes aux deux entretiens ont été incorporées dans ce tableau.

	M1	M2	Mé1	Mé2	I1	I2
Activité, concurrence et environnement	6,37	6,26	7	6	2	2
Direction et encadrement de l'entreprise	5,74	5,84	6	6	4	2
Capital client	5,21	5,26	5	5	2	1
Innovation	5,32	5,05	5	5	3	2
Ressources humaines	4,05	4,11	4	4	4	2
Organisation de l'entreprise	4,21	3,84	4	4	6	2

Tableau 4.7 : Comparatif des résultats obtenus lors des deux premiers entretiens (informations retenues)

M1 et M2 (respectivement Me1 et Me2) représentent les moyennes (médianes) des réponses obtenues lors des deux premiers entretiens ; I1 et I2 représentent les intervalles de réponses ; Seules les informations communes aux deux entretiens ont été incorporées dans ce tableau.

	M1	M2	Me1	Me2	I1	I2
Compétences du cadre dirigeant	5,95	6,05	6	6	3	2
Part de marché de l'entreprise	6	6,05	6	6	3	2
Appréciation de la qualité de la concurrence	5,84	5,84	5	5	2	2
Position concurrentielle dominante	6,05	5,74	6	6	2	3
Position dominante en recherche	5,42	5,68	6	6	5	3
Analyse la dépendance vis-à-vis des clients	5,74	5,63	6	6	3	1
Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	5,79	5,58	6	6	3	1
Efficacité de la R&D	5,11	5,53	5	6	3	1
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5	5,53	5	5	4	2
Appréciation de la rentabilité des clients	5,26	5,47	5	5	4	2
Investissements en R&D	5,37	5,47	5	5	3	2
Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	5,32	5,16	6	5	2	2
Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,79	4,74	5	5	2	2
Qualité de la structure organisationnelle	4,63	4,32	5	4	3	2
Productivité des ressources humaines	3,79	4,11	4	4	2	2
Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...)	3,84	3,26	4	3	3	2
Efficacité des systèmes d'informations	3,53	3,21	4	3	5	2
Présence d'administrateurs indépendants	3,53	2,95	3	3	4	2

D'un autre côté, une confirmation des tendances s'est imposée pour les trois informations suivantes (faible moyenne et médiane) : « Présence d'administrateurs indépendants » ; « Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...) » et « efficacité des systèmes d'informations ». Nous avons alors attiré l'attention des répondants sur ces informations en leur demandant s'il est nécessaire de les garder dans la liste définitive.

Les réflexions des répondants restent dans le même ordre d'idée. Concernant les deux premières (« Présence d'administrateurs indépendants » ; « Présence de comités spécialisés »), le commentaire d'un gestionnaire de portefeuilles que nous avons rencontré résume assez bien les propos des personnes interrogées « *La composition et le fonctionnement du conseil d'administration est quand même une information importante, et on préfère avoir une idée sur cette information même si on lui attribue une note plus faible que d'autres infos... il serait peut-être, par contre, utile de regrouper les deux informations en une seule* ».

Concernant la dernière information (« efficacité des systèmes d'informations »), les experts se sont accordés sur sa suppression de la liste. Ils pensent que les informations décrivant l'organisation d'une entreprise diffèrent et il serait plus judicieux de laisser à l'entreprise le choix de l'information à publier. Le plus important serait de prouver la qualité de l'organisation, son efficacité et sa pérennité.

Dans un dernier point, le regroupement des variables n'a posé aucun souci. Les résultats du deuxième entretien confirment la tendance exprimée par les experts lors du premier entretien.

Tableau 4. 8 : Résultats du regroupement des variables suite au premier entretien

		M	Me	Min	Max
Entretien 1	Bénéfices tirés des licences ou des droits de propriété intellectuelle	4,11	4,00	2,00	5,00
	Valeur commerciale des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	5,21	5,00	4,00	6,00
Entretien 2	Valorisation des licences ou droit de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	5,05	5,00	4,00	6,00
Entretien 1	Fidélisation de la clientèle	5,68	6,00	4,00	7,00
	Satisfaction du capital client	5,68	6,00	4,00	6,00
Entretien 2	Fidélisation et satisfaction de la clientèle	5,89	6,00	5,00	6,00

2.2.2 Aménagements et préparation du troisième entretien

Au vu de ces résultats, quelques changements ont été effectués sur la liste qui a été présentée lors du deuxième entretien.

D'un côté, les informations « Présence d'administrateurs indépendants » et « Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...) » ont été regroupé en une seule information « *Composition et fonctionnement du conseil d'administration* ». Malgré les notes assez basses accordées à ces deux informations, les experts ont préféré les garder dans liste. Ces derniers les considèrent comme des indicateurs d'une certaine responsabilisation au sein de l'entreprise.

D'un autre côté, les informations « efficacité des systèmes d'informations » et « Qualité de la structure organisationnelle » ont été supprimées. Les experts préfèrent laisser la liberté à l'entreprise pour rendre compte de la qualité de son organisation. Cette qualité est jugée à travers trois critères : qualité, efficacité et pérennité.

La liste d'information présentée aux experts est celle reportée dans le Tableau 4.10. Elle correspond également à la liste d'informations retenues à l'issue de l'enquête

2.3. Résultats du troisième entretien

2.3.1 Commentaires émis et satisfaction exprimée des experts

La présentation de la liste définitive d'informations retenues a suscité une satisfaction de la plupart des experts. 94% d'entre eux ont exprimé leur contentement de cet aboutissement. Les experts ont confirmé que la publication de la part de l'entreprise de l'ensemble de ces informations est révélatrice de ses opportunités de croissance et aide, par conséquent, à l'estimation de sa valeur. Ils ont par ailleurs précisé que la publication de chaque information doit inclure un certain nombre de détails nécessaires à la compréhension de l'information elle-même⁹⁴.

Pour donner un exemple de détails informationnels, nous reprenons le commentaire d'un analyste émis sur la « part de marché » : « ... *ça ne m'intéresse par d'avoir un chiffre*

⁹⁴ Ce commentaire revient à chaque étape du Delphi : les experts précisent à chaque fois les détails qui caractérisent chaque information. Sans ces différents détails l'information n'a pas de valeur et ne permet pas de donner une idée sur l'évaluation de l'entreprise.

statique... des indications sur sa définition, les possibilités de son évolution dans le temps et l'espace... des données chiffrées... et des justifications solides seront appréciées... »

Les experts ont également attiré notre attention sur le fait que rares sont les entreprises qui peuvent publier l'ensemble des informations retenues avec les détails attendus. Ils précisent par ailleurs, que l'effort informationnel défini (Cf. Tableau 4.10) est un optimum difficile à atteindre. Ceci dit, il peut servir de référence et toutes les entreprises qui se rapprochent le plus de cet optimum sont celles qui expliquent le mieux leurs opportunités de croissance.

2.3.2 Optimum informationnel

Les notations attribuées lors de ce troisième entretien ont confirmé les dires des experts. Aucune incohérence n'a été relevée dans les notations attribuées.

Les experts ont gardé les mêmes notations que celles attribuées lors du deuxième entretien pour les différentes composantes du capital immatériel (Cf. Tableau 4.6). Ils ont par ailleurs maintenus leurs opinions exprimées lors du deuxième entretien pour la plupart des informations qu'on leur a présenté. Très peu de changements ont été enregistrés. Les réponses obtenues sont très homogènes et centrées autour de la médiane. Les experts s'expriment, d'ailleurs, eux-mêmes sur leur degré d'accord avec l'opinion du groupe⁹⁵ (Cf. Tableau 4.11).

La notation de la nouvelle information, introduite suite au deuxième entretien (« Composition et fonctionnement du conseil d'administration »), a confirmé les notations ultérieures. Très peu d'experts ont modifié leurs notations par rapport à celles données aux deux précédentes informations (« Présence de comités spécialisés » et présence d'administrateurs indépendants » (Cf. Tableau 4.9).

Tableau 4.9 : Résultats des regroupements effectués suite au deuxième entretien.

		M	Me	Min	Max
Entretien 1	Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...)	3.26	3	2	4
	Présence d'administrateurs indépendants	2.95	3	2	4
Entretien 2	Composition et fonctionnement du conseil d'administration	3.32	3	2	4

⁹⁵ Le groupe est constitué de l'ensemble des experts interrogés.

Tableau 4.10 : Informations caractérisant le capital immatériel, retenues pour composer « l'effort informationnel optimum »

Catégorie d'information	Informations
Direction et encadrement de l'entreprise	[1] Compétence du cadre dirigeant
	[2] Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents
	[3] Composition et fonctionnement du conseil d'administration
	[4] Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires
Ressources humaines	[5] Productivité des ressources humaines
	[6] Stabilité des compétences dans l'entreprise
Innovation	[7] Investissements en R&D
	[8] Efficacité de la R&D
	[9] Position dominante en recherche
	[10] Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise
Organisation de l'entreprise	Informations publiées laissées à la liberté de l'entreprise. L'entreprise doit justifier de la qualité, l'efficacité et la pérennité de son organisation
La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence.	[11] Position concurrentielle dominante
	[12] Appréciation de la qualité de la concurrence
	[13] Bénéfices tirés des partenariats et alliances
	[14] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise
	[15] Analyse du risque technologique
Capital client	[16] Part de marché de l'entreprise
	[17] Appréciation de la rentabilité des clients
	[18] Fidélisation et satisfaction du capital client
	[19] Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients

Tableau 4.11 : Ordre de priorité accordé aux différentes informations

M : Moyenne des réponses obtenues lors du dernier entretien, Me : Médiane des réponses obtenues lors du dernier entretien, E : Ecart entre la moyenne et la médiane des réponses exprimé en valeur absolue, PrE : Ecart entre la moyenne et la médiane des réponses, exprimé en pourcentage et en valeur absolue.

	M	Me	E	PrE
• Part de marché de l'entreprise	6,05	6	0,05	0,75%
• Compétences du cadre dirigeant	5,89	6	0,11	1,50%
• Fidélisation et satisfaction de la clientèle	5,89	6	0,11	1,50%
• Appréciation de la qualité de la concurrence	5,84	5	0,84	12,03%
• Analyse du risque technologique	5,74	6	0,26	3,76%
• Position dominante en recherche	5,68	6	0,32	4,51%
• Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	5,63	6	0,37	5,26%
• Position concurrentielle dominante	5,53	6	0,47	6,77%
• Efficacité de la R&D	5,53	6	0,47	6,77%
• Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5,53	5	0,53	7,52%
• Appréciation de la rentabilité des clients	5,47	5	0,47	6,77%
• Investissements en R&D	5,47	5	0,47	6,77%
• Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	5,16	5	0,16	2,26%
• Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	5,05	5	0,05	0,75%
• Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires	4,79	5	0,21	3,01%
• Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,74	5	0,26	3,76%
• Productivité des Ressources humaines	4	4	0	0,00%
• Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	3,58	4	0,42	6,02%
• Composition et fonctionnement du conseil d'administration	3,32	3	0,32	4,51%

Section 3. Effort informationnel et Signal stratégique

3.1 Etablissement du consensus

3.1.1 Optimum de publication et convergence des avis

A l'issue de l'enquête, les experts interrogés, semblent manifester les mêmes attentes (Cf. Tableau 4.10) et accorder le même ordre de priorité aux informations à publier (Cf. Tableau 4.11).

Les différents entretiens menés, nous ont permis de définir un effort informationnel optimum considéré par les experts comme référence de publication pour les entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier.

Cet optimum informationnel, issu d'une convergence des réponses, apparaît comme un consensus de la part de la profession. Nous pouvons confirmer l'existence de ce consensus d'une manière statistique en calculant le coefficient de concordance de Kendall à partir des notes attribuées par les experts aux différentes informations.

Ce dernier est un Coefficient de *corrélation* qui indique le degré d'accord entre divers classements relatifs aux mêmes individus. Le W de Kendall se situe entre 0 (pas d'accord) et 1 (accord total). Schmidt (1997) a dressé une table d'interprétation des coefficients de Kendall. Un coefficient de 0,7 indique une forte concordance des avis et une valeur inférieure à ce seuil montre une concordance modérée de la part des personnes interrogées.

Ce test a été effectué sur l'ensemble des résultats obtenus lors des trois entretiens (Tableau 4.12 et Tableau 4.13). Les résultats montrent, à l'issue de l'enquête, une forte concordance des avis au seuil de confiance de 99% autant pour des composantes du capital immatériel ($W = 0,695$ pour le troisième entretien) que pour les informations caractérisant ces mêmes composantes ($W = 0,757$).

Cette concordance a été moins forte pour les deux premiers entretiens notamment pour les ambiguïtés qui existaient autour de certaines informations.

Tableau 4.12 : Coefficient de concordance de Kendall : les composantes du capital immatériel

Test	entretien 1	Entretien 2	Entretien 3
N	19	19	19
W de Kendall (a)	0,540	0,695	0,695
χ^2	51,279	65,996	65,996
Signification asymptotique	0,000***	0,000***	0,000***

Tableau 4.13 : Coefficient de concordance de Kendall : informations sur le capital immatériel

Test	Entretien 1	Entretien 2	Entretien 3
N	19	19	19
W de Kendall	0,456	0,605	0,757
χ^2	190,435	241,214	316,471
Signification asymptotique	0,000***	0,000***	0,000***

3.1.2 Compréhension de l'optimum par les analystes et les gérants

Pour consolider notre travail, il nous a paru nécessaire de vérifier que la compréhension de « l'effort optimum » attendu est la même pour les analystes financiers et les gérants de portefeuilles. Si tel est le cas, nous devrions pouvoir arriver à cette même définition en interrogeant un échantillon composé exclusivement de gérants de portefeuilles ou exclusivement d'analystes financiers.

Pour procéder à cette vérification, nous avons comparé les moyennes et médianes des réponses données par les analystes et par les gérants de portefeuilles lors du dernier entretien. Un test de différence des moyennes et des médianes a été effectué (Cf. Tableau 4.14).

Nous avons retenu le test de Wilcoxon pour tester les différences entre les médianes des réponses des deux groupes d'experts (le test le plus communément utilisé est celui de Mann-Withney). C'est un test non paramétrique qui permet de vérifier si deux échantillons liés appartiennent à une même population.

Il s'agit, pour nous, de vérifier si les deux échantillons composés par les analystes financiers et par les gérants de portefeuilles (deux échantillons liés de part leur profession) appartiennent à la même population. Si tel est le cas, alors leurs réponses doivent être quasi confondues pour l'ensemble des informations objets de l'enquête.

Les résultats des tests effectués sur les données du troisième entretien sont résumés dans le Tableau 4.14. L'hypothèse H_0 est acceptée pour l'ensemble des variables avec un seuil de confiance de 99%. Aucune différence significative n'existe dans les réponses données respectivement par les analystes et par les gérants de portefeuilles.

Une légère différence (au seuil de 10%) est enregistrée pour l'information concernant les parts de marché. Les Gérants de Portefeuilles semblent accorder plus d'importance que les analystes à cette information (note moyenne de 6,3 contre une moyenne de 5,8 pour les analystes). Cette différence est confirmée par l'analyse des médianes.

Hormis cette information, les résultats des tests reflètent la quasi coïncidence des attentes des deux groupes d'experts (gérants et analystes). Ce résultat est contraire aux prédictions d'Eccles & Mavrinac (1995). Ces auteurs montrent une divergence dans les avis des analystes et gérants de portefeuilles concernant l'importance relative de certaines informations non financières dans l'évaluation de l'entreprise.

Cette coïncidence des attentes justifie l'interrogation exclusive d'analystes financiers pour rendre compte des attentes des investisseurs d'une manière générale dans le cadre du marché français. A notre connaissance, ce raccourci souvent utilisé dans les études empiriques n'a pas fait l'objet d'une vérification empirique. Par ce travail, nous apportons une contribution qui peut être améliorée à travers une enquête plus approfondie.

Par ailleurs, le nombre d'entretiens nécessaires pour mettre en évidence le consensus aurait été plus important si nous nous sommes adressés exclusivement à des analystes financiers. En effet la superposition des courbes de moyennes et médianes des réponses données par les gérants d'un côté et des analystes de l'autre, lors des trois entretiens, montre une plus grande précision de la part des gérants dans la notation des informations dès le début de l'enquête. Les tests des moyennes et des médianes effectués sur les réponses des gérants lors du premier et deuxième entretien montrent moins de différences significatives dans leurs réponses par rapport à celles des analystes financiers.

L'effet d'expérience est sûrement à l'origine de ce décalage : les gérants de portefeuilles que nous avons interrogés possèdent, en effet, une expérience moyenne supérieure à dix ans. Par ailleurs, 89% d'entre eux possèdent une expérience préalable dans l'analyse financière.

Tableau 4.14 : Appréciation de l'optimum informationnel par les analystes et gérants de portefeuilles.

	Réponses Analystes		Réponses Gérants		Différences des moyennes		Différences des médianes	
	moyenne	Médianes	Moyenne	Mediane	F	sig.	Z	sig.
Composantes du Capital Immatériel								
Activité, concurrence et environnement	6,5	7	6	6	1,917	0,184	-1,561	0,119
Direction et encadrement de l'entreprise	5,6	5	6,1	6	1,863	0,19	-0,954	0,34
Innovation	5,2	5	4,9	5	1,201	0,288	-1,633	0,102
Capital client	5,2	5	5,3	5	0,398	0,537	-0,447	0,655
Ressources humaines	3,9	3,5	4,3	4	1,387	0,255	-1,311	0,19
Organisation de l'entreprise	3,7	4	4	4	0,895	0,357	-0,828	0,408
Informations sur le Capital Immatériel								
Analyse du risque technologique	6	6	5,4	5	3,023	0,1	-1,508	0,132
Appréciation de la qualité de la concurrence	6	6	5,7	5	0,559	0,465	-0,324	0,746
Analyse des risques liés à l'environnement...	5,8	6	5,3	5	4,871	0,041**	-1,633	0,102
Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	5,8	6	5,4	5	2,663	0,121	-1,633	0,102
Fidélisation et satisfaction de la clientèle	5,8	6	6	6	2,013	0,174	-1,414	0,157
Part de marché de l'entreprise	5,8	6	6,3	6	4,09	0,059*	-1,857	0,063*
Compétences du cadre dirigeant	5,7	6	6,1	6	2,728	0,117	-1,134	0,257
Appréciation de la rentabilité des clients	5,6	5	5,3	5	0,551	0,468	-0,272	0,785
Investissements en R&D	5,6	5	5,3	5	0,682	0,42	-0,577	0,564
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5,4	5	5,7	5	0,398	0,537	-0,447	0,655
Efficacité de la R&D	5,4	5	5,7	6	1,301	0,27	-1,134	0,257
Position concurrentielle dominante	5,4	5,5	5,7	6	0,895	0,357	-0,707	0,48
Position dominante en recherche	5,4	5	6	6	2,013	0,174	-1,725	0,084*
Capacité de l'entreprise à attirer.....	5	5	5,3	5	0,895	0,357	-1,633	0,102
Politique de rémunération...	5	5	4,6	4	1,301	0,27	-0,966	0,334
Valorisation des licences ou des droits ...	4,8	5	5,3	5	3,014	0,101	-1,414	0,157
Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,6	4	4,9	5	0,723	0,407	-1,633	0,102
Productivité des ressources humaines	4,1	4	4,4	4	1,047	0,32	-1,518	0,129
Composition et fonctionnement du CA	3,4	3	3,2	3	0,427	0,522	-0,707	0,48

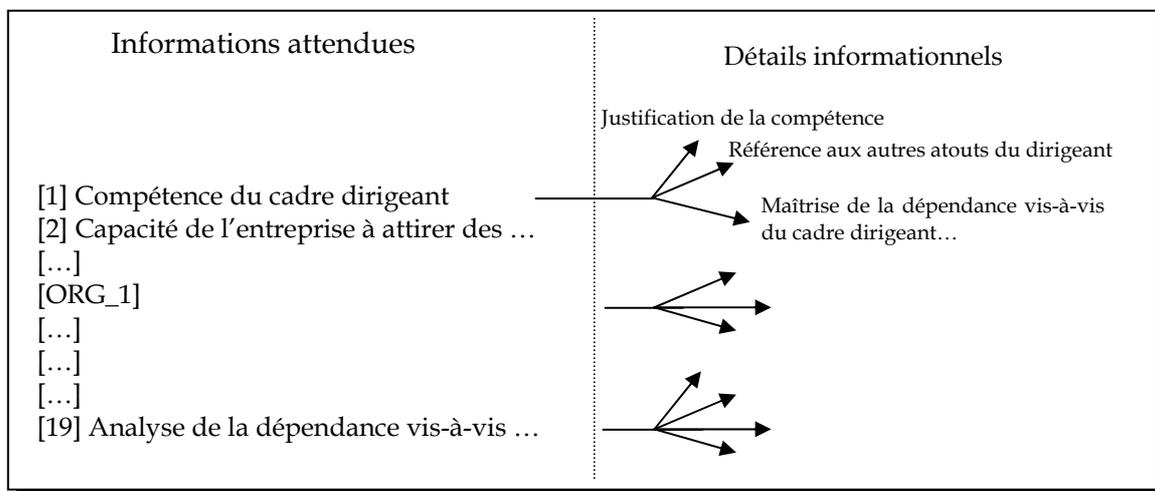
3.2 Définition du signal

3.2.1 Finalité du signal

L'enquête, que nous venons de présenter, a prouvé l'unicité des attentes des investisseurs concernant les informations (sur le capital immatériel) à publier. Les experts interrogés ont retenu 19 informations pour caractériser cinq différentes composantes du capital immatériel (Compétences du cadre dirigeant, Ressources humaines, Innovation, Connaissance de l'activité ...et le Capital client). Ils ont par ailleurs laissé à l'initiative de l'entreprise le choix des informations à publier pour valoriser leur organisation.

La qualité de chacune des informations retenues a été spécifiée par les experts. Elle est assurée par un ensemble de détails informationnels que nous allons décrire dans le Chapitre 5 de ce document. Ces détails sont considérés comme les garants d'une bonne information.

Graphique 4.1 : Schématisation de l'effort informationnel optimum attendu par les investisseurs



Les experts sont par ailleurs conscients que la publication de l'ensemble des informations retenues avec l'ensemble des détails informationnels qui les caractérisent est un optimum difficile à atteindre. Ce dernier peut seulement servir de référence aux entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier.

Nous avons interrogé les experts sur leur seuil d'appréciation des efforts des entreprises. Nous avons, en effet, voulu savoir à partir de quel moment, la réponse de ces dernières à l'optimum défini est considérée comme signal de qualité de leur part.

Les réponses des experts n'ont pas été assez précises pour fixer une règle d'identification. Ces derniers jugent la qualité de la communication des entreprises par rapport aux pratiques du marché. « *Les entreprises se distinguent entre elles ...si elles communiquent plus que les autres* »

La perception des efforts des entreprises semble être assez intuitive. Ce qui laisse à l'entreprise assez de libertés pour la détermination de la qualité de son effort. En fonction de ces objectifs, elle peut décider de sa publication (informations et détails informationnels à publier) et du degré de son adéquation avec l'optimum défini.

Dans ce contexte l'effort informationnel possède l'une des caractéristiques fondamentales du signal qui est sa finalité. Comme pour l'information facultative, il peut être manipulé, par l'entreprise dans une intention de signalisation (Spence, 1973 et 1974⁹⁶).

3.2.2 Coût du signal

La décision de l'entreprise de fournir un effort informationnel sur son capital immatériel au moment de l'introduction en bourse⁹⁷ est considérée comme signal de qualité de la part des investisseurs. La publication de cet effort informationnel est coûteuse pour l'entreprise : en effet, la décision de rendre publique l'ensemble des informations retenues (accompagnées des détails informationnels définis) engendre des coûts de propriétés (Verrecchia, 1983, Wagenhofer, 1990).

Cette publication peut causer des externalités négatives et désavantager l'entreprise par rapport à ses concurrents (Dye 1990 ; Verrecchia 1990). Ces externalités sont d'autant plus importantes si l'entreprise décide de publier l'ensemble des détails informationnels⁹⁸ caractérisant chaque information.

D'un autre côté, l'émission d'un mauvais signal (« effort informationnel ») est pénalisée. Un dirigeant qui publie des informations inexacts compromet sa réputation (outre les sanctions administratives qu'on peut lui infliger). Les firmes sont aussi

⁹⁶ Le signal (caractéristique observable et manipulable) doit en effet être distingué selon de l'indice (caractéristique observable et non manipulable.)

⁹⁷ L'entreprise répond à l'optimum informationnel défini par les experts. Elle publie un ensemble d'information (pas forcément l'optimum) en adéquation avec les attentes des experts pour signaler sa qualité.

⁹⁸ Pour le descriptif des détails informationnels, se référer au Chapitre 5, section 2.

dissuadées, par crainte d'une sanction boursière. Le marché réagit, en effet, défavorablement à l'annonce de mauvaises nouvelles (Waymire, 1984).

Les entreprises décidant de faire cet « effort » communiquent au marché financier leur qualité. Ces dernières peuvent moduler l'intensité de leur « effort » en fonction des coûts qu'elles peuvent subir. L'intensité même de leur effort détermine la qualité du signal stratégique perçu par les investisseurs⁹⁹.

3.3 Appréciation du signal par le marché financier : une enquête par questionnaire.

La définition de l'effort informationnel optimum et l'identification du consensus autour des attentes des investisseurs ont été établies à une échelle réduite (enquête Delphi). Nous nous sommes, en effet, basés sur des entretiens pour répondre aux objectifs de notre problématique.

Nous avons voulu confirmer ces résultats à une plus grande échelle et explorer l'appréciation de l'effort informationnel par des experts couvrants des secteurs d'activités autres que technologiques. La méthodologie par questionnaire est adaptée dans la mesure où elle permet de toucher une plus grande population (Evrard et *al.* 1993). Nous utilisons internet comme moyen pour diffuser ce questionnaire. Les résultats obtenus par Labégorre en 2003 lors d'une enquête comparable ont été encourageants.

3.3.1 Définitions des besoins en informations et élaboration du questionnaire.

3.3.1.1 Forme et soumission du Questionnaire

Pour l'élaboration de notre questionnaire, nous nous sommes basés sur les résultats de l'étude Delphi décrite précédemment dans le chapitre. Ce questionnaire comprend trois principales parties et une annexe expliquant les modes de notations des entreprises.

⁹⁹ Une vérification empirique sera effectuée dans le Chapitre 6 sur un échantillon d'entreprises technologiques introduites sur le marché français entre 1997 et 2004.

Après l'exposition des objectifs de l'étude, le questionnaire prévoit une première partie pour l'appréciation des composantes du capital immatériel et une autre partie pour l'appréciation des informations caractérisant ces mêmes composantes. Une troisième partie est prévue pour cerner le profil de l'expert interrogé.

Dans l'élaboration de notre questionnaire, nous avons principalement utilisé des questions fermées. Quelques questions ouvertes ont été utilisées pour l'identification des profils des personnes interrogées et connaître les caractéristiques de leur métier.

Des champs de commentaires ont été prévus notamment pour donner, aux experts, la possibilité d'apporter des précisions concernant les composantes du capital Immatériel ou les informations retenues pour l'enquête.

Par ailleurs, nous avons choisi de soumettre notre enquête par Internet. Non seulement les experts interrogés correspondent à des profils d'internautes, mais également le courrier électronique est devenu un outil indispensable de travail. Labégorre (2003) a obtenu des taux de réponses important (17%) pour une enquête soumise par Internet (un taux plus élevé que la moyenne des réponses qui se situe généralement autour de 5%)

Deux solutions s'offraient à nous : ou l'envoi du questionnaire directement par courrier électronique (fichier attaché) ou sa publication sur un site *web*. La première solution semblait être moins commode que la deuxième : en effet, les experts devaient télécharger le questionnaire, le remplir l'enregistrer et le renvoyer à nouveau.

La deuxième présentait plus d'avantages : elle consiste à publier le questionnaire (écrit en langage HTML) sur un site Internet et à envoyer l'adresse de la page web (lien de la page) aux experts qu'on souhaite interroger. Ces derniers n'auront qu'à remplir la page et la renvoyer en cliquant sur un bouton qui se trouve à la fin de celle-ci.

Cette deuxième méthode nous a permis de convaincre plusieurs experts à participer à l'enquête. En effet, lors des relances téléphoniques que nous avons faites, l'explication du mode d'administration du questionnaire a encouragé certains experts à participer à notre enquête. Les réponses interviennent généralement dans l'heure qui suit l'appel téléphonique.

Le questionnaire n'a pas été repris dans les annexes de la thèse à cause de sa mise en forme HTML. Il est présent sur la page : <http://monweb.aliceadsl.fr/khemakhem/>.

L'administration du questionnaire a été faite à deux périodes différentes : Janvier 2005 et février 2006.

Nous avons, en effet, voulu vérifier la stabilité des réponses dans le temps¹⁰⁰. Des changements significatifs dans les avis remettraient en question la définition du consensus et de « l'effort optimum de publication ».

Lors de chaque soumission, nous avons envoyé le questionnaire à 256 experts composés d'analystes et de gérants de portefeuilles. Nous avons constitué notre échantillon à partir de l'Annuaire de la SFAF, de listes internes de sociétés de bourse et de différentes sources Internet.

3.3.1.2 Profil des personnes interrogées

Dans l'élaboration du questionnaire, nous avons consacré une partie pour cerner le profil des personnes interrogées. Des champs ont été insérés pour identifier :

- L'établissement, le service et la fonction du répondant. Nous avons voulu nous assurer que ce dernier est bien un utilisateur de rapports annuels et de prospectus d'introductions en bourse.
- Le Nombre d'années d'exercice de la profession et l'expérience antérieure des répondants. Nous avons voulu cerner l'effet d'expérience et éventuellement son influence sur les réponses données.
- les secteurs d'activités que les répondants sont habitués à analyser. Le but est, d'abord, de vérifier l'existence d'éventuelles différences dans l'utilisation d'informations sur le capital immatériel dans l'évaluation d'entreprises appartenant à des secteurs différents (Mavrinac et Boyle, 1996). Ensuite de sélectionner les réponses, si l'existence de disparités sectorielles se confirme sur le marché français.

3.3.1.3 Appréciation des informations retenues lors du Delphi

Nous avons consacré, le reste du questionnaire à l'appréciation des composantes du capital immatériel et les informations retenues lors du Delphi. Nous avons demandé aux analystes et aux gérants de portefeuilles interrogés de noter les composantes du capital et les informations caractérisant ces mêmes composantes en fonction de leur contribution à l'évaluation de l'entreprise (Cf. Tableau 4.10)

¹⁰⁰ Nous remercions le Professeur Méziane LASFER pour cette suggestions faites lors d'un séminaire doctoral.

Les répondants doivent rapporter leurs opinions sur des échelles multiples de Likert de 7 points. Nous avons retenu ces échelles pour leur rapidité d'administration, leur simplicité de compréhension et de traitement, leur adaptabilité à tout mode de collecte (Verneette, 1991).

La qualité des échelles a été vérifiée, à posteriori, par une étude de fiabilité¹⁰¹. L'indicateur le plus communément admis pour mesurer la fiabilité d'un ensemble de questions (ou items) censées contribuer à mesurer un phénomène est le *Alpha de Cronbach*. Il est exprimé par la formule suivante :

$$\alpha = \left(\frac{k}{k-1} \right) \left(1 - \frac{\sum_i \sigma_i^2}{\sum_i \sigma_i^2 + 2 \sum_{i,j} \sigma_{i,j}} \right)$$

k : Le nombre de questions ou items

σ_i^2 : La variance de l'item i (erreur aléatoire);

$\sigma_{i,j}$: La covariance entre l'item i et l'item j .

Il est difficile d'interpréter la valeur de ce coefficient, car il n'existe pas à proprement parler de seuil de rejet ou d'acceptation. L'établissement de cette valeur est sensible au nombre d'items et d'intervalles de l'échelle de mesure : plus les énoncés ou les modalités de l'échelle sont nombreux, plus la valeur de ce coefficient tendra artificiellement vers une valeur élevée. Peter (1979) fixe cependant des seuils qui dépendent de la nature de la recherche menée : pour une recherche exploratoire, un coefficient de 0,50 ou 0,60 est considéré comme une valeur acceptable. En recherche fondamentale, un seuil de 0,80 est une valeur minimum recherchée.

Le calcul des « alpha de Cronbach » pour les composantes du capital immatériel et l'ensemble des informations retenues a donné des résultats satisfaisants (0,753 pour les composantes du capital immatériel et 0,777 pour l'ensemble des informations).

3.3.2 Analyse descriptive des réponses

Les réponses au questionnaire, obtenues lors du premier envoi, se sont étalées entre le 05 janvier 2005 et le 21 février 2005. Les réponses obtenues lors du deuxième envoi sont intervenues entre le 02 février 2006 et 22 mars 2006

¹⁰¹ La fiabilité est mesurée à partir des réponses des experts au questionnaire.

Plusieurs réponses ont été obtenues suite à des relances téléphoniques. D'autres ont été obtenues par la diffusion, de certains répondants, de l'enquête au sein de leurs équipes.

Sur l'ensemble des 256 questionnaires envoyés, 56 ont été retournés lors du premier envoi et 42 lors du deuxième envoi (Soit des taux de réponses de 21,87% et de 16,40%). Ces taux sont relativement élevés et semblables à ceux obtenus par Labégorre en 2003.

3.3.2.1 Profils des répondants

L'étude des profils des répondants (lors des deux envois) met en évidence leur grande expérience. Le Tableau 4.15 et le Tableau 4.16 résument ces profils. Les gérants de portefeuilles sont en moyenne plus expérimentés que les analystes financiers. Ils comptent à leurs actifs plus de 10 ans d'expériences dans le métier de gérance. 85,19% d'entre eux (89,47% lors du deuxième envoi) ont eu une expérience antérieure d'une durée moyenne de 14,3 années¹⁰²(17,6 années lors du deuxième envoi).

La plupart des analystes financiers ayant répondu au premier questionnaire (82,76%), exercent leur profession depuis au moins 4 ans. 51,72% d'entre eux ont eu une expérience antérieure d'une durée moyenne de 4,2 années. Les proportions sont légèrement plus faibles lors du deuxième envoi. Seuls 70% des analystes exercent leur métier depuis plus de 4 ans. Comme pour le premier groupe, plus de 50% d'entre eux ont eu une expérience antérieure à l'analyse. Elle a duré en moyenne 5,7 années.

L'étude des profils fait par ailleurs ressortir d'autres spécificités. Les gérants semblent couvrir plus de secteurs et d'entreprises que les analystes financiers. La plupart des gérants (81% lors du premier questionnaire et 89% lors du deuxième) couvrent au moins 10 secteurs d'activités¹⁰³. Ils ne reportent sur la fiche d'expert (Cf. annexe 4.1) que 3 à 4 secteurs. Ils se considèrent des spécialistes des secteurs cités mais pour les besoins de diversification des portefeuilles ils couvrent un nombre de secteurs plus large. L'éventail des entreprises suivies est également plus large. 77,78% des gérants qui ont répondu lors du premier entretien (contre 3,45% des analystes) suivent régulièrement plus de 20 entreprises.

¹⁰² Nous avons compté parmi les répondants deux gérants de portefeuilles (respectivement 4 gérants lors du deuxième envoi) avec des expériences antérieures dépassant les 25 ans. Ces quelques observations ont augmenté les durées moyennes reportées dans les tableaux de profils.

¹⁰³ Aucun des analystes qui ont répondu au questionnaire ne couvre 10 secteurs d'activité. Ils couvrent majoritairement entre 1 et 5 secteurs (82,76% des répondants lors du premier envoi et 65% des répondants lors du deuxième envoi)

Tableau 4.15 : Profil des répondants au questionnaire administré en 2005

	Gérants de portefeuilles			Analystes financiers		
Nombre	27 (48,21%)			29 (51,78%)		
Années d'exercice de la profession	0 à 3 ans 0%	4 à 10 ans 0%	+10 ans 100%	0 à 3 ans 0%	5 à 10 ans 82,76%	+10 ans 17,24%
Expérience antérieure	oui 85,19%	non 14,81%	Durée moyenne 14,3 années	oui 51,72%	non 48,28%	Durée moyenne 4,2 années
Secteurs d'activité suivis	1 à 5 7,41%	6 à 10 11,11%	Plus de 10 81,48%	1 à 5 82,76%	6 à 10 17,24%	Plus de 10 0,00%
Entreprises suivies	1 à 10 0%	11 à 20 22,22%	Plus de 20 77,78%	1 à 10 48,28%	11 à 20 48,28%	Plus de 20 3,45%

Tableau 4.16 : Profil des répondants au questionnaire administré en 2006

	Gérants de portefeuilles			Analystes financiers		
Nombre	19 (45,23%)			23 (54,76%)		
Années d'exercice de la profession	0 à 3 ans 0%	4 à 10 ans 0%	+10 ans 100%	0 à 3 ans 0%	5 à 10 ans 70%	+10 ans 30%
Expérience antérieure	oui 89,47%	non 11%	Durée moyenne 17,6 années	oui 56,52%	non 43%	Durée moyenne 5,7 années
Secteurs d'activité suivis	1 à 5 0%	6 à 10 11%	Plus de 10 89%	1 à 5 65%	6 à 10 35%	Plus de 10 0%
Entreprises suivies	1 à 10 0%	11 à 20 26%	Plus de 20 74%	1 à 10 52,17%	11 à 20 48%	Plus de 20 0%

L'étude de l'affiliation des experts ayant répondu au questionnaire, lors du premier envoi, montre que sur les 27 gérants, 20 (75%) affirment travailler pour une banque, les sept autres travaillent pour une société de gestion indépendante. 25 des 29 analystes financiers interrogés travaillent pour une société de bourse. Sur les 25, 19 sont adossées à une banque. Les 4 autres analystes travaillent pour des bureaux d'analyses indépendants. Ces derniers réalisent les études financières au nom et pour le compte de société de bourse.

Les mêmes proportions ont été observées lors de la deuxième soumission du questionnaire. 79 % des gérants interrogés travaillent pour une banque. Les autres travaillent pour une société de gestion Nous avons, par contre compté, plus d'analystes indépendants lors de la soumission du deuxième questionnaire (44% contre 14% lors de la première soumission)

La classification des experts ayant répondu à l'enquête en fonction des secteurs d'activités couverts est résumée dans le Tableau 4.17.

Plus de la moitié des répondants couvrent des secteurs technologiques et d'innovations. Ce biais de réponse est certainement dû à notre échantillon d'origine. En effet pour le constituer, nous avons bénéficié de l'aide de certains experts spécialistes de ces secteurs. Ces derniers nous ont transféré leurs carnets d'adresses. Les autres répondants couvrent des secteurs plus traditionnels : il s'agit des secteurs « Automobile », « Distribution & Transport », « Santé, beauté et cosmétique » et « Banque assurance ».

Tableau 4.17 : secteurs d'activités couverts par les experts ayant répondu à l'enquête

secteurs couverts	Premier envoi	Second envoi
Automobile	7	6
Distribution & Transport	6	9
Santé, beauté et cosmétique	3	1
Banque assurance	8	5
Innovation et Technologie	32	21
Total des réponses	56	42
dont analystes financiers	29	23
dont Gérants de portefeuille	27	19

3.3.2.2 Appréciation des différentes composantes du capital immatériel

Le Tableau 4.18 résume l'appréciation des différentes composantes du capital immatériel par les experts lors du premier et second envoi. Aucune différence n'est constatée dans les réponses des experts. Les tests de Student (différences des moyennes) et de Mann Whitney (différences des médianes) ne mettent en évidence aucune différence significative dans les réponses obtenues lors des deux envois.

Par ailleurs, les réponses au questionnaire (envoi 1 et envoi 2) sont semblables à celles obtenues lors du Delphi. Les experts accordent autant d'importance aux différences composantes du capital immatériel.

Les informations sur « l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise » sont les plus appréciées. Elles obtiennent un score moyen de « 6,33 »¹⁰⁴ lors du premier envoi et un score de « 6,02 » lors du deuxième envoi. Elles sont suivies de près par les informations sur la « direction de l'entreprise ». Comme pour l'étude Delphi, les répondants insistent, dans leurs commentaires, sur l'importance de cette composante et son rôle dans la mise en place des stratégies des entreprises.

Les informations sur les « ressources humaines » et sur « l'organisation de l'entreprise » sont les moins prisées. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Eccles & Mavrinac en 1995.

Tableau 4.18 : composantes du capital immatériel et appréciation des experts

	Premier envoi		Second envoi	
	Moyennes	Médianes	Moyennes	Médianes
Direction et encadrement de l'entreprise.	5,85	6,00	5,83	6,00
Ressources humaines	4,13	4,00	4,17	4,00
Innovation	5,35	6,00	5,48	6,00
Organisation de l'entreprise	4,02	4,00	3,95	5,00
Connaissance de l'Activité, concurrence et environnement	6,33	6,00	6,02	6,00
Capital client	5,45	5,00	5,21	5,00

¹⁰⁴ La note maximale est de 7

Des tests de différences des moyennes et des médianes ont été effectués pour explorer la présence de différences sectorielles dans les réponses. Les réponses données par les experts s'occupant des secteurs « automobile », « distribution & transport », « Banque et assurance » ont été comparées à celles données par les experts s'occupant de secteurs « d'innovation et de technologie »¹⁰⁵.

Les experts couvrant des secteurs de transport et de distribution semblent accorder significativement moins d'importance à la composante « innovation » que les experts couvrant des secteurs technologiques. Ces derniers accordent une note moyenne de 3,9 à la composante innovation (contre 5,12 pour les experts s'occupant d'entreprises technologiques).

3.3.2.3 Appréciation des différentes informations caractérisant le capital immatériel

Le Tableau 4.19 résume l'appréciation des différentes informations retenues pour caractériser les composantes du capital immatériel. Comme pour les composantes elles-mêmes, aucune différence significative n'est enregistrée dans les réponses reçues lors des deux envois. Les experts semblent garder les mêmes attentes et accorder le même ordre de priorité aux informations retenues lors du Delphi.

L'étude des réponses par secteurs montre quelques différences dans l'appréciation des informations retenues. Le Tableau 4.20 résume ces différences, seules les différences significatives sont portées au tableau.

Les experts qui couvrent les secteurs de distribution et de transport donnent des notes sensiblement différentes (pour 7 informations sur 19) de celles données par des experts couvrant des secteurs « d'innovation et technologiques ». Une moindre importance de l'innovation se confirme pour ce secteur. En effet les informations « position dominante en recherche » et « valorisation des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise » obtiennent des notes moyennes significativement moins élevées (respectivement de « 3,9 » et « 4,23 ») que celles obtenues par des entreprises technologiques (« 5,67 » et de « 5,11 »). « Le risque technologique » apparaît lui aussi moins important pour ce secteur.

¹⁰⁵ Les réponses obtenues pour le secteur « Santé, beauté et cosmétique » n'ont pas été comparées à celles obtenues dans les autres secteurs du fait du nombre réduit de réponses.

Tableau 4.19 : informations sur le capital immatériel et appréciation des experts

	premier envoi		Second envoi	
[1] Compétence du cadre dirigeant	6,38	7,00	6,19	6,00
[2] Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	5,22	5,00	5,01	5,00
[3] Composition et fonctionnement du conseil d'administration	3,24	3,00	3,14	3,00
[4] Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires	4,20	4,00	3,71	4,00
[5] Productivité des ressources humaines	3,89	4,00	3,43	3,00
[6] Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,84	5,00	4,86	5,00
[7] Investissements en R&D	5,19	5,00	5,14	5,00
[8] Efficacité de la R&D	5,38	6,00	5,43	6,00
[9] Position dominante en recherche	5,21	5,00	4,71	5,00
[10] Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	4,91	4,00	4,29	4,00
[11] Position concurrentielle dominante	5,42	5,00	5,43	5,00
[12] Appréciation de la qualité de la concurrence	5,42	5,00	5,38	5,00
[13] Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5,15	5,00	4,95	5,00
[14] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	5,16	5,00	5,14	5,00
[15] Analyse du risque technologique	4,95	5,00	4,86	5,00
[16] Part de marché de l'entreprise	4,78	5,00	4,71	5,00
[17] Appréciation de la rentabilité des clients	4,07	4,00	4,00	4,00
[18] Fidélisation et satisfaction du capital client	5,35	5,00	5,24	5,00
[19] Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	4,29	4,00	4,29	4,00

Par ailleurs, l'appréciation des risques semble différente en fonction des secteurs d'activité. Les risques liés à l'environnement de l'entreprise revêtent plus d'importance pour les secteurs « automobile », « distribution & transport », « banque et assurance » que pour le secteur technologique. A l'inverse le risque technologique apparaît moins important pour ces secteurs.

Les experts couvrant des secteurs technologiques accordent plus d'importance à « La dépendance vis-à-vis du capital client » que les autres experts. La nature des marchés qu'ils couvrent peut expliquer cette différence. En effet les entreprises technologiques sont souvent de petites taille et dépendent d'un nombre réduit de clients : l'observation de ce capital se montre indispensable puisque l'évolution de ce dernier influence directement la rentabilité de l'entreprise

Tableau 4.20 : Appréciation des informations sur le capital immatériel et spécificités sectorielles

Des tests de différences des moyennes et des médianes sont effectués sur les réponses données par les experts couvrant les secteurs « Automobile », Distribution et transport », « Banque et assurance » et celles données par les experts couvrants le secteur « Innovation et Technologie ». Les statistiques de Fischer et de Mann Whitney sont portées entre parenthèses, Des astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

	Automobile		Distribution & transport		Banque & Assurance		Innovation et Technologie	
	Moyennes	Médianes	Moyennes	Médianes	Moyennes	Médianes	Moyennes	Médianes
[9] Position dominante en recherche	5,80	6,00	3,90 (4,425)**	4,00 (-2,245)**	5,23	5,00	5,67	5,00
[10] Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle, détenus par l'entreprise	5,32	5,00	4,23 (2,214)*	4,00 (-1,921)*	4,54	4,00	5,11	5,00
[14] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	6,02 (7,140)***	6,00 (-2,541)**	5,90 (5,606)**	6,00 (-2,721)**	6,02 (2,425)*	6,00 (-2,184)*	4,10	5,00
[15] Analyse du risque technologique	4,89	5,00	3,10 (3,372)**	3,00 (-5,264)***	5,30	5,00	5,61	6,00
[16] Part de marché de l'entreprise	5,22	5,00	3,59 (3,214)**	4,00 (-4,245)***	5,22	5,00	5,78	6,00
[17] Appréciation de la rentabilité des clients	5,42	5,00	2,01 (6,578)***	2,00 (-5,225)**	4,45 (2,654)*	4,00 (-1,978)*	5,32	5,00
[19] Analyse la dépendance vis-à-vis des clients	3,21 (3,785)**	3,00 (-3,247)***	4,21 (3,514)**	4,00 (-3,245)***	3,50 (4,214)**	3,00 (-4,124)***	5,53	5,00

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons étudié les attentes de publication des investisseurs sur le capital Immatériel des entreprises technologiques, dans un contexte d'introduction en bourse.

Nous avons défini, à l'aide de la méthodologie Delphi, un « effort informationnel optimum » considéré par les experts comme révélateur des opportunités de croissance de l'entreprise et de sa vraie valeur.

Cet optimum est difficile à atteindre mais peut servir de référence aux entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier. L'intensité de l'effort fourni par l'entreprise déterminera la qualité de son signal. Cette intensité est appréciée par les détails informationnels accompagnant la publication de chaque information. Ces détails font la qualité du signal lui-même et différencient les entreprises qui décident de les publier.

La convergence des réponses, identifiée lors du Delphi a été confirmée lors de l'enquête par questionnaire. Les résultats obtenus par les experts couvrant des secteurs technologiques et d'innovation ne sont pas sensiblement différents de ceux obtenus lors du Delphi.

Quelques divergences sectorielles apparaissent pour certaines informations sur le capital immatériel. Ces divergences sont à interpréter avec prudence du fait du nombre réduit d'observations.

Par ailleurs, la comparaison des réponses avancées par les analystes financiers et par les gérants de portefeuilles montre une coïncidence des attentes de ces deux groupes d'experts. Ce résultat nous permet de justifier l'interrogation exclusive des analystes financiers pour toutes études cherchant à identifier les attentes du marché financier. Ce raccourci souvent utilisé dans la littérature n'a pas fait, à notre connaissance, l'objet de vérification empirique.

Chapitre 5. Capital immatériel et pratiques de publication des entreprises technologiques lors des introductions en bourse

Les publications des entreprises sur leur capital Immatériel, se sont largement développées ces dernières années (Bukh *et al.* 2005 ; Van Der Zahn, et Singh, 2005). Face aux recommandations et aux attentes des investisseurs (Beattie & Pratt, 2002a, 2002b; Eccles & Mavrinac, 1995; Eccles *et al.* 2001a; Lev, 2001), les entreprises ont sensiblement élargi le champ et la qualité de leurs publications pour répondre au marché financier.

Malgré ces améliorations, les investisseurs montrent toujours de l'insatisfaction à l'égard des publications des entreprises (Wallace, 1988 ; Riahi- Belkaoui, 1997 ; Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001). Une inadéquation entre les attentes des investisseurs et les pratiques de publication semble exister.

On se propose, dans ce chapitre, d'étudier cette relation sur le marché français. En fonction des attentes de publication des investisseurs¹⁰⁶, nous avons développé un indicateur de mesure permettant de « quantifier » l'effort de publication des entreprises sur leur capital immatériel. Cet indicateur reflète, en quelque sorte, le degré d'adéquation des publications des entreprises avec les attentes exprimées des investisseurs

¹⁰⁶ Les attentes de publication des investisseurs ont été identifiées lors d'une enquête par entretien (méthodologie Delphi) développée dans le chapitre 4 de la thèse.

La première section du chapitre développe les étapes de construction de l'indicateur de mesure. La deuxième section précise les étapes de notation des entreprises. Elle développe par ailleurs les détails informationnels définis par les investisseurs pour caractériser les différentes composantes de l'indicateur. La dernière section applique la mesure développée aux entreprises technologiques introduites en bourse sur le marché français sur la période 1997-2004.

Section 1. Méthodologie de mesure

On se propose, dans cette section, de développer un indicateur de mesure pour quantifier « l'effort informationnel » fourni par l'entreprise sur son capital Immatériel. La méthodologie de construction de cet indicateur est inspirée par celles employées dans les travaux de recherche consacrés aux indices de diffusion de l'information financière.

Nous allons, dans un premier temps, exposer les principes généraux de la construction des indices de diffusion et relever les points essentiels à la construction de notre propre mesure. Ensuite, nous mettrons en évidence les particularités de notre mesure et les aspects que nous prendrons en compte pour répondre à notre problématique. Enfin nous présenterons notre indice.

1.1 Les indices de Diffusion : caractéristiques et principes de mesure

L'étude des pratiques de publication a longtemps été étudiée dans la littérature. Plusieurs indices de mesures ont été développés pour évaluer l'information fournie par l'entreprise et juger sa qualité ou son étendue.

Ces indices sont définis par un certain nombre « d'items » (ou informations) servant à mesurer un phénomène précis. Ils recensent les informations publiées par les entreprises et attribuent des scores à ces dernières en fonction des fréquences d'apparition des items choisis dans leurs publications.

1.1.1 Indice de diffusion et objectif de recherche

Les indices de diffusion, développés dans la littérature, peuvent être regroupés en fonction de l'objectif de recherche poursuivi. On distingue principalement trois types d'indices.

1/ Les indices de mesure de l'étendue de l'information : ce sont les plus répandus au sein des indices de la littérature. Il s'agit de mesures strictement quantitatives :

dénombrer le nombre d'informations présentes dans les documents publiés par l'entreprise (Cooke, 1989 et 1992 ; Hossain et *al.* 1994 ; Hossain et Adams, 1995 ; Zhou, 1997 ; Depoers, 1998).

Ces indices recensent dans la littérature et dans les études antérieures la liste d'informations censées mesurer le phénomène étudié. Les informations publiées par l'entreprise sont comparées à cette liste et chaque fois qu'une information de la liste apparaît dans les documents publiés, l'entreprise obtient un point.

2/ Les indices de mesure de la qualité de l'information : de la même manière, une liste d'informations est identifiée dans la littérature et les travaux antérieurs. L'entreprise est, par la suite, jugée non pas sur la présence ou l'absence de l'information mais plutôt sur la qualité de sa publication.

Cette mesure a été utilisée, pour la première fois, par Cerf (1961) puis par Singvhi et Desai (1971). Ces auteurs jugent la qualité de l'information en fonction de trois critères : la complétude, la précision et la fiabilité. Michaïlesco (1998) a repris à son tour cette notion pour le marché français. L'auteur retient la sincérité (l'information traduit la réalité) ; la valeur (l'information présente une utilité) et l'intelligibilité (l'information est compréhensible) de l'information comme critères de qualité.

Ces deux types d'indices ne prennent pas en compte l'adéquation de l'information publiée aux besoins des utilisateurs des documents financiers. Ces derniers peuvent exprimer des attentes différentes en fonction du contexte, de la nature de l'opération financière à l'occasion de laquelle l'information est publiée, du secteur d'activité de l'entreprise, etc....

3/ Une troisième type d'indices a été développé pour pallier cette insuffisance : il s'agit de mesures d'adéquation ou de pertinence des informations diffusées par rapport aux besoins d'un groupe spécifique d'utilisateurs. Une enquête est, généralement, réalisée pour apprécier la contribution d'une liste d'informations (sélectionnées dans les travaux antérieurs) à la mesure du phénomène étudié. Buzby (1974 - 1975); Firer et Meth (1986) ; Chow et Wong Boren (1987) ; Botosan (1997).

Des différents poids sont accordés, par les personnes interrogées, aux informations de la liste. Ces poids viendront pondérer les publications des entreprises lors du calcul de l'indice.

L'indicateur, que nous entendons développer, est au croisement de ces trois catégories de mesures. Il apprécie, d'un côté, la qualité de l'information publiée et de l'autre, l'étendue de sa diffusion et son adéquation aux besoins des investisseurs.

L'indicateur est composé exclusivement des informations sur le capital immatériel retenues lors de l'enquête Delphi. Ces informations sont les plus attendues par les investisseurs et les plus utiles dans un contexte d'introduction en bourse. Son application aux publications des entreprises permet d'apprécier l'étendue et l'adéquation de l'information publiée aux besoins des utilisateurs.

Chacune des informations retenues, pour composer l'indicateur, est jugée en fonction de la qualité de sa publication. Celle-ci est appréciée à travers un ensemble de détails informationnels¹⁰⁷.

Ces détails doivent être pertinents¹⁰⁸ aux yeux des utilisateurs. C'est pour cette raison que nous avons confié leurs définitions aux investisseurs. Lors de l'enquête Delphi, les analystes financiers et les gérants de portefeuilles ont été interrogés sur les précisions qu'ils souhaitaient avoir pour s'assurer de la qualité de l'information communiquée.

Ces détails doivent par ailleurs être fidèles à la réalité. Il s'agit d'un critère très difficile à appréhender. Nous ne pouvons, en effet contrôler la véracité de l'information publiée par l'entreprise. Cette dernière peut manipuler ces publications pour fausser l'appréciation du marché financier.

Nous pouvons malgré cela, supposer que ce critère est respecté, dans la mesure où la publication mensongère, inexacte ou trompeuse est passible de sanctions administratives et pénales. D'un autre côté, le contenu des prospectus d'introduction en bourse est soumis au contrôle d'un auditeur et au visa de l'AMF. Le Tableau 5.1 résume les caractéristiques de notre indicateur et présente ses principales différences avec les indicateurs issus de la littérature.

¹⁰⁷ La section 2 de ce Chapitre décrit ces détails informationnels et donne des exemples de leurs publications par les entreprises.

¹⁰⁸ L'IASC (International Accounting Standard Comitee), le FASB (Federal Accounting Standard Bord) et L'ICCA (Institut Canadien des Comptables Agrées) considèrent le critère de pertinence comme une condition nécessaire à l'obtention d'une information de qualité.

L'IASC stipule qu'« une information est pertinente lorsqu'elle permet d'aider les utilisateurs à évaluer l'incidence financière des opérations et des faits passés, présents et futurs ainsi qu'à corriger ou confirmer leurs évaluations antérieures ».

Tableau 5.1 : Indices de diffusion et mesure de la qualité de l'« effort informationnel ».

Critères concernant les items constituant l'indice	Indice de qualité		Indice d'étendu		« Qualité de l'effort informationnel » ou « intensité du signal »
	Oui	Non	Quantité	Quantité et adéquation	
Répond à des besoins spécifiques	Oui	Non	Oui	Oui	Oui
Sélection des items	Recensement dans la littérature des items répondant à la définition de la qualité de l'information	Recensement dans la littérature.	Recensement dans la littérature.	Recensement dans la littérature.	1- Recensement dans littérature des attentes en matière de publications. 2- Validation des items auprès d'experts
Sources	- obligations de publications - recommandations - indices antérieurs	- obligations de publications - recommandations - indices antérieurs	- obligations de publications - recommandations - indices antérieurs	- obligations de publications - recommandations - indices antérieurs	- entretiens avec des experts
Supports d'évaluation	Rapport annuel	Rapport annuel	Rapport annuel	Rapport annuel	Brochures d'introduction en bourse
Présence dans les documents de référence	Non forcément attendue	Non forcément attendue	Attendue	Attendue	Attendue
Nombre d'items	De réduit à moyennement important	Important	De réduit à moyennement important	Réduit	
Exemples dans la littérature	Cerf (1961) Singvhi et Desai (1971). Michaïlesco (1998)	31 33 55	Cooke (1989) Hossain et al. (1994) Zhou, (1997) Depoers, (1998)	224 78 176 65	Buzby (1974 - 1975) 39 Firer et Meth (1986) 49 Chow et Wong Boren (1987) 24 Botosan (1997). 63

1.1.2 Construction d'un indice de diffusion.

La définition de la variable mesurée par l'indice est l'étape la plus importante dans la construction de tout indice. Non seulement, elle conditionne le choix des informations qui vont constituer l'indice, mais également la méthode à suivre pour élaborer la mesure.

En se penchant sur les indices élaborés dans la littérature, nous avons identifié deux méthodes de mesure qui se différencient à travers des critères de pondération. Lorsque l'indice répond à des besoins en informations d'un groupe spécifique d'utilisateurs (mesure d'adéquation), une pondération est adoptée (Buzby, 1974-75 ; Firer et Meth, 1986 Michailesco, 1998 ; Bertrand 2000). Dans le cas contraire (l'indice ne cible pas un groupe précis d'utilisateurs), la même valeur est attribuée à chacun des items constituant l'indice. Cooke (1989, 1992) ; Botosan (1997) ; Depoers (1998).

1.1.2.1 Les indices binaires

Pour les indices binaires, une procédure dichotomique est employée : une information de la liste prend la valeur 1 si elle figure dans les documents financiers de l'entreprise (rapport annuel, prospectus d'introduction en bourse), sinon elle prend la valeur 0.

L'indice prend la forme d'un ratio : c'est le rapport entre le nombre d'informations publiées par l'entreprise et le nombre d'informations que cette dernière est susceptible de publier selon ses propres caractéristiques :

$$S = \frac{\sum_{i=1}^{m_1} s_i}{\sum_{i=1}^{m_2} s_i}$$

Où $s_i=1$ si l'information « i » est publiée par l'entreprise sinon $s_i=0$;

m_1 le nombre d'informations dans l'indice ;

m_2 le nombre d'informations que l'entreprise peut publier avec $m_2 \leq m_1$.

1.1.2.2 Les indices pondérés

La technique de pondération permet d'améliorer les indices de divulgation pour les adapter aux besoins d'un groupe spécifique d'utilisateurs. La difficulté provient des modalités de détermination de cette pondération. Les méthodologies classiques utilisent la technique d'enquête auprès des utilisateurs de documents de références (généralement les analystes financiers) auxquels on demande d'attribuer une note aux

différentes informations en fonction de leur importance relative. Ces notes permettront de pondérer les informations qui composent l'indice :

$$S_1 = \frac{\sum_{i=1}^{m_1} p_i \times s_i}{\sum_{i=1}^{m_2} p_i \times s_i}$$

ou $s_i=1$ si l'information « i » est publiée par l'entreprise sinon $s_i=0$

p_i la note attribuée à l'information "i" lorsqu'elle est publiée par l'entreprise¹⁰⁹

m_1 le nombre d'informations dans l'indice

m_2 le nombre maximal d'informations que l'entreprise peut publier avec $m_2 \leq m_1$

1.2 Construction de la mesure de la qualité de l'« effort informationnel » émis par l'entreprise

1.2.1 Principes adoptés pour la construction de l'indice

Comme nous l'avons précisé, précédemment, l'indicateur que nous comptons développer est une mesure d'adéquation aux besoins d'informations des investisseurs. L'adoption d'un indice pondéré est nécessaire pour cette démarche.

Les pondérations des informations et des catégories d'informations que nous avons utilisées, sont celles décrites dans le Tableau 5.2. Elles sont issues de l'enquête par questionnaire développée dans le chapitre 4 de la thèse. Seules les réponses des experts s'occupant de secteurs technologiques et d'innovations ont été retenues.¹¹⁰

Ces pondérations correspondent aux notes maximales que l'entreprise peut avoir si elle publie l'information en question avec la qualité attendue. Cette qualité est appréciée à travers les détails informationnels communiqués par l'entreprise.

¹⁰⁹ Ces notes sont attribuées par les experts interrogés (analystes financiers et gérants de portefeuilles) lors de l'enquête du chapitre 4.

¹¹⁰ La cohérence de notre démarche nous a imposé ce choix. La sélection des informations intégrées dans le questionnaire, s'est faite avec des experts s'occupant de secteurs technologiques. Par ailleurs, l'étude empirique menée dans le Chapitre 6 porte sur un échantillon d'entreprises technologiques.

Tableau 5.2 : Indicateur de mesure : pondérations des informations et des catégories d'informations

	Moyennes
Composantes du Capital Immatériel	
[1] Direction et encadrement de l'entreprise	5,83
[2] Ressources humaines	4,19
[3] Innovation	5,12
[4] Organisation de l'entreprise	3,91
[5] Connaissance de l'activité, concurrence et environnement	6,29
[6] Capital client	5,21
Informations	
[1] Compétence du cadre dirigeant	6,02
[2] Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	5,21
[3] Composition et fonctionnement du conseil d'administration	3,29
[4] Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires	4,67
[5] Productivité des ressources humaines	4,01
[6] Stabilité des compétences dans l'entreprise	4,79
[7] Investissements en R&D	5,16
[8] Efficacité de la R&D	5,42
[9] Position dominante en recherche	5,67
[10] Valorisation des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	5,11
[11] Position concurrentielle dominante	5,49
[12] Appréciation de la qualité de la concurrence	5,62
[13] Bénéfices tirés des partenariats et alliances	5,42
[14] Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	4,10
[15] Analyse du risque technologique	5,61
[16] Part de marché de l'entreprise	5,78
[17] Appréciation de la rentabilité par client	5,32
[18] Fidélisation et satisfaction du capital client	5,91
[19] Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	5,53

Nous avons adopté la procédure de Buzby (1975) pour noter les entreprises. Cet auteur explique que si la qualité d'une information est appréciée selon quatre critères (détails informationnels), le score maximal (note donnée par les experts interrogés (Cf. Tableau 5.2) n'est attribué qu'en présence de l'ensemble des critères. Sinon, une note est attribuée au prorata des critères satisfaits.

Michaïlesco (1998) utilise une procédure similaire. Botosan (1997) de son côté, a développé une pondération basée sur un système de points additionnels selon que l'information comprend ou pas des données quantitatives.

L'indice prendra la forme d'un ratio qui rapporte le score réel d'une entreprise à son score théorique. Le score réel correspond au total des points obtenus après lecture du prospectus d'introduction en bourse. Le score théorique est spécifique à chaque firme et correspond au score maximum que celle-ci pourrait obtenir si elle publiait dans son prospectus d'introduction en bourse toutes les informations qu'on peut attendre d'elle. Cette procédure permet d'éviter de pénaliser des entreprises sur la base de l'absence d'informations non pertinentes pour elles.

1.2.2 Adéquation de la mesure aux impératifs de la problématique.

Le développement des indicateurs dans la littérature ne tient pas compte de l'importance relative des différentes catégories d'informations auxquelles appartiennent les « items » composant l'indice. Dans l'étude menée par Cerf (1961) et celle menée par Singvhi et Desai (1971), les trois catégories d'informations retenues (complétude, précision et la fiabilité) contribuent d'une manière égale à l'évaluation de la qualité de l'information.

Dans notre contexte, nous ne pouvons pas dire que nos six catégories d'informations¹¹¹ retenues pour la mesure de la qualité de « l'effort informationnel » influencent de la même façon la décision d'investissement. D'ailleurs, les études montrent que les investisseurs accordent plus d'importance aux indicateurs de ressources humaines (Mavrinac et Siesfeld 1997); aux indicateurs d'innovations (Eccles et Mavrinac 1995) etc... Les résultats de nos enquêtes menées dans le chapitre 4 confirment cette tendance.

L'application de cette méthodologie de mesure issue de la littérature, peut entraîner une sur (ou sous) estimation de l'adéquation de l'effort aux attentes des investisseurs. En effet, une augmentation (diminution) de la valeur d'une information¹¹² appartenant à une catégorie d'information de moindre (plus grande) importance, entraîne une augmentation (une diminution) plus que proportionnelle de la valeur de l'effort global.

¹¹¹ Il s'agit des différentes composantes du Capital immatériel : 1- Direction et encadrement de l'entreprise, 2- Ressources Humaines, 3- Innovation, 4- Organisation, 5- Activité, concurrence et environnement de l'entreprise, 6- Capital Client.

¹¹² Cette augmentation de la valeur de l'item peut être due à l'amélioration de la précision de l'information communiquée.

Pour contourner ces limites, nous avons pondéré les différentes composantes du capital immatériel. Nous allons illustrer nos choix à travers un exemple fictif.

Illustration : Un indice, mesurant l'intensité d'un signal émis par une entreprise à son introduction en bourse, est composé de deux catégories d'informations A et B. Les items 1 à 3 composent la catégorie A. Les items 4 à 7 composent la catégorie B. Les items 1 à 7 ont été validés par les experts comme étant les informations constituant l'effort optimum de publication (l'optimum de publication étant une référence pour les entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier).

Tableau 5.3 : Importance relative des composantes du capital immatériel : données de l'exemple d'illustration

	Items	Note maximale	Notes attribuées à l'entreprise		
			Cas 1	Cas 2	Cas 3
Catégorie A	1	5	1	4	4
	2	4	2	2	2
	3	5	3	3	3
Sous Total		14	6	9	9
Catégorie B	4	4	4	4	4
	5	4	3	3	3
	6	3	3	3	1
	7	5	5	5	5
Sous Total		16	15	15	13
Total Général		30	21	24	22

Trois entreprises 1, 2 et 3 ont obtenu les scores présentés dans le Tableau 5.3. Les notes tiennent compte des avis des investisseurs (note maximale) et de la précision de l'information communiquée (Si l'information est complète, elle obtient la note maximale, sinon elle obtient le $1/n$ de la note maximale en fonction du degré de précision).

On se propose de mesurer l'intensité du signal émis dans les cas suivants :

- D'abord les deux catégories d'information sont considérées comme d'importances égales
- Ensuite une différence d'appréciation des catégories par les investisseurs est introduite :
 - Hypothèse 1 : Importance des catégories : A (30%) ; B (70%)
 - Hypothèse 2 : Importance des catégories : A (70%) ; B (30%)

L'illustration des résultats est résumée dans le Tableau 5.4.

Tableau 5.4 : Importance relative des composantes du capital immatériel : Résultats de l'exemple d'illustration

		Cas1	Cas 2	Cas 3	
Mesure du signal (exprimée en % de la note globale)	Méthode classique : même proportion	70%*	80%	73%	
	Méthode proposée	Hyp 1 : Importance des catégories : A (30%) ; B (70%)	78%**	85%	76%
		Hyp 2 : Importance des catégories : A (70%) ; B (30%)	58%***	73%	69%
Variation du signal	Méthode classique		14%	-8%	
	Hyp 1 : Importance des catégories : A (30%) ; B (70%)		8%	-10%	
	Hyp 2 : Importance des catégories : A (70%) ; B (30%)		26%	-5%	

* 70% = 21(note totale obtenue)/30 (note maximale que l'entreprise peut obtenir)

**78% = (6/14)* 30% + (15/16)*70%

***58% = (6/14)* 70% + (15/16)*30%

L'application de la méthode classique montre que lorsque la valeur de l'item 1 augmente (de 1 à 4) sachant qu'il appartient à une catégorie d'information de moindre importance (H1 : Importance des catégories : A (30%) ; B (70%)) la valeur du signal global augmente plus que proportionnellement que la réalité perçue par les investisseurs (14% au lieu de 8%). Dans l'Hypothèse 2, la valeur du signal global augmente moins que proportionnellement que la réalité perçue par les investisseurs (14% au lieu de 26%).

Inversement, lorsque la valeur de l'item 6 baisse (de 3 à 1) sachant qu'il appartient à une catégorie d'information importante (H1 : Importance des catégories : A (30%) ; B (70%)) la valeur du signal global baisse moins que proportionnellement que la réalité perçue par les investisseurs (-8% au lieu de -10%). Dans l'hypothèse 2, la valeur du signal global baisse plus que proportionnellement que la réalité perçue par les investisseurs (-8% au lieu de -5%).

Cette illustration nous montre l'importance de prendre en compte, pour la construction de l'indice, des différences de contribution des composantes du capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise. Nous introduisons une pondération à ces composantes, basée sur les résultats de l'enquête par questionnaire décrite dans le Chapitre 4.

1.3 Présentation de l'indice

Soit « S_i », le score attribué à chaque entreprise « i » introduite en bourse. Ce score est

composé des 6 sous scores « s_{ij} », correspondant aux différentes catégories « j » d'informations (différentes composantes du capital immatériel), pondérés selon l'appréciation des investisseurs.

$j=1$ Catégorie 1 : Direction et encadrement de l'entreprise

$j=2$ Catégorie 2 : Ressources Humaines

$j=3$ Catégorie 3 : Innovation

$j=4$ Catégorie 4 : Organisation

$j=5$ Catégorie 5 : Activité, concurrence et environnement

$j=6$ Catégorie 6 : Capital Client

$$S_i = \sum_{j=1}^6 P_j \times s_{ij} \quad (1)$$

où P_j est la pondération attribuée au sous score s_{ij} .

La pondération P_j a été évaluée à partir d'un questionnaire que nous avons administré aux analystes financiers et gérants de portefeuilles (Cf. Tableau 5.2). Elle tient compte de la différence d'appréciation des composantes du capital immatériel par les investisseurs.

Chaque sous score s_{ij} est composé d'un ensemble d'informations x_k . $k \in \{1, 2, 3, \dots, n\}$, n étant le nombre d'informations identifiées comme composantes de « l'effort optimum de publication » de l'entreprise « i ». Chacune de ces informations sera pondérée en fonction de son importance relative aux yeux des investisseurs « p_k ».

s_{ij} prendra la forme d'un ratio qui rapporte le total des points obtenus par chaque entreprise « i », après lecture du prospectus d'introduction en bourse, au score maximum que celle-ci peut obtenir si elle publiait dans son prospectus d'introduction en bourse toutes les informations qu'on peut attendre d'elle.

La forme de s_{ij} sera la suivante :

$$s_{ij} = \frac{\sum_{k_j=1}^{m_{1j}} P_{k_j} \times x_{k_j}}{\sum_{k=1}^{m_{2j}} P_{k_j} \times x_{k_j}} \quad (2)$$

où $x_{kj} = 1$ si l'information « k » de la catégorie « j » est publiée par l'entreprise sinon $x_{kj} = 0$ (l'information k est composée d'un ensemble de détails informationnels. La note 1 sera donnée uniquement en présence de l'ensemble de ces détails¹¹³);

p_{kj} est le poids attribué à l'information « k » de la catégorie « j » en fonction de sa contribution à l'évaluation de l'entreprise (Cf. Tableau 5.2)

m_{1j} le nombre d'informations composant la catégorie « j » publié par l'entreprise

m_{2j} le nombre maximal d'informations dans la catégorie j que l'entreprise peut publier avec

$m_{2j} \leq m_{1j}$

De l'équation (1) et (2), on peut déduire S_i :

$$S_i = \sum_{j=1}^6 P_j \times \frac{\sum_{k_j=1}^{m_{1j}} p_{k_j} \times x_{k_j}}{\sum_{k=1}^{m_{2j}} p_{k_j} \times x_{k_j}}$$

Où :

S_i le score attribué à chaque entreprise « i » introduite en bourse en fonction de la qualité de ses publications sur son capital immatériel.

P_j est la pondération attribuée à la catégorie d'information « j »

$x_{kj} = 1$ si l'information « k » de la catégorie « j » est publiée par l'entreprise sinon $x_{kj} = 0$ (une information est considérée complète uniquement en présence de l'ensemble des détails informationnels qui la caractérise)

p_{kj} est le poids attribué à l'information « k » de la catégorie « j » en fonction de sa contribution à l'évaluation de l'entreprise (Cf. Tableau 5.2)

m_{1j} le nombre d'informations composant la catégorie « j » publiés par l'entreprise

m_{2j} le nombre maximum d'informations que l'entreprise peut publier avec $m_{2j} \leq m_{1j}$

¹¹³ Pour plus d'information Cf. Section 2 du chapitre : le protocole de notation.

Section 2. Procédure de lecture et de notation des brochures d'introduction en bourse

L'application de l'indicateur de mesure, défini dans la section précédente, nécessite le développement d'une procédure de lecture et de notation des brochures d'introductions en bourse. Cette procédure est basée sur l'identification des informations publiées par les entreprises et l'attribution de notes à ces dernières en fonction de la qualité de leurs publications.

Comme nous l'avons précisé précédemment, chacune des informations publiées par l'entreprise est jugée en fonction de sa qualité. Cette qualité est elle-même fonction des détails informationnels définis par les investisseurs lors des entretiens.

Au travers d'une présentation des informations retenues dans l'indice et des détails informationnels qui les caractérisent, nous allons présenter les notations accordées à l'entreprise en fonction de leurs publications.

2.1 Appréciation des informations sur la « Direction et l'encadrement de l'entreprise »

Quatre informations ont été retenues par les experts pour caractériser cette composante du capital Immatériel. La publication de chacune de ces informations, est notée en fonction du protocole de notation décrit dans le Tableau 5.5. Les détails informationnels et des exemples de publications sont présentés dans ce paragraphe.

INFO_1 : Compétences du cadre dirigeant

Les compétences du cadre dirigeant sont jugées en fonctions de quatre détails informationnels.

1/ La référence directe à l'information.

2/ La justification de l'information : Cette justification passe au minimum par des indicateurs dont la pertinence est reconnue. L'âge et l'expérience en font partie : en effet, si les années par personne ne s'additionnent pas au sens strict, les écarts sont suffisamment importants pour que les évolutions de ces chiffres méritent d'être enregistrées. Une grande différence dans l'expérience des dirigeants d'entreprises d'un même secteur influence sur décisions stratégiques.

3/ La référence aux exploits antérieurs du cadre dirigeant : Les réussites professionnelles précédentes des dirigeants ou leurs réalisations reconnues sur le marché peuvent s'avérer des atouts pour l'entreprise.

4/ La maîtrise de la dépendance à l'égard du cadre dirigeant : Le caractère spécifique de cette compétence, fait qu'elle ne peut appartenir au patrimoine de l'entreprise. Le départ du dirigeant engendrerait la disparition ou l'affaiblissement de cette ressource. Plus le dirigeant est impliqué dans l'entreprise, plus l'entreprise profite de ces compétences managériales ce qui contribue à l'appréciation de sa valeur.

INFO_2 : Capacité de l'entreprise à attirer les personnes de talents

Il s'agit pour l'entreprise de recruter les personnes les mieux adaptées à son activité. Les ressources humaines spécifiques, spécialisées dans une compétence particulière sont rares. D'où l'importance de la capacité du dirigeant à attirer ces personnes de talents. L'appréciation de cette capacité n'est pas chose aisée. D'ailleurs rares sont les entreprises qui communiquent autour de cet atout d'une manière complète. Trois détails informationnels caractérisent cette information.

1/ La référence directe à l'information.

2/ La Justification de l'information : l'entreprise doit décrire les moyens qu'elle met en œuvre pour réussir sa politique de recrutement.

Exemple : Risc Technology p. 56 « La politique du groupe, afin d'attirer les meilleurs talents, consiste à : - Proposer des perspectives de carrière ou de management par promotion interne ; - proposer un plan de formation et de certification sur les technologies maîtrisées par le groupe (§ 4.6.3) ; - ... »

3/ L'exposition de l'aboutissement de la politique menée par l'entreprise. Une présentation dynamique est généralement appréciée (évolution dans le temps et par rapport à la tendance du secteur).

Exemple : Risc Technology p. 59 « ...L'évolution du taux de recrutement sur les deux dernières années a été respectivement de 138% en 98/99 et de 160% en 99/00... Cette évolution confirme la politique de recrutement, ainsi que la bonne image de l'entreprise sur le marché... »

Tableau 5.5 : Protocole de Notation : Informations sur la « Direction et l'encadrement de l'entreprise »

Note max	Information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
6,02	INFO_1 Compétences du cadre dirigeant	Indépendant de l'activité	1,505	1. Référence directe à l'information
			1,505	2. Justification de la compétence à l'aide d'indicateurs classiques (Age, Nombre d'années d'exercice de la profession...)
			1,505	3. Référence aux autres atouts du dirigeant : Exploits antérieurs ou réalisations reconnues...
			1,505	4. Maîtrise de la dépendance vis-à-vis du cadre dirigeant
5,21	INFO_2 Capacité de l'entreprise à attirer les personnes de talents	Indépendant de l'activité	1,737	1. Référence directe à l'information
			1,737	2. Justification (Moyens mis en œuvre pour atteindre cet objectif : descriptif concret et convaincant. Exemple : Politique de recrutement ; gestion personnalisée de carrières ...Appréciation de l'entreprise par le marché (Classifications par des écoles dans le secteur)
			0,868	3. Données chiffrées exprimant l'aboutissement de la politique :
			0,868	3.1 Evolutions du recrutement dans le temps 3.2 Evolutions du recrutement par rapport au secteur
3,29	INFO_3 Composition et fonctionnement du conseil d'administration	Dépend du statut juridique	0,823	1. Descriptif du CA avec minimum d'informations sur les administrateurs
			0,823	2. Présence d'administrateurs indépendants avec Précision des critères d'indépendances retenus.
			0,823	3. Présence de comités spécialisés (rôle et fonctions de ces comités)
			0,823	4. Eventuelles influences sur la performance de l'entreprise
4,67	INFO_4 Politique de rémunération	Indépendant de l'activité	1,557	1. Politique de rémunération : chiffres clefs
			1,557	2. Descriptif de l'évolution de la politique de rémunération
			1,557	3. Explication de l'évolution de la politique (enrichissement de l'entreprise) et éventuels liens avec la performance.

INFO_3 : Composition et fonctionnement du conseil d'administration

Les analystes et gérants interrogés dans notre enquête (Cf. Chapitre 4), se montrent sensibles à cette information. Bien qu'ils lui accordent une note relativement faible par rapport aux autres informations, ils la considèrent comme indicateur d'une certaine responsabilisation au sein de l'entreprise. Quatre détails informationnels caractérisent cette information.

1/ Le descriptif du conseil d'administration avec le profil des administrateurs.

2/ La référence à la présence d'administrateurs indépendants et précision des critères d'indépendance¹¹⁴ : les administrateurs indépendants peuvent être les garants des intérêts des actionnaires et les autres investisseurs de l'entreprise. Ils font profiter l'entreprise de leurs compétences et de leurs expériences. Ils peuvent donc apporter de la valeur ajoutée à la prise de décision stratégique de l'entreprise. Ce phénomène commence à toucher les entreprises françaises sans qu'il soit encore un phénomène généralisé.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de Cimex Pharma p. 129 « ...le conseil d'administration au cours de sa dernière assemblée générale a décidé d'élire Monsieur Gilbert PFENDLER comme administrateur indépendant... »

3/ La référence à la présence de comités stratégiques est appréciée. Ces comités sont d'autant plus appréciés lorsqu'ils sont composés à leur tour d'administrateurs indépendants (dans les comités d'audit, les comités de rémunération et de nomination des dirigeants.)

¹¹⁴ Aucune des entreprises de notre échantillon n'a précisé les critères d'indépendance de ces administrateurs.

Définition d'un administrateur indépendant : il s'agit d'un administrateur qui n'a pas de fonction exécutive dans l'entreprise, et qui, a fortiori, n'est pas membre de la direction. Par ailleurs :

Il ne doit pas être un actionnaire important de la société, ni un dirigeant d'une société actionnaire de l'entreprise,

Il n'est pas un ancien directeur récent de la société,

Il n'est pas un client ou un fournisseur important de la société,

Il n'a pas d'arrangement contractuel avec la société à l'exception de son mandat d'administrateur,

Il n'a pas d'intérêt ou d'activité qui pourrait être perçu comme pouvant porter préjudice à sa capacité d'agir dans les meilleurs intérêts de l'entreprise.

Cette définition très stricte d'indépendance, qui émane du « Sarbanes-Oxley Act » aux Etats-Unis se retrouve dans la plupart des codes et lois relatives au gouvernement d'entreprise.

*Exemple : Prospectus d'introduction en bourse d'ILOG p. 76 « ILOG a mis en place deux comités : un comité d'audit et un comité de compensations. * Le comité d'audit est composé de deux membres... Il est chargé d'accomplir... diverses missions d'étude et de contrôle... *Le comité de compensations est composé de... Il est chargé de proposer au Conseil d'administration les modalités de rémunération des dirigeants... »*

4/ La référence à d'éventuelles influences sur la performance de l'entreprise¹¹⁵.

INFO_4 : Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires

La question des salaires des dirigeants d'entreprises a été mise en avant ces dernières années. La loi du 15 mai 2001 sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) a apporté certaines modifications aux dispositions existantes, afin de répondre à ces attentes, notamment en imposant aux dirigeants de publier annuellement le montant de leurs rémunérations.

Cette obligation, de publier annuellement le montant des rémunérations allouées aux dirigeants de sociétés, a été mal perçue par la plupart des chefs d'entreprises et son application s'est faite d'une manière très inégale¹¹⁶. Les détails informationnels retenus sont les suivants :

1/ La référence à l'information : l'entreprise doit préciser les personnes concernées par la rémunération :

Exemple : prospectus d'introduction en bourse ANOVO p. 95 « Rémunération des membres assurant la Direction du groupe : 5,5 MF. Environ ; constituée de D. AUZAN, V. CAPRARESE, J.C. SAINT-JOURS, F.COURDE, L.MARBAUD »

2- La description de l'évolution de cette rémunération :

Exemple : dans son Prospectus d'introduction en bourse, Tracing Server p. 192 montre la réduction de la rémunération de son comité de Direction : « ...Rémunération des dirigeants pour l'année 2000 au 30 juin 2000 : le montant total des rémunérations perçues par les six membres du comité de direction dans les sociétés du groupe Tracing Server est de 1 354 831 francs... Rémunération des dirigeants pour l'année 1999 : le montant total des rémunérations perçues par les six membres du comité de direction dans les sociétés du groupe Tracing Server est de 4 164 043 francs ».

¹¹⁵ Aucune des entreprises de notre échantillon n'a fait référence à ce détail informationnel.

¹¹⁶ La loi de Sécurité Financière du 1er août 2003 est revenue sur ce point et a supprimé cette obligation sauf pour les sociétés cotées ou non cotées, mais contrôlées par une société cotée.

3/ L'exposition des raisons de cette évolution et les éventuels liens avec la performance¹¹⁷.

2.2 Appréciation des informations sur les « ressources humaines »

Les experts interrogés n'ont retenu que deux informations pour caractériser cette composante du capital immatériel. Le Tableau 5.6 décrit leur protocole de notation. Les détails informationnels et des exemples sur ces deux informations sont présentés dans ce paragraphe.

INFO_5 : Productivité des Ressources Humaines dans l'entreprise

L'évaluation de la compétence passe pour la plupart des entreprises par l'évaluation de la compétence de leurs cadres, et plus rarement par celles des autres salariés. Ce phénomène est d'autant plus accentué chez les entreprises technologiques. Pour juger de l'efficacité des ressources humaines, les investisseurs attendent la publication des détails informationnels suivants :

1/ La référence directe à l'information.

2/ Les justifications de l'efficacité à travers des indicateurs classiques : l'âge moyen donne, par exemple, une idée sur la jeunesse de l'entreprise et son savoir-faire. Une constante augmentation de cet indicateur est synonyme d'une accumulation de compétences.

3/ Les justifications plus élaborées : il s'agit souvent d'indicateurs de productivité interne élaborés par les entreprises elles-mêmes. Le calcul de ces indicateurs est, spécifique à chaque entreprise. L'effort de publication sur ce genre de variables est apprécié par les experts et permet de mieux cerner l'efficacité de ses ressources humaines.

Exemple Prospectus d'introduction en bourse de Sword p. 58 Pour prouver la productivité de ces effectifs, l'entreprise présente indicateur calculé à partir des salaires et chiffres d'affaire « ...Le ratio taux journalier moyen/salaire = 3,9, à comparer à un coût salarial de 1,61 en moyenne... ».

¹¹⁷ Aucune des entreprises de notre échantillon, n'a publié ce détail informationnel

Tableau 5.6 : Protocole de Notation : informations sur les « Ressources Humaines »

	Information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
4,01	INFO_5 Efficacité des ressources humaines	Indépendant de l'activité	1,003	1. Référence directe à l'information
			1,003	2. Justification des compétences à l'aide d'indicateurs classiques et reconnus (âge moyen, proportion d'expert dans l'entreprise, niveau de formation initiale, expérience par experts...)
			1,003	3. Justification à l'aide d'indicateurs élaborés développés par l'entreprise (indicateurs de productivité, des taux d'activités...)
			1,003	4. Moyens mis en œuvre par l'entreprise pour maintenir et améliorer cette efficacité (investissements en formation...)
4,79	INFO_6 Stabilité des ressources humaines	Indépendant de l'activité	1,198	1. Référence directe à l'information (stabilité ou non)
			1,198	2. Justification de la stabilité : taux de rétention du personnel, turnover...
			1,198	3. Références aux programmes de fidélisation
			1,198	4. Références aux programmes de transmission de savoir.

4/ Présentation des démarches de l'entreprise pour maintenir cette efficacité et l'améliorer : les indicateurs sur la formation¹¹⁸ sont, dans ce cas, appréciés. Ils contribuent à la transmission d'un savoir et à sa transformation en compétence ou en savoir-faire. « ...ces dépenses augmentent la qualité de chaque salarié, voire la synergie entre les équipes et les équipements » (Bardes, 1997).

INFO_6 : Stabilité des Ressources Humaines dans l'entreprise

Il est certes important de savoir recruter les bonnes personnes pour l'activité de l'entreprise, mais il est également important de savoir les maintenir au sein de cette même entreprise. Cette stabilité est garante de l'évolution du savoir-faire au sein de l'entreprise. Quatre détails informationnels caractérisent cette information :

1/ La référence directe à l'information

2/ Sa justification : Les investisseurs demandent à ce que cette stabilité soit justifiée à travers des indicateurs classiques tels que : l'âge moyen, l'ancienneté, la rotation du personnel, etc.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SODITECH ; p.55 « ... L'indicateur de performance dans ce domaine est le niveau de turn-over. Il est relativement faible et se situe en moyenne sur une année à 0,7 % par mois ».

3/ Les moyens que l'entreprise met en œuvre pour maintenir et maîtriser cette stabilité : l'entreprise doit être à l'écoute du marché des compétences et penser à mettre en place des programmes de fidélisations des équipes en place (veille du marché, capital, stock option).

Exemple 1 : Prospectus d'introduction en bourse de SODITECH ; p.55 « ... Il est donc important pour nous de se tenir informé des pratiques sur le marché pour les différentes qualifications que l'on utilise de façon à se positionner en terme de niveau, de préparer une argumentation, ... réduire le risque de départ encouru lorsque notre proposition est moins avantageuse... ».

Exemple 2 : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD « ...la politique de fidélisation mise en œuvre, tant en termes de capital qu'en termes de stock-options, participe à la stabilité de nos équipes... ».

¹¹⁸ Comme indicateurs on peut citer : la moyenne des années de formation, les investissements en formation (en pourcentage du chiffre d'affaires ou en nombre de (jours/heures) consacrés à la formation par professionnel).

4/ La référence à des programmes de transmission de savoir pour réduire l'effet des départs éventuels et valoriser le savoir-faire collectif de l'entreprise.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD « Sword s'appuie résolument sur des outils composants logiciels, améliorés de projet en projet, qui permettent de ne pas perdre le know-how en cas de départ d'un collaborateur... ».

2.3 Appréciation des informations sur l'« Innovation »

La composante « Innovation » de l'entreprise est appréciée par les experts interrogés, à travers quatre informations. Leur protocole de notation est décrit dans le Tableau 5.7. Les explications de ce protocole et des exemples d'illustrations sont exposées dans ce paragraphe.

INFO_7 : Investissement en R&D

Cette information est appréciée à travers trois détails informationnels

1/ La référence directe à l'information : l'entreprise doit préciser les domaines couverts par ces investissements et les buts poursuivis par l'entreprise.

2/ La présentation chiffrée de ces investissements : l'entreprise doit d'une part décrire l'importance de ces investissements dans l'activité de l'entreprise. D'autre part, elle doit présenter leur évolution dans le temps et par rapport au secteur.

3/ L'exposition de la politique d'investissements futurs de l'entreprise.

INFO_8 : Efficacité de la R&D

Aucune garantie de résultat, n'accompagne les investissements en R&D réalisés par l'entreprise. Toute publication sur les aboutissements de cette politique est appréciée par les investisseurs. Trois détails informationnels caractérisent cette publication :

1/ La référence à l'information

2/ Sa justification par des données statiques

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de Highwave Optical p. 44 « ...La R&D a déjà permis la conception et la fabrication de deux produits stratégiques pour la société : • le stabilisateur de diode (LDS) pour application sous-marine ; • le filtre égaliseur.. »

3/ Les Bénéfices générés pour l'entreprise : ces bénéfices peuvent se matérialiser par des gains de parts de marché, une meilleure productivité de l'entreprise ou encore des revenus supplémentaires.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SILICOMP p. 19 « Les efforts de R & D sont récompensés dès 1997 par le lancement commercial du middleware APPLI-BUS et l'amorce de négociations commerciales avec l'un des leaders mondiaux des applicatifs professionnels..... Cette activité a mobilisé en 1997 sept Ingénieurs de R&D et a généré un revenu d'environ 1,25 MF... ».

INFO_9 : Position dominante en recherche

La position dominante en recherche est un avantage majeur pour l'entreprise. Elle doit être prouvée pour que sa publication soit appréciée par les investisseurs. Trois détails informationnels la caractérisent :

- 1/ La référence à l'information.
- 2/ Sa Justification, soit par des comparaisons avec le secteur, soit par des reconnaissances externes : cette justification est indispensable pour rendre crédible la publication de l'entreprise.
- 3/ L'exposition des moyens que l'entreprise met en oeuvre pour maintenir cette position.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de RIBER : « ...Riber semble être le seul fabricant de machines EJM disposant dans ses locaux d'un laboratoire d'applications... Ce laboratoire d'applications accueille des équipements EJM et d'ultravide utilisés principalement pour la réalisation de tests sur les nouveaux accessoires et la conduite de recherches sur les procédés d'épitaxie.... Riber ...entend accentuer dans le futur ses investissements dans ce domaine... » (Présentation chiffrée des investissements à réaliser)

INFO_10 : Valorisation des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise

L'aboutissement de la R&D se matérialise souvent par la naissance de licences ou de droits de propriétés intellectuelles. L'exploitation de ces droits est valorisable par les investisseurs. Trois détails informationnels caractérisent cette information :

- 1/ La référence à l'information
- 2/ la justification de sa valeur ou l'exposition des bénéfices que l'entreprise peut en tirer : il s'agit généralement de présenter les évolutions du chiffre d'affaires, de la productivité ou encore du bénéfice de l'entreprise.
- 3/ La description de la politique de développement pour mieux valoriser sa propriété intellectuelle.

Tableau 5.7 : Protocole de Notation : Informations sur l'innovation

	information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
5,16	INFO_7 Investissement en R&D	Concerne la plupart des entreprises qui ont décidé d'externaliser ou d'internaliser cette fonction.	1,720	1. Référence directe à l'information (nature des investissements couverts par la R&D)
			0,860	2.1 Chiffrage des investissements : description générale
			0,860	2.2 Chiffrage des investissements : évolution dans le tps et par rapport au secteur
			1,720	3. Politique d'investissement de l'entreprise: Prévisions des investissements dans les années à venir
5,42	INFO_8 Efficacité de la R&D	Concerne la plupart des entreprises qui ont décidé d'externaliser ou d'internaliser cette fonction.	1,807	1. Référence à l'information (référer à des résultats des investissements, ...)
			1,807	2. Justification par des données statiques.
			0,903	3.1 : Bénéfices pour l'entreprise : mettre en avant le savoir-faire acquis, la meilleure productivité, les perspectives de gains de parts de marché
			0,903	3.2 Chiffrage des bénéfices : nouveaux revenus générés, contribution à la part de marché
5,67	INFO_9 Position dominante en recherche	Pour les entreprises ayant optés pour des projets de recherche en interne.	1,890	1. Des dires clairs sur la réalité de la position dominante en Recherche
			1,890	2. Justification de cette position par des données chiffrées ou une reconnaissance du marché.
			1,890	3. Moyens mis en œuvre pour maintenir cette position
5,11	INFO_10 Valorisation des licences, brevets ou droits de propriété intellectuelle ...	Cette information peut ne pas concerner certaines entreprises qui innovent pour le compte de tiers.	1,703	1. Référence directe à l'information
			1,703	2. Justification de la valeur commerciale attribuée à ces biens et bénéfices tirés (vente de licences, revenus supplémentaires...)
			1,703	3. Politique de développement (Augmentation de vente de licences, ...) et justification de la politique

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de MEMSCAP p. 43 « Développer la concession de licences d'utilisation de sa propriété intellectuelle... Sur le marché des communications sans fil, MEMSCAP accorde aux fournisseurs de semi-conducteurs des licences d'utilisation de sa technologie... (L'entreprise expose sa stratégie)... MEMSCAP estime que cette stratégie facilitera et accélèrera la pénétration de sa technologie sur le marché des communications sans fil... ».

2.4 Appréciation de « l'organisation » de l'entreprise

Les experts interrogés lors de l'enquête (chapitre 4) n'ont pas retenu d'informations pour caractériser cette composante du capital immatériel. Ils ont laissé à l'initiative de l'entreprise le choix des informations à publier. Les investisseurs attendent que l'entreprise prouve la qualité de son organisation, son efficacité et sa pérennité. Quatre détails informationnels ont été retenus pour caractériser cette composante du capital Immatériel.

1/ La description juridique et fonctionnelle de l'organisation de l'entreprise.

2/ La référence à la qualité de l'organisation : l'entreprise doit exposer ses choix organisationnels et montrer leur intérêt dans le contexte de son activité.

Exemple : Prospectus d'introduction en Prospectus de BRIME TECHNOLOGIE p. 36 « ...Cette organisation optimise la coordination, la gestion et le suivi des filiales du Groupe. Déchargées de l'ensemble des tâches administratives, ... elles bénéficient d'une forte autonomie opérationnelle, garante de réactivité et de performance.... »

3/ La justification de l'efficacité de l'organisation : l'entreprise doit exposer les avantages qu'elle a tirés d'une telle organisation et les gains réalisés par rapport à une situation antérieure ou par rapport à la concurrence.

Exemple prospectus d'intro SILICOMP p. 32 « ...des efforts particuliers en matière de qualité...Ceux-ci ont été récompensés par l'obtention de la certification ISO 9001 en 1994 sur le site de Grenoble et ... d'importants gains de productivité ont été réalisés sur les équipes d'ingénieurs... Le schéma suivant atteste ce constat...» la description est accompagnée par un schéma qui présente une évolution plus importante du CA / employé durant les deux dernières années durant lesquelles l'évolution organisationnelle a eu lieu.

4/ La preuve de pérennité¹¹⁹ : selon les experts interrogés, les entreprises pensent rarement à pérenniser leur organisation : aucun organigramme de remplacement n'est prévu en cas de disparition du management de l'entreprise.

Tableau 5.8 : Protocole de Notation : Informations sur l'organisation de l'entreprise.

	information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
1	Publications laissées à l'initiative de l'entreprise	Indépendant de l'activité	0,250	1. Référence directe à l'information
			0,250	2. Reconnaissance de la qualité de l'organisation ; objectifs de l'organisation, descriptif du fonctionnement et clefs de réussite ou avantage d'une telle organisation
			0,250	3. Justification de l'efficacité de l'organisation : Gains constatés, amélioration dans le travail ...
			0,250	4. Justification de sa pérennité (organigrammes de remplacements)

2.5 Appréciation des informations sur « L'activité, la concurrence et l'environnement »

Cinq informations ont été retenues, par les experts, pour caractériser cette composante du capital immatériel. Le protocole de notation de ces informations est décrit dans le Tableau 5.9. Les détails informationnels et les exemples de publication des entreprises sont exposés dans ce paragraphe.

INFO_11 : Position concurrentielle dominante

L'acquisition d'une position dominante peut s'avérer un enjeu stratégique surtout pour les jeunes entreprises technologiques (Noe et Parker, 2000).

¹¹⁹ Aucune des entreprises de notre échantillon n'a justifié la pérennité de son organisation. D'après les gérants de portefeuilles interrogés, certaines entreprises prévoient des organigrammes de remplacement mais ne pensent pas à les publier.

L'appréciation de cette information passe par trois détails informationnels :

1/ La référence à l'information.

2/ La justification de la position concurrentielle dominante.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de QUALIFLOW p. 45 « QUALIFLOW... occupe une position de leader avec une part de marché d'au moins 20% en 2000... ». Pour justifier sa position, l'entreprise précise les deux principaux concurrents, les principales réalisations... Voici un exemple de ces propos « Les équipes de QUALIFLOW ont conçu et livré plus de 150 centrales de gaz pour la fibre optique dont... » Elle expose, par ailleurs, les nouveaux positionnements et cite les références clients.

3/ Les moyens que l'entreprise met en œuvre pour maintenir cette position

Exemple : ESI Group p. 48 « ESI Group a participé à la consolidation de son secteur d'activité en rachetant Dynamic Software (produit Optris), ... ce qui lui a permis de renforcer sa part de marché sur les produits d'emboutissage... ».

INFO_12 : Appréciation de la qualité de la concurrence

Cette information est appréciée à travers trois détails informationnels :

1/ La référence à l'information : l'entreprise doit présenter le paysage concurrentiel direct et indirect de son activité.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse d'ITSOFT p. 43 « Afin d'avoir une approche exhaustive de la concurrence, doivent être prises en compte des solutions techniques.. Parmi celles-ci, peuvent être citées : ... » L'entreprise présente par la suite son offre et ses avantages.

2/ La description du positionnement de l'entreprise ou des avantages qu'elle possède par rapport à la concurrence.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD p. 53 (Dans sa comparaison avec la concurrence) « ...Le taux de réussite des chantiers obtenus sur appels d'offres est légèrement supérieur à 50 %.., sur l'activité systèmes d'information géographique ...il dépasse 80 %.. »

3/ Les moyens que l'entreprise met en œuvre pour contrer la concurrence ou l'affaiblir.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse d'ITESOFT « ...la concurrence pourrait s'accroître notamment du fait du regroupement d'acteurs traditionnellement présents sur ce marché... Mais ITESOFT analyse et suit en permanence les mouvements stratégiques de ses concurrents... » L'entreprise envisage des rapprochements pour maintenir sa position.

INFO_13 : Bénéfices tirés des partenariats et alliances

Dans un contexte concurrentiel de plus en plus développé, les partenariats et alliances noués par l'entreprise peuvent représenter un atout stratégique important. L'appréciation des bénéfices tirés de ces partenariats et alliances passe par la publication de trois détails informationnels :

1/ La référence à l'information.

2/ Leur valorisation : L'entreprise doit décrire la durabilité des partenariats et des alliances ainsi que les avantages qu'ils peuvent apporter à l'entreprise.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD p. 50 l'entreprise décrit les types de partenariats et expose les avantages qu'elle en tire « ...engagement de loyauté et de mise à disposition des informations... ».

3/ La description des avantages et des bénéfices éventuels

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD p. 51 « SWORD Group intègre le produit du partenaire, ...l'impact de cette facturation sur le chiffre d'affaires est de l'ordre de 5% ».

INFO_14 : Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise

La publication d'informations concernant les risques de l'entreprise est obligatoire selon la réglementation de l'AMF. Cette publication correspond, dans la plupart des cas, à une description sommaire des risques. Les attentes des investisseurs dépassent ce cadre réglementaire et sont exprimées à travers deux détails informationnels :

1/ La référence à l'information : l'entreprise doit décrire et qualifier les risques encourus. Leur importance relative doit être soulignée dans le contexte de l'activité de l'entreprise.

2/ L'exposition de la politique de l'entreprise pour réduire et contrer ces risques

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de GECI group p. 68 « Dans le cadre de l'introduction en bourse, GECI INTERNATIONAL a décidé de mettre en place, à compter du 1^{er} avril 2001, une politique adéquate de couvertures des risques de change... »

INFO_15 : Analyse du risque technologique

Le risque technologique revêt une importance particulière pour les entreprises innovantes, objet de notre étude. Lors de l'enquête menée au chapitre 4, les experts interrogés, l'ont séparé des risques liés à l'environnement de l'entreprise. Trois détails informationnels le caractérisent.

Tableau 5.9 : Protocole de Notation : Informations sur « l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise »

	Information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
5,49	INFO_11 Position concurrentielle dominante	Indépendant de l'activité	1,830	1. Des dires clairs sur la réalité de la position concurrentielle dominante 2. Justification de la position concurrentielle dominante (des données chiffrées, clientèle de choix...) 3. Moyens mis en œuvre pour maintenir cette position
			1,830	
			1,830	
5,62	INFO_12 Appréciation de la qualité de la concurrence	Indépendant de l'activité	1,873	1. Référence directe à l'information (appréciation de la concurrence) 2. Positionnement par rapport à la concurrence (une mesure chiffrée, un descriptif du Positionnement ou les atouts du positionnement de l'entreprise) 3. Démarches développées pour contrer et atténuer la concurrence (ambitions de l'entreprise et mesures mises en place)
			1,873	
			1,873	
5,42	INFO_13 Bénéfices tirés des partenariats et alliance	Indépendant de l'activité	1,807	1. Référence directe à l'item : descriptif et explicatif des bénéfices pour l'entreprise 2. Valorisation du partenariat : nature du partenariat durable ou pas ? 3. Descriptif et données chiffrées des bénéfices éventuels
			1,807	
			1,807	
4,1	INFO_14 Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	Indépendant de l'activité	2,050	1. Référence directe à l'information (analyse et qualification des risques et non un descriptif) 2. Démarches développées pour contrer ces risques
			2,050	
5,61	INFO_15 Analyse du risque technologique	Oui pour les entreprises de notre échantillon	1,870	1. Analyse et qualification du risque technologique 2. Mesure du risque (chiffage éventuel des risques; Vitesse d'apparition des nouvelles technologies...) ou appréciation de son impact sur l'entreprise 3. Politique de l'entreprise pour contrer ces risques ou les réduire.
			1,870	
			1,870	

1/ La référence directe à l'information : il s'agit de la description du risque.

2/ L'appréciation du risque de la part de l'entreprise

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de Cimex Pharma p. 84 « Le risque à l'égard des évolutions technologiques existe, mais reste très limité par trois facteurs: 1. Les technologies de fabrication des médicaments solides ne subissent pas d'obsolescence aussi rapide que dans d'autres secteurs ... 2... ; 3... »

3/ L'exposition de la politique de l'entreprise ou les actions qu'elle mène pour maîtriser ce risque.

Exemple : prospectus d'introduction en bourse du groupe SILICOMP p. 34 « ...Afin de limiter ce risque, la Société met en avant sa capacité à réaliser de la veille technologique et concurrentielle : • la veille technologique est favorisée par l'implantation du Groupe en Amérique du Nord et ses échanges avec les fournisseurs de nouvelles technologies ; • la veille concurrentielle ...est renforcée par l'implication du Groupe dans les cellules d'orientation de programmes de recherche européens en informatique technologique. A ce titre, Groupe Silicom représente les PME au sein de l'EMC (Executive Management Committee) du consortium européen AIT (Advanced Information Technology). »

2.6 Appréciation des informations sur le « Capital client »

Quatre informations ont été retenues par les experts pour rendre compte du Capital client de l'entreprise. La publication de ces informations est notée selon le protocole du Tableau 5.10. Les informations et les détails informationnels qui les caractérisent sont décrits dans ce paragraphe.

INFO_16 : Part de marché de l'entreprise

L'appréciation de cette information passe par la publication de quatre détails informationnels :

1/ La référence directe à l'information : il s'agit d'une estimation des marchés de l'entreprise.

2/ La justification de la mesure : l'entreprise doit expliquer la méthodologie de la mesure de la part de marché ou présenter des estimations par des sources externes

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse d'ITESOFT p. 43 « ITESOFT bénéficie d'une position de leader-ship sur le marché français, avec une part de marché estimée à 30 % en 2000 par Strategy Partners avec une définition très large du marché... En se limitant plus strictement au marché des grands utilisateurs, ITESOFT estime sa part de marché à plus de 50 % pour 2000... ».

3/ L'exposition de l'évolution de la part de marché : cette information donne une idée sur l'aboutissement de la stratégie de l'entreprise. Généralement les entreprises ne publient ce détail informationnel que lorsqu'une croissance de part de marché est constatée.

4/ La description des perspectives de développement futures. Ces perspectives doivent être exprimées selon les hypothèses réelles liées aux évolutions des marchés.

INFO_17 : Appréciation de la rentabilité des clients

La rentabilité des clients est difficilement appréciable. Dans la plupart des cas, les entreprises l'estiment à partir du chiffre d'affaires réalisé. Elle porte sur des groupes ou des catégories de clients. Cette information est caractérisée par trois détails informationnels :

1/ La référence à l'information

2/ La présentation chiffrée de l'information. Les clients de l'entreprise (ou groupes de clients) doivent être classés en fonction de leur contribution à la rentabilité de l'entreprise. La publication de ce détail informationnel est assez délicate dans la mesure où elle peut causer des externalités négatives à l'entreprise.

3/ L'exposition des moyens que l'entreprise met en œuvre pour améliorer cette rentabilité

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse d'OPTIMIS p. 46 « Les solutions d'OPTIMS sont commercialisées par l'intermédiaire d'une équipe de 23 personnes spécialisées par secteur d'activité... (Référence à la rentabilité de leurs actions) La société prévoit de recruter de nouveaux commerciaux afin de renforcer la vente ... dans le cadre de son développement stratégique. ... A cette organisation viennent s'adosser des groupes de Gestion de Projets rattachés à la direction des Opérations... qui complètent le dispositif de relations clients dans le cas de contrats importants. »

INFO_18 : Fidélisation et Satisfaction du capital client

Cette information, longtemps exploitée en marketing, est aujourd'hui appréciée par les investisseurs. Elle permet de savoir si les résultats de l'entreprise sont promis à une amélioration ou une détérioration. Trois détails informationnels la caractérisent :

1/ La référence directe à l'information.

Exemple : prospectus d'introduction en bourse de CAST p. 51 : « ...du Marketing Relationnel : élaboration de « Customer Story », réalisation d'enquêtes de satisfaction, mise en place d'un site Internet dédié, pour développer au mieux les relations entre les Clients et CAST... ».

Tableau 5.10 : Protocole de Notation : Informations Sur le Capital Client

	information	Signification selon l'activité	Notation	
			Fraction	Détails informationnels
5,78	INFO_16 Part de marché de l'entreprise	Oui	1,445	1. Référence directe à l'information (présentation chiffrée de la part de marché (chiffre statique) avec définition précise du marché) 2. Justification de la mesure par la définition de la mesure et éventuellement la méthode de calcul, nature éventuellement les clients les plus importants 3. Croissance de la part de marché, taux de croissance, évolution annuelle ... 4. Perspectives de la part de marché en fonction de la nature, l'étendue et les possibilités d'évolution du marché (se recentrer sur ces métiers de base ou évoluer ? Adaptabilité de l'entreprise aux évolutions)
			1,445	
			1,445	
			1,445	
5,32	INFO_17 Appréciation de la rentabilité de la clientèle	Oui	1,773	1. Référence directe à l'information 2. Répartition du chiffre d'affaires par client ou types de client 3. Moyens mis en œuvre pour améliorer cette rentabilité : moyens commerciaux mis en place, organisation de la vente ...
			1,773	
			1,773	
5,91	INFO_18 Fidélisation et Satisfaction de la clientèle	Indépendant de l'activité	1,970	1. Référence directe à l'information 2. Justification (exemple : pas de litiges/ client depuis x années dans l'entreprise) 3. Politique pour maintien ou amélioration de la tendance (enquête auprès de la clientèle, politique de suivi de la clientèle...
			1,970	
			1,970	
5,53	INFO_19 Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	Indépendant de l'activité	1,383	1. Référence directe à l'information (dépendance ou non-dépendance) 2. Justification par un descriptif chiffré (descriptif de la clientèle, parts de marchés par les gros clients, nature des contrats...) 3. Politiques pour amélioration ou maintien de la tendance (évolutions futures) 4. Justification de l'amélioration de la dépendance suite à l'effort de l'entreprise (données chiffrées si réelle amélioration)
			1,383	
			1,383	
			1,383	

2/ Sa justification soit par des indices de satisfaction soit par des ratios de fidélisation. Les entreprises emploient souvent des taux de récurrences dans les commandes pour rendre compte de la satisfaction de leur clientèle.

Exemple 1 : Prospectus d'introduction en bourse de Micropole p. 68 : « la récurrence de missions avec les clients est importante (depuis plusieurs années, près de 70 % du chiffre d'affaires d'une année est réalisé avec les anciens clients), ce qui permet de stabiliser l'activité commerciale. »

Exemple 2 : Prospectus d'introduction en bourse de Sword : « Le taux de fidélisation de la clientèle est égal à 100 % : il s'agit du nombre de clients reconduisant des contrats en année A, comparé au nombre de clients de l'année A-1. Ceci est calculé depuis 1999 pour les sociétés DDS et Profiler et depuis 1992 pour les autres activités. » (Tableau et chiffres à l'appui)

3/ L'exposition de la politique de l'entreprise pour maintenir le niveau de satisfaction de la clientèle ou l'améliorer.

Exemple : Prospectus d'intro EGIDE : p. 30 : « ...la qualité des produits d'EGIDE est soumise à un grand nombre d'audits réguliers par ses clients... » Présentation chiffrée des résultats d'enquêtes réalisées auprès des clients

INFO_19 : Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients.

Les entreprises technologiques sont souvent des entreprises de petites tailles qui dépendent d'un nombre réduit de clients. L'information sur la dépendance à l'égard de la clientèle s'avère dans ce contexte importante : quatre détails informationnels la caractérisent :

1/ La référence à l'information.

2- Sa justification.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de SWORD « Les dix premiers clients de SWORD Group ont représenté 47,9 % du chiffre d'affaires 2001... Les vingt cinq premiers en représentent quant à eux 87 %. SWORD Group est peu dépendant de ses clients : en effet, son premier client ne représente pas plus de 9 % du chiffre d'affaires 2001. »

3/ L'exposition de la politique de l'entreprise pour maintenir une situation d'indépendance vis-à-vis de la clientèle ou améliorer une situation de dépendance

4/ La justification de l'aboutissement de la politique de l'entreprise.

Exemple : Prospectus d'introduction en bourse de CAST p. 72 : «... la part des 10 premiers clients dans le chiffres d'affaires total ... est passée de 49 % à 37 %, celle du premier étant passée de 14 % à 9 %. Les contrats importants font souvent l'objet de ventes récurrentes (maintenance et achats supplémentaires) à faible coût commercial... »

Section 3. Application aux entreprises technologiques

Dans cette section, nous allons appliquer l'indicateur de mesure, défini précédemment, aux entreprises technologiques introduites en bourse sur le marché français. Nous définirons, dans un premier temps, notre échantillon. Nous étudierons, par la suite, les caractéristiques de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel.

3.1 Echantillon

3.1.1 Principes de sélection de l'échantillon

Pour assurer, une cohérence de notre travail, nous n'avons étudié que l'effort informationnel fourni par les entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse. Nous avons fait ce choix parce que l'indice de mesure que nous avons appliqué pour l'étude de cet effort a été développé, essentiellement, avec des experts s'occupant de ce genre d'entreprises¹²⁰.

Par ailleurs, le capital immatériel semble être plus développé chez les entreprises technologiques. La publication d'informations sur les stratégies, le management, la direction de l'entreprise, la qualité des équipes innovantes... est fortement appréciée pour ces entreprises dans un contexte d'introduction en bourse (Buck et *al.* 2005).

Pour sélectionner les entreprises de notre échantillon, nous nous sommes procuré la liste des introductions en bourse durant la période 1996-2004 auprès d'Euronext Paris. Durant cette période, 177 entreprises se sont introduites sur le Nouveau Marché et 245 sur le Second Marché¹²¹. Les émissions réalisées sur le Premier Marché (règlement mensuel et marché au comptant) ont été ignorées : en effet, les entreprises concernées appartiennent pour la plupart à des secteurs traditionnels et présentent des capitalisations boursières et des volumes de transactions très supérieurs à ceux des sociétés cotées sur le Nouveau et Second Marché.

¹²⁰ Nous avons par ailleurs, dans la dernière section du chapitre 4, interrogé d'autres experts s'occupant de secteurs autres que technologiques. Les réponses que nous avons obtenues sont peu différentes de celles données par les experts habitués à analyser des entreprises technologiques. Nous n'avons pu étendre notre raisonnement aux autres secteurs du fait du nombre limité de ces réponses.

¹²¹ Ces deux marchés ont disparu en 2005. La fusion des marchés a donné naissance à Eurolist et Alternext.

Le Tableau 5.11 présente les étapes de sélection de l'échantillon. A partir des 422 introductions réalisées sur le Nouveau et Second marché entre 1996 et 2004, nous avons éliminé les entreprises financières et transférées. Nous avons, par la suite, identifié, les entreprises technologiques¹²² à travers une étude de leur activité.

Nous avons tenté d'obtenir l'ensemble des prospectus d'introduction en bourse de ces entreprises technologiques soit auprès de l'AMF soit auprès des entreprises elles-mêmes. Nous n'avons pu obtenir que 107 prospectus d'introductions en bourse.

Tableau 5.11 : Procédure de sélection de l'échantillon

Caractéristiques de l'échantillon	Nombre d'entreprises
Entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français	422
- Exclusion de transferts, fusions et scissions	56
- Exclusion des entreprises financières et non technologiques	228
= Entreprises Technologiques	138
Exclusion des entreprises dont les prospectus ne sont pas disponibles	31
Echantillon final	107

Ainsi note échantillon comprend 107 entreprises : leur répartition par année et par marché est présentée dans le Tableau 5.12. Au total 76 entreprises se sont introduites sur le Nouveau marché (71% de l'échantillon total) et 31 entreprises sur le Second Marché. Les raisons du déséquilibre proviennent essentiellement de la réparation sectorielle sur ces deux marchés. Les entreprises technologiques s'introduisent majoritairement, pour la première fois, sur le Nouveau Marché. Celles qui ont choisi de s'introduire sur le Second marché sont moins nombreuses et résultent, dans bon nombre de cas, de transferts d'autres marchés.

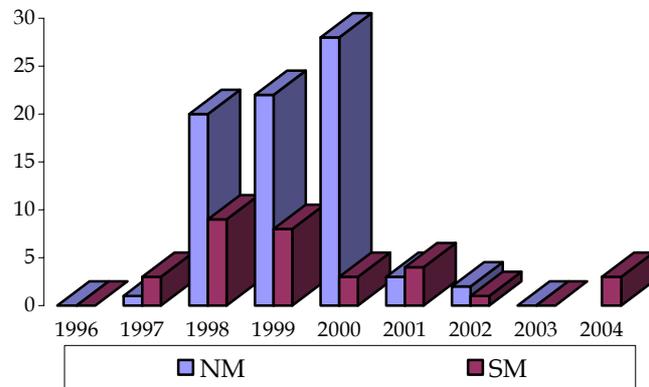
Par ailleurs, la répartition de l'échantillon sur la période d'étude est équilibrée. 33 entreprises se sont introduites avant la bulle internet. Respectivement, 32 et 42 entreprises se sont introduites pendant et après la Bulle¹²³.

¹²² Nous n'avons pas retenu les entreprises Internet. Celles-ci se servent de la technologie pour exercer dans les domaines de la distribution et des médias

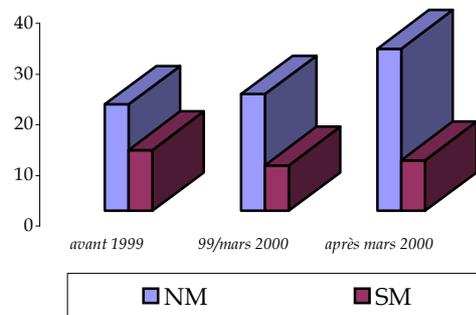
¹²³ Nous avons considéré les dates du 1^{er} Janvier 1999 et 31 Mars 2000 comme les dates de début et de fin de la bulle Internet. Ces mêmes dates ont été également choisi dans l'article de Labégorre et Boubaker (2005) traitant des introductions en bourse sur le marché français.

Tableau 5.12 : Distribution des introductions en bourse de l'échantillon

	NM	SM	Total
1996	0	0	
1997	1	3	4
1998	20	9	29
1999	22	8	30
2000	28	3	31
2001	3	4	7
2002	2	1	3
2003	0	0	0
2004		3	3
Total	76	31	107



	NM	SM	Total
Avant 1999	21	12	33
Janvier 99/mars 2000	23	9	32
Après mars 2000	32	10	42
Total	76	31	107



La répartition sectorielle de l'échantillon est décrite dans le Tableau 5.13. Les entreprises informatiques sont les plus nombreuses : elles constituent 60,74% de l'échantillon total. Elles englobent différentes activités qui vont du consulting à la production de logiciels et progiciels à forte valeur ajoutée.

Ces entreprises sont en moyenne, moins intensives en R&D que l'ensemble des entreprises de l'échantillon. Leur potentiel est, essentiellement, concentré autour des Ressources Humaines et du Capital client.

Plus tard dans la thèse, la répartition en fonction de l'intensité en R&D sera retenue pour tester l'impact du secteur dans notre travail économétrique.

Tableau 5.13 : Secteurs d'activité des entreprises constituant l'échantillon

	NM	SM	Total
Aéronautique	2	1	3
Equipement médical	3	2	5
Equipement en télécommunication et en informatique	6	1	7
Informatique/Logiciel/Progiciel	50	15	65
Innovation pour l'industrie	8*	8**	16
Pharmaceutique et Biotechnologie	4	4	8
Semi-conducteur	3	0	3
	76	31	107

* Dont 2 en électronique ; ** Dont 3 en électronique

3.1.2 Caractéristiques de l'échantillon

Le Tableau 5.14 résume les statistiques descriptives des entreprises de notre échantillon. Ces dernières attendent en moyenne près de onze ans et demi avant de s'introduire en bourse. Cette moyenne est plus élevée pour le Second Marché (19 années) que pour le Nouveau Marché (8 années).

Les entreprises de notre échantillon sont plus jeunes que celles étudiées dans des travaux antérieurs sur le marché Français. Degeorge et Derrien (2001) identifient un âge moyen de 18 ans pour un échantillon de 243 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché entre 1991 et 1998 (21 ans pour le second marché et 9 ans pour le Nouveau Marché). Faugeron Crouzet (1997) obtient un âge moyen de 32 ans sur un échantillon d'entreprises introduites sur le Second marché sur la période 1983-1994. De son côté, Labégorre (2003) trouve une moyenne de 24,7 années sur un échantillon de 295 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français entre 1994 et 2000.

Cette différence d'âge s'explique par la nature des entreprises de notre échantillon. En effet, les entreprises technologiques sont en moyenne plus jeunes lors de leur introduction en bourse que des entreprises appartenant à des secteurs plus traditionnels.

Tableau 5.14 : Statistiques descriptives du Chapitre 5

	N	Moyenne	Médiane	Ecart type
Opération				
AGE	107	11,67	10	9,75
PUBLIC (actions en milliers)	107	1381,87	625,50	2567,71
Soit en pourcentage	107	24,26%	22,38%	9,27%
dont créées (actions en milliers)	107	1071,09	403,87	2359,60
soit en pourcentage	107	17,10%	17,91%	10,23%
Fonds levés (en milliers d'euros)	107	18571,49	10878,84	18905,24
Capitalisation boursière (en milliers d'euros)	107	97621,22	61652,48	146339,68
Bilan et Compte de résultat				
Capitaux Propres_ Av IPO	107	3784,52	1942,16	4413,46
Total de L'actif_ Av IPO	107	7715,46	5761,81	8006,05
Taux d'endettement_ Av IPO	107	68,00%	48,26%	91,13%
Chiffre d'affaires_ Av IPO	107	9987,93	6665,39	13612,95
Capitaux Propres_ Ap IPO	107	10750,48	7543,10	13759,59
Total de L'actif_ Ap IPO	107	15003,15	8259,46	18411,23
Taux d'endettement_ AP IPO	107	57,67%	44,51%	88,55%
Chiffre d'affaires_ Ap IPO	107	13027,63	5963,18	22888,21
Prospectus				
Taille du prospectus	107	95,6	96,0	24,4
pages consacrées à l'activité	107	31,9	32,0	9,7
Part consacrée à l'activité	107	35,96%	35,21%	6,43%

Par ailleurs, les entreprises de notre échantillon présentent un actionnariat peu dilué. En moyenne, 24% des actions sont diffusées dans le public. Ainsi les actionnaires d'origine conservent plus de 75% des actions de l'entreprise. Cette diffusion provient essentiellement de création d'actions nouvelles (17,10 %). Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Schatt et Roy en 2001. Sur leur échantillon de 220 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français sur la période 1996-2000, 24 % des actions sont diffusées dans le public.

Les entreprises de notre échantillon lèvent en moyenne 18,571 millions d'euros au moment de l'Introduction en bourse. Ce résultat est supérieur à celui obtenu par Fougeron-Crouzet en 1997. Les 321 entreprises de son échantillon, introduites sur le Second marché entre 1983 et 1994, lèvent en moyenne 54 millions de francs au moment de l'IPO (soit 8,23 millions d'euros). Notre résultat est par contre inférieur à celui obtenu par Labégorre en 2003 sur un échantillon d'entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché entre 1994 et 2000. Ces dernières lèvent en moyenne 295 millions de francs (soit 44 millions d'euros).

La composition de notre échantillon (forte proportion d'entreprises introduites sur le NM) est à l'origine de ce déséquilibre : en effet, les entreprises du nouveau marché lèvent en moyenne moins de fonds que les entreprises introduites sur le Second Marché.

L'étude des données comptables des entreprises de notre échantillon montre l'influence de l'ouverture du capital sur l'évolution des fonds propres. Ces derniers passent en moyenne de 3,7 Millions d'euros avant l'introduction à 10,7 millions d'euros après l'introduction. Les taux d'endettement constatés après l'introduction en bourse sont nettement inférieurs à ceux constatés avant l'ouverture du capital (57,70% au lieu de 68%). Ce constat place l'introduction comme moyen alternatif au crédit pour le financement de la croissance de l'entreprise¹²⁴.

Le Tableau 5.14 montre également une évolution sensible du chiffre d'affaires suite à l'ouverture du capital (9,7 Millions d'euros avant l'introduction à 13 millions après l'introduction). Cette amélioration est certainement due aux nouveaux investissements réalisés par l'entreprise mais également au gain de notoriété procuré par la présence de l'entreprise à la cote.

Dans un dernier point, l'étude du contenu informationnel des prospectus d'introduction en bourse des entreprises de notre échantillon, a montré l'importance accordée par les entreprises à la description de leurs activités et ressources.

Le titre 4 du prospectus (consacrée à l'activité) occupe en moyenne 35% de l'ensemble du prospectus. La majorité des informations recherchées sur le capital immatériel de l'entreprise sont issue de cette partie du prospectus. D'autres informations sont reportées dans les titres 6 et 7 du prospectus. Le titre 6 décrit les informations sur la direction de l'entreprise. Le titre 7 présente les perspectives d'évolution et les plans de développement. Sur les introductions intervenues entre 1997 et 2001, ce titre est rarement présenté. Son contenu est généralement inclus dans le titre 4 du prospectus.

¹²⁴ Dans les précédentes introductions en bourse, notamment sur le second marché français, la diffusion d'actions dans le public se fait uniquement par la cession de titres par les actionnaires d'origine.

3.2 Application de l'indicateur de mesure aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse

L'application de l'indice développé dans les deux précédentes sections, nécessite le recours à l'analyse de contenu des prospectus d'introduction en bourse des entreprises de notre échantillon. Nous rappellerons dans ce paragraphe, les caractéristiques de cette analyse et nous l'appliquerons aux entreprises technologiques introduites en bourse durant la période 1997-2004.

3.2 Principes de l'analyse de contenu

Cette analyse consiste en la recherche et le dénombrement d'éléments (préalablement précisés) dans les supports d'informations communiqués par les entreprises. Cette technique a souvent été utilisée en finance (Rogers et Grant, 1997 ; Breton et Taffler, 2001) et les conditions de sa validité sont aujourd'hui standardisées (Bardin, 1998).

Il s'agit de respecter un principe d'objectivité pour permettre la reproduction de l'analyse quelle que soit la personne qui l'effectue. La démarche consiste, ici, à lire entièrement les prospectus des entreprises de l'échantillon et au fur et à mesure de cette lecture, à comparer les informations présentées par chaque entreprise à celles qui font partie de la liste d'informations caractérisant « l'effort optimum de publication »¹²⁵.

En pratique, une grille de notation a été conçue pour procéder à l'analyse de chaque prospectus. Cette grille reprend les informations retenues lors de l'enquête et mesure l'adéquation des publications des entreprises aux attentes exprimées par les investisseurs (Cf. annexe 5.1).

Bien que nous ayons, rigoureusement, précisé dans la section 2 la méthode de notation des entreprises et tenu compte des impératifs pratiques (dans la définition des détails informationnels), le travail sur les prospectus n'en reste pas moins difficile. Même si la démarche est purement quantitative, elle nécessite un effort d'appréciation important pour identifier et caractériser les informations de chaque document par rapport à celles identifiées avec les experts.

¹²⁵ L'effort optimum de publication a été défini dans le Chapitre 4 de la thèse. L'interrogation itérative des experts (méthode Delphi) a permis l'identification d'un consensus autour de cet optimum.

La difficulté de catégorisation des éléments du contenu du prospectus d'introduction en bourse est liée à la nature même de l'information et à la manière dont elle est présentée. Certains détails informationnels sont facilement codifiable et ne prêtent à aucune hésitation (Exemple : référence directe à l'information, Chiffrage des investissements en R&D : l'information est présente telle quelle dans le prospectus ou bien n'y figure pas). La catégorisation est plus difficile quand le détail informationnel est incomplet ou contient des éléments narratifs. Nous avons insisté dans la définition des détails informationnels sur la justification chiffrée dans plusieurs cas, mais nous avons remarqué lors de la notation des entreprises, que plusieurs détails informationnels attendus de la part des experts sont présents sans qu'ils répondent de manière exacte aux attentes.

Exemple 1 : la justification de la stabilité des ressources humaines passe souvent par la publication de taux de rotation du personnel. Ce taux, pris dans l'absolu ne permet pas de justifier la stabilité, mais sa comparaison par rapport au secteur ou par rapport aux années précédentes peut permettre de le faire¹²⁶. Une qualification du détail informationnel doit être introduite pour juger la publication de l'entreprise.

Exemple 2 : la justification de la dépendance vis-à-vis des clients de l'entreprise peut nous mener à la publication de détails informationnels appréciés différemment par les investisseurs : en effet, l'entreprise peut justifier une situation de dépendance (publier une mauvaise nouvelle) ou d'indépendante (publier une bonne nouvelle). Dans ce genre de cas, nous avons considéré la publication de mauvaises nouvelles comme signal pour réduire la sanction boursière (Skinner, 1994). Ainsi, une entreprise qui publie une mauvaise nouvelle est notée, mais sa note est inférieure à celle d'une entreprise qui publie une bonne nouvelle.

Pour répondre à ces difficultés, nous avons introduit dans notre échelle de notation une spécification de la qualité du détail informationnel. En fonction de l'information fournie par l'entreprise, le détail informationnel est spécifié :

« b » ou « bonne information ou détail informationnel » s'il répond, d'une manière compétente, aux attentes des investisseurs (selon l'échelle de mesure définie dans la section précédente) ou amène une « bonne nouvelle ».

¹²⁶ Au même temps le lecteur du prospectus d'introduction en bourse (l'investisseur) est en mesure de l'interpréter sans attendre une information supplémentaire de la part de l'entreprise.

« m » ou « moyenne information ou détail informationnel » s'il répond, d'une manière incomplète, aux attentes des investisseurs ou amène une « mauvaise nouvelle ».

Par ailleurs, conformément à la construction de notre indice de mesure, nous avons tenu compte des spécificités des entreprises. Certaines informations ne sont pas publiées par ces dernières parce qu'elles ne cadrent pas avec leurs activités. Il s'agit essentiellement d'informations sur l'innovation de l'entreprise.

Exemple : Dans quelques cas d'entreprises informatiques, aucune publication d'informations sur la « Valorisation des licences, brevets ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise » n'est présente dans les prospectus d'introductions en bourse. L'absence de cette information ne signifie pas une omission délibérée de la part de l'entreprise : cette dernière est, souvent, non concernée par l'information soit parce qu'elle innove pour le compte de tiers soit parce que l'exploitation de ses licences relève de la conquête de parts de marché.

Dans ce cas, nous avons introduit dans la grille de notation une spécification « NC » (non concernée) et avons procédé à un nouveau calcul des pondérations des informations retenues dans l'indice (Cf. annexe 5.1). Cette démarche nous évite de sanctionner une entreprise pour l'absence d'une information qui ne la concerne pas directement.

3.2.2 Caractéristiques de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel

L'application de l'indicateur de mesure aux entreprises de notre échantillon donne les résultats résumés dans le Tableau 5.15. Une inadéquation entre les attentes des investisseurs et les pratiques de publication des entreprises semble exister. En effet, les publications des entreprises sur leur capital immatériel sont peu développées. Ces dernières obtiennent en moyenne un Score de « 0,378 » sur un Score maximum de « 1 »¹²⁷. Les publications sur les ressources humaines ($S_2 = 0,459$) et le capital client ($S_6 = 0,439$) semblent contribuer d'une manière importante à l'établissement de ce score.

¹²⁷ Le Score maximum est attribué à l'entreprise qui atteint l'optimum de publication défini par les experts (Cf. Chapitre 4 et les deux premières sections du Chapitre 5).

Tableau 5.15 : Mesure de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel

S1,S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication au moment de l'introduction en bourse sur, respectivement les catégories d'informations suivante : « direction et encadrement de l'entreprise », « Autres Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, la Concurrence et l'environnement » et « Capital Client » ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse.

Echantillon Global	Nbre	Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Ecart type
S1	107	0,038	0,685	0,338	0,320	0,154
S2	107	0,000	0,943	0,459	0,500	0,252
S3	101	0,000	0,832	0,312	0,355	0,204
S4	107	0,000	0,750	0,370	0,375	0,209
S5	107	0,000	0,726	0,353	0,391	0,176
S6	107	0,000	0,761	0,439	0,441	0,207
SCORE	107	0,106	0,612	0,378	0,418	0,148

Tableau 5.16 : Effort informationnel sur le capital immatériel et marché d'introduction

	Moyenne NM			Moyenne SM			Différences des Moyennes ANOVA		Différence des medians Mann-Whitney	
	Nbre	moyennes	Médianes	Nbre	Moyennes	Médianes	F	Sig.	Z	Sig
SCORE	76	0,377	0,416	31	0,383	0,431	0,042	0,839	-0,288	0,773
S1	76	0,336	0,320	31	0,341	0,345	0,025	0,874	-0,052	0,959
S2	76	0,420	0,432	31	0,555	0,614	6,667	0,011**	-2,471	0,013**
S3	73	0,301	0,330	28	0,341	0,355	0,787	0,377	-0,930	0,352
S4	76	0,378	0,375	31	0,351	0,250	0,379	0,539	-0,481	0,630
S5	76	0,364	0,392	31	0,326	0,324	0,974	0,326	-0,567	0,571
S6	76	0,449	0,444	31	0,416	0,437	0,550	0,460	-0,697	0,486

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

La publication d'informations sur le capital immatériel a été peu étudiée dans la littérature. A notre connaissance seuls Bukh et *al.* (2005) et Van Der Zahn et Singh (2005) ont étudié l'étendue des publications des entreprises sur leur capital immatériel dans un contexte d'introduction en bourse.

Bukh et *al.* (2005) montrent, sur un échantillon de 68 introductions réalisées entre 1999 et 2001 sur le Copenhagen Stock Exchange, que les entreprises publient en moyenne 30,6 informations sur leur capital immatériel par rapport à un ensemble de 78 informations préalablement sélectionnées dans la littérature soit un score de « 0,392 » (maximum de publication atteint en 1999)

De leurs côté, Van Der Zahn et Singh (2005), sur un échantillon de 334 entreprises introduites sur le marché de Singapour sur la période 1997-2004, montrent que les entreprises publient 28,9 informations sur un ensemble de 81 informations préalablement sélectionnées soit un score de « 0,356 » (maximum atteint en 2003).

Comme pour les résultats de notre étude, l'étendue de la communication sur le capital immatériel reste assez faible pour ces deux auteurs. Ces travaux contribuent à l'explication de l'insatisfaction des investisseurs à l'égard des publications des entreprises (Wallace, 1988 ; Riahi- Belkaoui, 1997 ; Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001).

Par ailleurs, la formation du Score, mesurant l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel, ne semble pas être influencée par le marché d'introduction (Cf. Tableau 5.16). Certes on observe une légère supériorité dans la moyenne des scores des entreprises introduites sur le Second Marché par rapport à celles introduites sur le Nouveau Marché (0,383 contre 0,377) mais cette supériorité n'est pas statistiquement significative. Seule l'information fournie sur les ressources humaines semble différencier les entreprises introduites sur le NM de celles introduites sur le Second Marché. Ces dernières, étant plus mature, disposent de savoir-faire plus développé et de ressources plus stables.

L'observation de la formation du score sur la période d'étude (1997-2004) semble confirmer l'absence d'une influence du marché d'introduction sur le niveau d'effort informationnel fourni par l'entreprise (Cf. Tableau 5.23).

En effet en subdivisant notre échantillon en trois sous échantillons, selon la période d'introduction¹²⁸, aucune différence significative n'a été observée entre les scores des entreprises introduites sur le Nouveau marché et ceux des entreprises introduites sur le Second Marché.

La période d'introduction en bourse semble, quant à elle, influencer l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel (Cf. Tableau 5.17). Les scores des entreprises s'établissent à des niveaux plus ou moins élevés en fonction de la date d'introduction. Ils sont, en moyenne, égaux à « 0,341 » pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet. Ils sont de l'ordre de « 0,382 » et de « 0,410 » pour les entreprises introduites respectivement avant et après la bulle Internet. Cette différence, dans l'établissement des scores par rapport aux périodes d'introductions, a été confirmée d'une manière statistique par le test de Kruskal Wallis ($\chi^2 = 4,978^*$).

Par ailleurs, une différence significative ($\chi^2 = 14,216^{***}$) a été observée dans les publications sur « l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise » (S5_P1=0,375 ; S5_P2=0,260 ; S5_P3=0,414). L'examen plus approfondi des pratiques de publications des entreprises montre que ces dernières utilisent davantage d'éléments narratifs dans leurs prospectus pendant la bulle Internet. Des justifications plus chiffrées et des comparaisons avec le secteur ont souvent été remarquées pendant les autres périodes (hors bulle Internet).

L'analyse de l'évolution de l'effort informationnel par marché sur la période d'étude, montre une plus grande régularité dans les publications des entreprises introduites sur le Nouveau Marché. Le test de Kruskal Wallis ne montre aucune différence significative dans l'établissement des scores. Ces derniers s'établissent à des niveaux similaires sur toute la période 1997-2004. La qualité des publications des entreprises introduites sur le Second Marché, semble être, quant à elle, influencée par la période d'introduction. Les Scores S4 (Organisation ; $\chi^2 = 10,225^{***}$), S5 (activité... ; $\chi^2 = 8,472^{**}$), S6 (Capital client ; $\chi^2 = 7,632^{**}$) et le Score global ($\chi^2 = 7,048^{**}$) s'établissent à des niveaux significativement différents sur la période d'étude.

¹²⁸ Nous avons retenu trois périodes d'étude définies par rapport à la bulle internet. Celle-ci s'est étendue sur la période Janvier 1999- mars 2000. Ces mêmes dates ont été retenues dans une étude antérieure réalisée sur le marché français (Labégorre et Boubaker, 2005). Ainsi la période 1 (avant bulle) couvrent les introductions réalisées entre 1997 et fin 1998 ; la période 2 (pendant la bulle) celles intervenues de janvier 1999 à mars 2000 et la période 3 (après la bulle) celles intervenues après mars 2000.

Tableau 5.17: Evolution de l'effort informationnel sur la période d'étude : test de Kruskal Wallis

S1, S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication au moment de l'introduction en bourse, respectivement sur les catégories d'informations suivantes : « Direction et encadrement de l'entreprise », « Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, la Concurrence et l'environnement » et « Capital Client » ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; N, la taille de l'échantillon ; N_P1 ; N_P2 et N_P3 les nombres d'introductions en bourse intervenues respectivement lors de la période 1, la période 2 et la période 3.

Echantillon Total						
	N	N_P1	N_P2	N_P3	χ^2	Sig
S1	107	33	32	42	0,210	0,900
S2	107	33	32	42	0,852	0,653
S3	101	31	32	38	4,044	0,132
S4	107	33	32	42	2,010	0,366
S5	107	33	32	42	14,216	0,001***
S6	107	33	32	42	1,922	0,383
SCORE	107	33	32	42	4,978	0,083*

Nouveau Marché						
	N	N_P1	N_P2	N_P3		Sig
S1	76	21	23	32	0,999	0,607
S2	76	21	23	32	1,467	0,480
S3	71	19	23	29	2,071	0,355
S4	76	21	23	32	1,113	0,573
S5	76	21	23	32	6,278	0,043**
S6	76	21	23	32	0,363	0,834
SCORE	76	21	23	32	0,963	0,618

Second Marché						
	N	N_P1	N_P2	N_P3		Sig
S1	31	12	9	10	0,896	0,639
S2	31	12	9	10	0,562	0,755
S3	30	12	9	9	4,860	0,088
S4	31	12	9	10	10,225	0,006***
S5	31	12	9	10	8,472	0,014**
S6	31	12	9	10	7,631	0,022**
SCORE	31	12	9	10	7,048	0,029**

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

L'analyse par année, semble confirmer la baisse de l'effort informationnel fourni par les entreprises sur la période 1999- 2000 (Cf. Graphique 5.1)¹²⁹. Cette baisse d'effort peut provenir soit d'une moindre qualité des publications (dominance d'éléments narratifs, absences de justifications chiffrées¹³⁰) soit d'une réduction du nombre d'informations ou de détails informationnels communiqués par l'entreprise.

Pour cerner les déterminants de cette baisse, nous avons calculé les fréquences d'apparition des détails informationnels¹³¹ dans les prospectus des entreprises. Deux méthodes ont été employées :

L'une met en évidence l'aspect quantitatif de la communication des entreprises : le calcul des fréquences ne tient pas compte, dans ce cas, de la qualité du détail informationnel communiqué. L'entreprise obtient 1 point à chaque fois qu'un détail informationnel dont la publication est attendue apparaît dans son prospectus.

L'autre intègre l'aspect qualitatif de la communication des entreprises : L'entreprise obtient 1 point à chaque fois que le détail informationnel communiqué est de qualité « b », elle obtient 0,5 point à chaque fois que le détail communiqué est de qualité « m ».

Le résultat de l'application de ces deux méthodes est résumé dans le Tableau 5.18.

Les entreprises introduites en 2000 semblent communiquer moins d'informations dans leur prospectus que d'autres entreprises introduites à d'autres années. Elles publient en moyenne 30,74 informations sur un total de 69. Ces informations communiquées semblent par ailleurs de meilleure qualité que celles communiquées en 1999. Elles accordent à l'entreprise un score qualitatif de 23,29 contre un score de 22,37 obtenu en 1999 pour un nombre plus important d'informations.

¹²⁹ Nous n'avons pas pu tester statistiquement cette évolution du fait du nombre réduit des observations par année.

¹³⁰ Les détails informationnels publiés dans ce cas, seront qualifiés de « m » dans la grille de notation des entreprises et apporteront une moindre note à l'entreprise par rapport à d'autres détails de meilleure qualité.

¹³¹ Chaque information est caractérisée par un certain nombre de détails informationnels. Au total une entreprise peut publier jusqu'à 69 détails informationnels (Cf. annexe 5.1 pour l'énumération de ces détails).

Tableau 5.18 : Fréquences d'apparition des Détails informationnels par année d'introduction

		Méthode 1	Méthode 2
		(0;1)	(0;0,5;1)
1997	Moyenne	40,50	30,63
	Médiane	42,00	30,75
1998	Moyenne	32,79	25,66
	Médiane	33,00	28,00
1999	Moyenne	31,17	22,37
	Médiane	33,00	25,00
2000	Moyenne	30,74	23,29
	Médiane	32,00	26,50
2001	Moyenne	34,14	26,79
	Médiane	33,00	25,00
2002	Moyenne	35,00	26,00
	Médiane	39,00	31,50
2004	Moyenne	47,33	36,33
	Médiane	49,00	36,00

Le Tableau 5.18 montre également que les fréquences d'apparition des détails informationnels des entreprises s'établissent à des niveaux équivalents avant et après la bulle Internet. L'étude plus approfondie de ces détails montre une concentration plus importante autour d'un nombre réduit d'informations pour les entreprises introduites après la bulle internet.

Certes les détails informationnels recensés sur la période 1997-1998 sont aussi nombreux que ceux recensés à la période 2001-2004, mais ils définissent plus d'informations avec forcément une moindre qualité (peu de détails informationnels par information publiée).

Les études de Bukh et al (2005) et Van Der Zahn et Singh (2005) basés sur la construction d'indices non pondérés à partir d'un listing d'informations sur le capital immatériel sont tout à fait comparables à notre travail.

Bukh *et al.* (2005) montre, sur un échantillon de 68 entreprises introduites en bourse sur le Copenhagen Stock Exchange entre 1999 et 2001, une évolution des publications sur le capital immatériel. Les entreprises de l'échantillon communiquent, en moyenne, 30.6 informations sur un ensemble de 78 informations préalablement sélectionnées. Conformément à nos résultats, les auteurs mettent en évidence, une baisse de la communication des entreprises en 2000.

De leur côté, Van Der Zahn et Singh (2005) soulignent, sur un échantillon de 334 entreprises introduites sur le marché de Singapour sur la période 1997-2004, l'amélioration des publications sur le capital immatériel. Les entreprises de l'échantillon atteignent un maximum de communication en 2003 (28,9 informations sur un ensemble de 81 informations). Au-delà de cette date, une légère baisse a été observée.

3.2.3 Composition et formation de l'effort informationnel

Dans ce paragraphe nous allons étudier, la formation de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel lors de son IPO. Pour faire cette analyse, nous avons mesuré la contribution de chacune des composantes du capital immatériel à la formation du Score Global de la manière suivante :

$$Comp_{S_i} = \frac{P_i \times S_i}{SG} \times 100$$

$Comp_{S_i}$ la contribution en pourcentage du Score S_i (composante i du capital immatériel) dans le Score Globale SG ; P_i le poids attribué, par les experts interrogés, à la composante i du capital immatériel mesurée par le score S_i ; SG : la somme des Scores S_i pondérés par le poids P_i soit $SG = \sum p_i \times S_i$.

Cette mesure nous permet de prendre en compte les pondérations des composantes du capital immatériel et l'impact qu'elles peuvent avoir sur la formation des scores.

L'application de cette mesure aux entreprises de notre échantillon donne les résultats reportés dans le Tableau 5.19. Ce tableau, montre des spécificités sectorielles dans les publications d'informations sur le capital immatériel.

En effet, les entreprises informatiques fortement dépendantes de leurs équipes semblent accorder une grande importance aux publications d'informations sur la « Direction et l'encadrement de l'entreprise » et sur les « Ressources Humaines » : les scores S_1 et S_2 contribuent respectivement à hauteur de 19,51% et de 17,87% à la

formation du Score global (contre S1=18,21% et S2=16,56% pour l'ensemble de l'échantillon). Ces entreprises accordent par ailleurs une moindre importance aux publications d'informations sur l'innovation. Le score S3 s'établit, en effet, à 11,24% contre 12,93% pour l'ensemble de l'échantillon.

Contrairement aux entreprises informatiques, les autres entreprises de l'échantillon communiquent davantage d'informations sur l'innovation. Les Scores S3, pour l'ensemble de ces entreprises, s'établissent à des niveaux plus élevés que la moyenne de l'échantillon. Ces dernières présentent des activités fortement intensives en R&D par rapport à celles des entreprises informatiques.

Par ailleurs, une contribution élevée du Capital client à la formation du score global est enregistrée pour les entreprises d'équipements (en télécommunications et en informatique) et de semi-conducteur. Les contributions des Scores S6, pour ces entreprises s'établissent à 23,78% et 23,23% du Score globale contre 20,98% pour l'ensemble de l'échantillon. Ces entreprises, probablement plus dépendantes de ce Capital, publient davantage d'informations pour se prémunir de toute éventuelle sanction boursière.

3.3 Appréciation de « l'effort informationnel » par le marché financier

3.3.1 Pratiques des entreprises et seuil d'appréciation des experts

« L'effort informationnel optimum¹³² » tel qu'il a été défini dans le Chapitre 4 est considéré, par les experts, comme difficile à atteindre. Il peut, cependant, servir de référence aux entreprises qui souhaitent communiquer leur qualité au marché financier.

Nous avons interrogé les experts sur leur seuil d'appréciation des efforts des entreprises. Nous avons, en effet, voulu savoir à partir de quel moment l'effort de communication de l'entreprise sur son capital immatériel est considéré par eux comme signal de qualité.

¹³² Il s'agit de l'effort informationnel dont la publication est attendue de la part des experts. Il est composé de 19 informations décrivant les différentes composantes du capital immatériel (hors l'organisation). Chacune de ces informations est caractérisée par un ensemble de détails informationnels dont la description a été faite dans la section 2 de ce chapitre.

Tableau 5.19 : Composition des Scores par secteur d'activité

SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel » au moment de l'introduction en bourse ;

Comp_S1 ; Comp_S2 ; Comp_S3 ; Comp_S4 ; Comp_S5 ; Comp_S6 ; mesurent respectivement la contribution du Score S1 « Direction et encadrement de l'entreprise » ; S2 « Ressources humaines », S3 « Innovation », S4 « Organisation », S5 « Connaissance de l'activité, la concurrence et l'environnement » et S6 « Capital client » au SCORE attribué à chaque entreprise nouvellement introduite en bourse.

AERO ; EQUIP ; EQUIPM ; INFOR ; INNOV ; PHARMA et SEMI représentent les sous échantillons d'entreprises appartenant respectivement aux secteurs aéronautique ; équipement en télécommunications et en informatique ; équipement médical ; Informatique/Logiciel/Progiciel ; Innovation pour l'industrie ; pharmaceutique & biotechnologie et semi-conducteur.

		SCORE	comp_S1	Comp_S2	Comp_S3	Comp_S4	comp_S5	Comp_S6
Echantillon Total	Moyenne	0,378	18,21%	16,59%	12,93%	12,74%	19,28%	20,98%
	Médiane	0,418	17,53%	15,86%	13,83%	13,17%	19,84%	21,21%
	Ecart Type	0,148	0,061	0,074	0,067	0,058	0,057	0,071
AERO	Moyenne	0,376	11,19%	23,79%	19,08%	16,34%	16,24%	13,36%
	Médiane	0,383	11,07%	19,71%	16,91%	16,52%	17,19%	14,65%
	Ecart Type	0,155	0,022	0,075	0,038	0,017	0,023	0,030
EQUIP	Moyenne	0,335	17,12%	14,25%	15,73%	7,90%	21,22%	23,78%
	Médiane	0,280	15,44%	15,79%	14,43%	8,38%	20,68%	24,06%
	Ecart Type	0,190	0,063	0,075	0,095	0,061	0,058	0,063
EQUIPM	Moyenne	0,505	16,03%	13,54%	15,26%	16,84%	19,77%	18,56%
	Médiane	0,519	15,66%	14,50%	15,35%	16,40%	20,71%	19,83%
	Ecart Type	0,063	0,037	0,045	0,054	0,049	0,038	0,050
INFOR	Moyenne	0,369	19,51%	17,87%	11,24%	12,75%	18,42%	21,07%
	Médiane	0,407	19,04%	19,44%	12,11%	13,17%	17,25%	21,06%
	Ecart Type	0,131	0,058	0,079	0,069	0,063	0,065	0,071
INNOV	Moyenne	0,404	15,31%	14,15%	14,13%	14,56%	20,41%	22,32%
	Médiane	0,463	14,65%	15,53%	15,13%	14,56%	20,67%	23,44%
	Ecart Type	0,186	0,042	0,041	0,043	0,030	0,017	0,072
PHARMA	Moyenne	0,369	18,92%	13,23%	15,58%	11,66%	22,61%	17,99%
	Médiane	0,491	16,02%	15,70%	16,56%	11,94%	21,34%	20,33%
	Ecart Type	0,195	0,101	0,069	0,037	0,020	0,055	0,089
SEMI	Moyenne	0,417	16,49%	13,91%	16,86%	9,30%	20,22%	23,23%
	Médiane	0,436	16,35%	13,79%	15,96%	9,66%	22,11%	21,68%
	Ecart Type	0,085	0,024	0,069	0,058	0,055	0,037	0,061

Les réponses des experts n'ont pas été assez précises pour fixer une règle d'identification. Ces derniers jugent la qualité de la communication des entreprises par rapport aux pratiques du marché¹³³.

Nous avons ainsi recensé, pour les entreprises de notre échantillon, les fréquences d'apparition de chaque détail informationnel dans les prospectus d'introductions en bourse (Cf. Tableau 5.24).

L'observation des résultats montre des fréquences d'apparitions variables en fonction des détails informationnels concernés.

Dans leurs communications (Cf. Tableau 5.24), plus de la moitié des entreprises font référence aux différentes informations retenues¹³⁴. 96,3% des entreprises communiquent sur les compétences de leurs cadres dirigeants, 52,3% sur leur capacité à attirer des personnes de talents, 83% sur leurs investissements en R&D...

Malgré l'étendue de cette communication, les informations publiées sont rarement accompagnées de l'ensemble des détails informationnels qui les caractérisent (Cf. exemple ci dessous : Tableau 5.20).

Tableau 5.20 : Exemple : fréquences d'apparition des informations sur l'organisation de l'entreprise

Dans la description de leur organisation, plus de 90% des entreprises la citent. 70,1% font référence à sa qualité (ce détail informationnel est incomplet dans 42,1% des cas). Seulement 34,6% et 1,9% des entreprises font référence respectivement à son efficacité et sa pérennité.

Détail informationnel	Fréquence d'apparition	Qualité de l'information	
		« b »	« m »
INFO_ORG_1	94,4%	55,1%	39,3%
INFO_ORG_2	70,1%	28,0%	42,1%
INFO_ORG_3	34,6%	11,2%	23,4%
INFO_ORG_4	1,9%	0,9%	0,9%

¹³³ Voici quelques exemples de commentaires : « Quand l'entreprise fait un effort,... elle se distingue des autres entreprises », « elle publie plus que les éléments les plus couramment publiés » ; « la perception de l'effort est assez intuitive... ».

¹³⁴ Sauf pour les informations « position concurrentielle dominante » et « position dominante en recherche ».

Par ailleurs, les entreprises de notre échantillon communiquent faiblement sur leurs politiques de développements futurs. A titre d'exemple, seules 15% des entreprises publient les perspectives d'évolution de leurs R&D (INFO_7, Détail 3). Cette description est dans la plupart des cas, incomplète (10,3%).

Ces pratiques de publication diversifiées (Tableau 5.24) présentent des caractéristiques communes : en effet, certains détails informationnels reviennent d'une manière quasi systématique dans la plupart des prospectus d'introduction en bourse. Nous avons essayé de quantifier ces détails pour pouvoir classer les entreprises en fonction de leurs communications au moment de l'introduction. Il s'agit de déterminer le SCORE qui correspond aux pratiques de publications les plus couramment identifiées dans les prospectus. Ce SCORE représenterait « les pratiques du marché ». Les entreprises qui se voient attribuer un Score supérieur à celui du marché sont considérées comme ayant fourni un effort de publication par les investisseurs¹³⁵.

Le Tableau 5.21 résume les étapes de cette définition. Nous avons identifié dans le tableau des fréquences reporté en fin du chapitre (Tableau 5.24), les détails informationnels qui ont été publiés par plus de 70% des entreprises de notre échantillon. Au total 22 détails informationnels ont été relevés. Sur ces 22 détails, seules 16 ont été publiés d'une manière complète (conforme au protocole de notation défini dans la section 2).

A l'aide de ces informations, nous avons rempli une nouvelle grille de notation (comme celle présentée en annexe 5.1) et avons calculé la valeur du SCORE représentant l'effort minimum attendu. Ce Score s'établit à 0,291 : il représente le seuil d'appréciation des experts puisqu'il classe les entreprises en fonction de leurs publications par rapport aux pratiques du marché.

Ce seuil sera utilisé pour différencier les publications des entreprises introduites en bourse. Celles qui obtiennent un Score inférieur au seuil seront considérées comme n'ayant pas fourni un effort informationnel. A l'opposé, les entreprises qui obtiennent un Score supérieur au seuil seront considérées comme ayant fourni un effort de publication sur leur capital immatériel.

¹³⁵ On rappelle que ces derniers jugent la qualité de publication des entreprises en fonction des pratiques du marché. L'entreprise qui se démarque de ces pratiques est considérée comme ayant fourni un effort informationnel.

Tableau 5.21 : Effort informationnel minimum et seuil d'appréciation des experts

La première colonne reprend les détails informationnels dont la fréquence d'apparition (colonne 2) dans les prospectus d'introduction en bourse de notre échantillon est supérieure à 70%: Ces détails sont codifiés (INFO_i_j) ; i fait référence à l'information i retenue parmi les 19 informations les plus utiles et les plus pertinentes selon les experts interrogés (Cf. Chapitre 4), j au détail informationnel défini par ces mêmes experts pour garantir la qualité de l'information publiée (Cf. Section 1 du Chapitre 5); la troisième colonne qualifie la qualité du détail informationnel (b signifie une information correspondant aux attentes des experts et précise; m signifie une information correspondant aux attentes des experts mais non précise ou incomplète) et la dernière colonne définit le profil de publication minimum.

Détail informationnel	Fréquence d'apparition	Qualification de l'information		Profil "effort minimum"	
		« b »	« m »	Qualification	SCORE
INFO_1_1	96,3%	75,7%	20,6%	b	
INFO_1_2	91,6%	62,6%	29,0%	b	
INFO_3_1	96,3%	33,6%	62,6%	m	
INFO_4_1	97,2%	18,7%	78,5%	m	
INFO_5_1	89,7%	67,3%	22,4%	b	
INFO_5_2	91,6%	55,1%	36,4%	b	
INFO_6_1	74,8%	55,1%	19,6%	b	
INFO_7_1	83,0%	67,0%	16,0%	b	
INFO_7_21	73,6%	46,2%	27,4%	b	
INFO_ORG_1	94,4%	55,1%	39,3%	b	
INFO_ORG_2	70,1%	28,0%	42,1%	m	
INFO_12_1	96,3%	64,5%	31,8%	b	0,291
INFO_12_2	78,5%	39,3%	39,3%	m	
INFO_14_1	94,4%	51,4%	43,0%	b	
INFO_15_1	91,6%	54,2%	37,4%	b	
INFO_16_1	87,9%	55,1%	32,7%	b	
INFO_16_4	72,0%	23,4%	48,6%	m	
INFO_17_1	72,9%	46,7%	26,2%	b	
INFO_17_2	77,6%	29,9%	47,7%	m	
INFO_18_1	72,0%	50,5%	21,5%	b	
INFO_19_1	89,7%	66,4%	23,4%	b	
INFO_19_2	75,7%	44,9%	30,8%	b	

Cette différenciation devrait s'avérer utile si nous suivons les commentaires des experts interrogés dans le chapitre 4. Selon ces derniers, les entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier, doivent se servir de « l'optimum de publication » défini pour décider de l'intensité de leur effort informationnel.

Dans ce contexte, les entreprises obtenant un faible score ne se placent pas a priori dans une optique de signal. Seules les entreprises publiant un minimum d'informations (parmi celles sélectionnées) et obtenant en conséquence, un score supérieur à 0,291 seront considérées comme ayant fourni un effort informationnel.

3.3.2 Effort minimum de publication et spécificités des entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse

Dans ce paragraphe, nous avons subdivisé, notre échantillon de 107 entreprises technologiques en deux groupes en fonction de l'effort de publication que ces dernières ont fourni sur leur capital immatériel.

Nous avons utilisé le seuil d'appréciation des experts, défini précédemment, pour effectuer cette subdivision : une variable Y est définie pour identifier cet effort, elle prend la valeur 1 pour les entreprises qui ont fourni un effort de publication au moment de l'IPO (mesuré par un SCORE>0,291) ; et la valeur 0 sinon.

Nous avons étudié les caractéristiques des entreprises appartenant à chacun de ces sous échantillons. Les résultats de cette étude sont reportés dans le Tableau 5.22.

Les tests univariés établissent un lien significatif entre Y et la taille du prospectus. Les entreprises de l'échantillon qui ont choisi de fournir un effort informationnel sur leur capital immatériel rédigent des prospectus significativement plus longs que les entreprises qui ont choisi de ne pas en fournir (97,7 pages contre 90,2 pages). L'analyse des médianes confirme ce résultat (103 pages contre 86,5 pages). Ces mêmes entreprises consacrent davantage de place dans leur prospectus à la description de leur activité. Elles allouent plus de 36% de leur prospectus à cette tâche contre seulement 32% pour les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort.

Tableau 5.22 : Effort informationnel et caractéristiques des entreprises introduites en bourse

Variables	Y=1 Avec Effort			Y= 0 Sans Effort			Egalité des moyennes ANOVA		Egalité des médianes Mann-Whitney _Wilcoxon	
	Nbre	moyennes	Médianes	Nbre	Moyennes	Médianes	F	Sig.	Z	Sig.
Effort informationnel										
SCORE	77	0,461	0,462	30	0,166	0,159	456,666	0,000***	-8,011	0,000***
S1	77	0,401	0,390	30	0,175	0,161	82,044	0,000***	-7,125	0,000***
S2	77	0,560	0,614	30	0,200	0,159	75,059	0,000***	-6,440	0,000***
S3	73	0,396	0,408	28	0,091	0,082	81,463	0,000***	-6,469	0,000***
S4	77	0,445	0,500	30	0,179	0,125	51,611	0,000***	-6,112	0,000***
S5	77	0,435	0,429	30	0,143	0,108	132,743	0,000***	-7,607	0,000***
S6	77	0,527	0,569	30	0,213	0,185	92,270	0,000***	-6,917	0,000***
Caractéristiques de l'entreprise										
Taille_ Prospectus	77	97,7	103,0	30	90,2	86,5	3,782	0,053*	-2,070	0,038**
PART	77	36,06%	35,21%	30	32,73%	34,13%	3,808	0,054*	-1,736	0,083*
AGE	77	12,7	10,0	30	9,9	7,0	0,635	0,427	-0,889	0,374
TAILLE	77	10,894	10,685	30	10,697	10,338	0,182	0,671	-0,372	0,710
Sous évaluation initiale										
RIA_1	77	15,89%	3,00%	30	-0,74%	-0,67%	9,781	0,002***	-4,869	0,000***
RIA_5	77	32,56%	19,61%	30	-3,17%	-3,97%	24,172	0,000***	-6,152	0,000***
RIA_10	77	35,92%	22,23%	30	-6,40%	-3,93%	20,427	0,000***	-6,811	0,000***
RIA_20	77	42,43%	27,51%	30	-7,77%	-8,62%	25,089	0,000***	-6,672	0,000***
RIA_30	77	45,28%	25,78%	30	-10,55%	-9,55%	21,748	0,000***	-6,408	0,000***
RIA_40	77	45,12%	24,60%	30	-12,48%	-10,99%	21,141	0,000***	-6,283	0,000***

(Suite page suivante)

Variables	Y=1 Avec Effort				Y= 0 Sans Effort				Egalité des Fréquences	
	N	Echantillon	effectif	Fréquences	N	Echantillon	effectif	Fréquences	χ^2	sig.
MARCHE	77	MARCHE=1	54	70,13%	30	MARCHE=1	22	73,33%	0,031	0,860
		MARCHE=0	23	29,87%		MARCHE=0	8	26,67%		
SECT	77	SECT=1	31	40,26%	30	SECT=1	12	40,00%	0	0,985
		SECT=0	46	59,74%		SECT=0	18	60,00%		
PERIODE	77	PERIODE=1	31	40,26%	30	PERIODE=1	11	36,67%	0,763	0,382
		PERIODE=2	26	33,77%		PERIODE=2	7	23,33%		
		PERIODE=3	20	25,97%		PERIODE=3	12	40,00%		
AMP	77	AMP=1	66	85,71%	30	AMP=1	28	93,33%	0,143	0,706
		AMP=0	11	14,29%		AMP=0	2	6,67%		

Y variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise a fourni un effort de publication sur son capital immatériel (SCORE>0.291), sinon 0 ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; S1, S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication sur, respectivement les catégories d'informations suivantes : « Direction et encadrement de l'entreprise », « Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, la Concurrence et l'environnement » et « Capital Client » ; Taille_Prospectus, le nombre de pages du prospectus d'introduction en bourse ; PART la part consacrée au capital immatériel dans le prospectus de l'entreprise : elle se calcule selon la formule suivante : $Part = CHAP_DIR + ACTIVITE / TAILLE_prospectus$; AGE, l'âge de l'entreprise en année au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; TAILLE le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction ; $RIA_{i,t}$ (décote) la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction : elle se calcule de la manière suivante : $RIA_{i,t} = CL_{i,t} / PO_i \cdot M_t / M_0$ Où CL est le cours de clôture de la $i^{\text{ème}}$ séance pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus ; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse ; MARCHE, Variable dichotomique prenant la valeur 1 pour le Nouveau marché et 0 sinon ; SECT variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; AMP variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché ; PERIODE : variable polytomique représentant la période pendant laquelle l'entreprise s'est introduite sur le marché, elle prend la valeur 1 pour les introductions après mars 2000 (après la bulle), la valeur 2 pour les introductions de 1997-98 (avant la bulle) la valeur 3 pour les introductions de 1999-mars 2000 (pendant la bulle), AMP variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites en périodes de fortes activités.

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Un lien significatif est également établi entre Y et la rentabilité initiale des entreprises. Une sous évaluation initiale est observée chez les entreprises qui ont choisi de fournir un effort informationnel à l'introduction en bourse ($Y=1$).

A l'opposé une surévaluation des titres est observée chez celles qui ont choisi de ne pas en fournir. L'absence d'effort informationnel semble entraîner une hétérogénéité dans les anticipations des investisseurs et provoquer un phénomène de surévaluation des titres (Gouldey, 2006). Ce phénomène a été mis en évidence sur certaines places internationales (Purnanandam et Swaminathan, 2004) et sur la place française (Derrien, 2005).

Par ailleurs, aucun lien significatif n'a été établi entre l'effort fourni par l'entreprise à son introduction en bourse et son âge. L'expérience et le savoir faire d'une firme ne semblent pas influencer la décision de fournir ou non un effort à l'introduction.

La taille de la firme, le marché et la période d'introduction, le secteur et l'activité des marchés financiers n'influencent pas également la décision de l'entreprise dans son choix de fournir un effort informationnel sur son capital immatériel au moment de son introduction en bourse.

Conclusion

Nous avons proposé dans ce chapitre une mesure de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Pour développer cet indicateur nous nous sommes inspirés des méthodologies employées dans les travaux de recherche consacrés aux indices de diffusion de l'information financière.

Nous avons défini un indicateur de mesure qui apprécie, d'un côté, la qualité de l'information publiée par l'entreprise sur son capital immatériel et de l'autre, l'étendue de sa diffusion et son adéquation aux besoins des investisseurs. L'application de cet indicateur aux entreprises technologiques introduites en bourse durant la période 1997-2004 a montré que les publications sur le capital immatériel sont peu développées. Une faible adéquation entre les attentes des investisseurs et les pratiques de publication des entreprises semble exister. Ce résultat est conforme aux travaux de Bukh *et al.* (2005) et de Van Der Zahn et Singh (2005) sur les marchés de Copenhague et de Singapour.

L'analyse de l'évolution de l'effort informationnel sur la période d'étude, montre une baisse de la qualité et des fréquences de publications sur la période 1999-2000. Cette baisse est moins prononcée chez les entreprises du Nouveau marché. Ces dernières montrent une plus grande régularité dans la qualité de leurs publications par rapport à celles introduites sur le Second Marché.

Nous avons également étudié dans ce chapitre l'appréciation de l'effort informationnel par le marché financier. Nous avons voulu savoir à partir de quel moment l'effort de communication de l'entreprise sur son capital immatériel est considéré comme signal de qualité de la part des investisseurs. Nos entretiens avec ces derniers, nous a amené à fixer un seuil d'appréciation à partir de l'étude des fréquences de publications relevées dans les prospectus d'introductions en bourse.

La subdivision de l'échantillon en fonction de ce seuil montre que les entreprises qui ont choisi de fournir un effort informationnel¹³⁶ rédigent des prospectus significativement plus longs que les entreprises qui ont choisi de ne pas en fournir.

Ces mêmes entreprises (celles qui ont fourni un effort informationnel) présentent des sous évaluations initiales à leur introduction en bourse. A l'opposé, une surévaluation des titres est observée chez les entreprises qui ont choisi de ne pas fournir d'effort informationnel. Cette absence d'effort¹³⁷ semble entraîner une hétérogénéité dans les anticipations des investisseurs et provoquer un phénomène de surévaluation des titres (Gouldey, 2006). Ce phénomène a été mis en évidence sur certaines places internationales (Purnanandam et Swaminathan, 2004) et sur la place française (Derrien, 2005).

Par ailleurs, l'effort fourni par l'entreprise ne semble pas lié à ses caractéristiques et aux caractéristiques de l'opération. La décision de fournir un effort informationnel lors de l'ouverture du capital semble émaner d'une volonté de la part de l'entreprise.

S'agit-il d'une stratégie de signalisation ? Nous défendrons cette thèse dans le chapitre 6 de ce document.

¹³⁶ Les entreprises sont considérées par les investisseurs comme ayant fourni un effort informationnel si elles obtiennent un score supérieur au seuil. Toutes celles qui obtiennent un score inférieur au seuil sont considérées comme n'ayant pas fourni un effort de publication sur leur capital immatériel.

¹³⁷ Correspond à une faible communication de la part de l'entreprise sur son capital immatériel (celle-ci obtient un score inférieur au seuil).

Tableau 5.23 : Effort informationnel, période d'étude et marché d'introduction

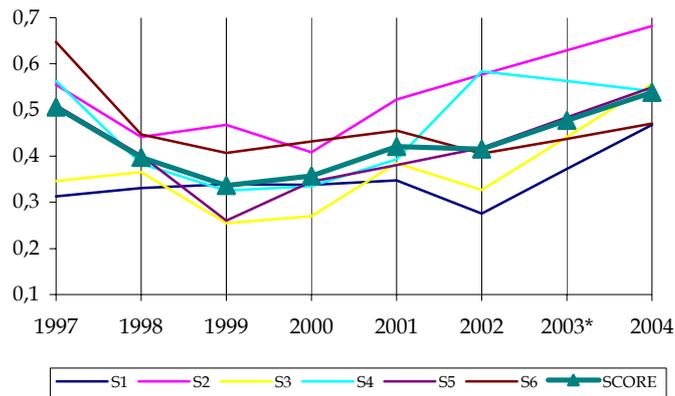
S1,S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication au moment de l'introduction en bourse sur, respectivement les catégories d'informations suivante : « Compétence du cadre dirigeant », « Autres Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, la Concurrence et l'environnement » et « Capital Client » ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse.

		Echantillon Total			Nouveau Marché			Second Marché			Différences des Moyennes ANOVA		Différence des Médianes Mann Whitney	
		N	Moyennes	Médianes	N	Moyennes	Médianes	N	Moyennes	Médianes	F	Sig.	Z	Sig.
Période : Avant bulle	S1	33	0,336	0,344	21	0,346	0,366	12	0,305	0,304	0,651	0,425	-1,137	0,255
	S2	33	0,444	0,438	21	0,412	0,375	12	0,545	0,586	2,371	0,131	-1,538	0,124
	S3	31	0,310	0,330	19	0,284	0,306	12	0,404	0,433	2,101	0,155	-1,357	0,175
	S4	33	0,375	0,375	21	0,352	0,250	12	0,450	0,500	1,943	0,171	-1,555	0,120
	S5	33	0,375	0,377	21	0,378	0,377	12	0,367	0,378	0,032	0,859	-0,015	0,988
	S6	33	0,441	0,434	21	0,452	0,436	12	0,407	0,390	0,497	0,485	-0,827	0,408
	SCORE	33	0,382	0,407	21	0,375	0,407	12	0,402	0,430	0,294	0,591	-0,472	0,637
Période : pendant bulle	S1	32	0,350	0,354	23	0,346	0,319	9	0,359	0,459	0,030	0,863	-0,021	0,983
	S2	32	0,484	0,500	23	0,467	0,500	9	0,529	0,682	0,355	0,556	-0,840	0,401
	S3	32	0,259	0,329	23	0,271	0,312	9	0,232	0,355	0,299	0,589	-0,804	0,421
	S4	32	0,328	0,250	23	0,375	0,375	9	0,208	0,250	7,500	0,010***	-2,338	0,019**
	S5	32	0,260	0,214	23	0,291	0,362	9	0,179	0,180	3,979	0,055*	-1,603	0,109
	S6	32	0,403	0,353	23	0,461	0,472	9	0,254	0,185	6,085	0,020**	-2,415	0,016**
	SCORE	32	0,341	0,374	23	0,363	0,418	9	0,287	0,341	1,620	0,213	-1,488	0,137
Période : Après bulle	S1	42	0,328	0,307	32	0,311	0,294	10	0,359	0,364	0,713	0,405	-1,105	0,269
	S2	42	0,455	0,500	32	0,382	0,343	10	0,584	0,614	5,304	0,028**	-2,310	0,021**
	S3	38	0,364	0,403	29	0,355	0,403	9	0,382	0,424	0,122	0,730	-0,550	0,582
	S4	42	0,405	0,500	32	0,423	0,500	10	0,375	0,500	0,266	0,609	-0,595	0,552
	S5	42	0,414	0,431	32	0,421	0,431	10	0,403	0,484	0,072	0,790	-0,263	0,793
	S6	42	0,472	0,543	32	0,430	0,447	10	0,544	0,606	2,111	0,156	-1,406	0,160
	SCORE	42	0,410	0,492	32	0,394	0,448	10	0,439	0,502	0,689	0,413	-1,085	0,278

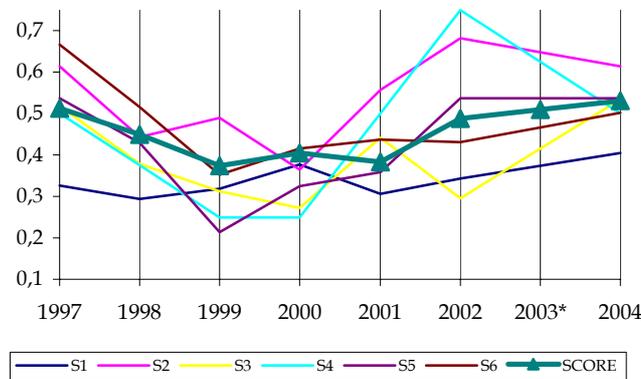
Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Graphique 5.1 : Evolution par année de la qualité d'information publiée par l'entreprise sur son capital immatériel entre 1997 et 2004

S1,S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication au moment de l'introduction en bourse, respectivement sur les catégories d'informations suivante : « Direction et Encadrement de l'entreprise », « Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, la Concurrence et l'environnement » et « Capital Client » ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse



Représentation des Moyennes des Scores par année



Représentation des Médianes des scores par années

* Les Chiffres de l'année 2003 correspondent à une estimation : aucune des entreprises introduites en 2003 n'a été intégrée dans notre échantillon

Tableau 5.24 : Fréquences d'apparition des détails informationnels dans les prospectus de l'échantillon

La première colonne représente les différentes composantes du capital immatériel tel que définies par les experts du marché financier et dont la description figure dans le chapitre 2 de la thèse ; la deuxième colonne reprend les différentes informations caractérisant les composantes du KI et considérées, par les experts, comme les plus utiles et plus pertinentes (Cf. chapitre 4) ; la troisième colonne énumère les détails informationnels garantissant la qualité de chaque information ; la quatrième colonne calcule la fréquence d'apparition de chaque détail informationnel sur notre échantillon d'entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché ; la dernière colonne qualifie la qualité du détail informationnel (b signifie une information correspondant aux attentes des experts et précise; m signifie une information correspondant aux attentes des experts mais non précise ou incomplète)

		Détail informationnel	Fréquence d'apparition	Qualité de l'information	
				« b »	« m »
Direction et Encadrement de l'entreprise	INFO_1	INFO_1_1	96,3%	75,7%	20,6%
		INFO_1_2	91,6%	62,6%	29,0%
		INFO_1_3	29,9%	9,3%	20,6%
		INFO_1_4	47,7%	17,8%	29,9%
	INFO_2	INFO_2_1	52,3%	38,3%	14,0%
		INFO_2_2	42,1%	12,1%	29,9%
		INFO_2_31	31,8%	9,3%	22,4%
		INFO_2_32	1,9%	0,9%	0,9%
	INFO_3	INFO_3_1	96,3%	33,6%	62,6%
		INFO_3_2	0%	0%	0%
		INFO_3_3	25,2%	10,3%	15,0%
		INFO_3_4	0,0%	0,0%	0,0%
	INFO_4	INFO_4_1	97,2%	18,7%	78,5%
INFO_4_2		19,6%	1,9%	17,8%	
INFO_4_3		0,0%	0,0%	0,0%	
Ressources Humaines	INFO_5	INFO_5_1	89,7%	67,3%	22,4%
		INFO_5_2	91,6%	55,1%	36,4%
		INFO_5_3	24,3%	6,5%	17,8%
		INFO_5_4	47,7%	17,8%	29,9%
	INFO_6	INFO_6_1	74,8%	55,1%	19,6%
		INFO_6_2	60,7%	20,6%	40,2%
		INFO_6_3	56,1%	23,4%	32,7%
		INFO_6_4	32,7%	16,8%	15,9%
Innovation	INFO_7	INFO_7_1	83,0%	67,0%	16,0%
		INFO_7_21	73,6%	46,2%	27,4%
		INFO_7_22	47,7%	12,1%	35,5%
		INFO_7_3	15,0%	4,7%	10,3%
	INFO_8	INFO_8_1	57,9%	48,6%	9,3%
		INFO_8_2	53,3%	37,4%	15,9%
		INFO_8_31	23,4%	3,7%	19,6%
		INFO_8_32	2,8%	0,9%	1,9%

Innovation	INFO_9	INFO_9_1	14,0%	7,5%	6,5%
		INFO_9_2	2,8%	0,9%	1,9%
		INFO_9_3	1,9%	0,9%	0,9%
	INFO_10	INFO_10_1	56,1%	37,4%	18,7%
		INFO_10_2	31,8%	12,1%	19,6%
		INFO_10_3	6,5%	1,9%	4,7%
Organisation	laissé sur l'initiative de l'entreprise	INFO_ORG_1	94,4%	55,1%	39,3%
		INFO_ORG_2	70,1%	28,0%	42,1%
		INFO_ORG_3	34,6%	11,2%	23,4%
		INFO_ORG_4	0%	0%	0%
Connaissance de l'activité, ...	INFO_11	INFO_11_1	23,4%	14,0%	9,3%
		INFO_11_2	20,6%	10,3%	10,3%
		INFO_11_3	2,8%	1,9%	0,9%
	INFO_12	INFO_12_1	96,3%	64,5%	31,8%
		INFO_12_2	78,5%	39,3%	39,3%
		INFO_12_3	22,4%	3,7%	18,7%
	INFO_13	INFO_13_1	62,6%	43,0%	19,6%
		INFO_13_2	42,1%	12,1%	29,9%
		INFO_13_3	15,0%	0,9%	14,0%
	INFO_14	INFO_14_1	94,4%	51,4%	43,0%
		INFO_14_2	40,2%	7,5%	32,7%
	INFO_15	INFO_15_1	91,6%	54,2%	37,4%
		INFO_15_2	36,4%	5,6%	30,8%
		INFO_15_3	28,0%	10,3%	17,8%
	Capital client	INFO_16	INFO_16_1	87,9%	55,1%
INFO_16_2			61,7%	29,9%	31,8%
INFO_16_3			59,8%	17,8%	42,1%
INFO_16_4			72,0%	23,4%	48,6%
INFO_17		INFO_17_1	72,9%	46,7%	26,2%
		INFO_17_2	77,6%	29,9%	47,7%
		INFO_17_3	24,3%	7,5%	16,8%
INFO_18		INFO_18_1	72,0%	50,5%	21,5%
		INFO_18_2	54,2%	28,0%	26,2%
		INFO_18_3	29,9%	13,1%	16,8%
INFO_19		INFO_19_1	89,7%	66,4%	23,4%
		INFO_19_2	75,7%	44,9%	30,8%
		INFO_19_3	12,1%	3,7%	8,4%
	INFO_19_4	23,4%	2,8%	20,6%	

Chapitre 6. Impact de l'effort informationnel sur l'évaluation et les performances des entreprises technologiques introduites en bourse

Le contexte des introductions en bourse est caractérisé par de fortes asymétries d'information entre les acteurs. Plusieurs signaux ont été identifiés dans la littérature comme étant efficaces pour réduire ces asymétries et lever l'incertitude *ex ante* qui pèse sur la valeur d'une entreprise candidate à l'introduction en bourse.

Parmi ces signaux, l'information volontaire occupe un champ important dans la littérature (Lev, 1992). Cette information volontaire a été appréhendée sous plusieurs aspects essentiellement axés sur la publication de prévisions de résultats (Clarkson et al. 1992 ; Jog et McConomy, 2003 ; Labégorre et Boubaker, 2005).

Des travaux, plus récents, explorent de nouvelles facettes de l'information volontaire : Friedlan (1993), Leone et al. (2003) s'intéressent aux détails informationnels portés dans les prospectus d'introduction en bourse. Deeds et al, (1997) Decarolis et Deeds, (1999), Wilbon (1999) couvrent les spécificités technologiques de certaines entreprises et leurs rôles dans la réduction des asymétries d'informations présentes lors des introductions en bourse.

De leur côté, Van Der Zahn, et Singh (2005) testent l'impact de la qualité de la publication volontaire sur le capital immatériel sur l'évaluation de l'entreprise par le marché financier.

Ces travaux offrent des perspectives intéressantes et nous ont encouragés à nous intéresser aux publications des entreprises sur le capital immatériel.

Nous pensons qu'un effort particulier de publication sur ce capital peut servir de signal de qualité lors d'offres publiques initiales, nous pensons également que cet effort peut permettre de prédire la performance dans le long terme des entreprises¹³⁸.

Dans ce chapitre, nous allons étudier empiriquement l'impact de cet effort informationnel. Pour développer ce travail, nous avons défini dans le chapitre 4 de la thèse les attentes de publications du marché financier : un consensus a été identifié autour d'un « effort informationnel optimum¹³⁹ ». Les experts interrogés, à l'occasion de ce travail, ont majoritairement déclaré que cet effort est difficile à atteindre mais reste une référence aux entreprises qui souhaitent se signaler au marché.

Nous avons par ailleurs proposé dans le chapitre 5 une mesure de « l'effort informationnel fourni » basée sur les avis des experts et leurs attentes vis-à-vis des informations à publier. Cette mesure sera exploitée dans nos modèles empiriques.

Dans la première section, nous mesurerons l'impact de l'effort informationnel sur l'évaluation de l'entreprise et nous montrerons le rôle de signalisation qu'il joue lors des offres publiques initiales. Dans la deuxième section, nous apprécierons la contribution de « l'effort informationnel » à la théorie du signal appliquée au contexte des introductions en bourse. Enfin, dans la dernière section, nous analyserons la performance à long terme des entreprises nouvellement introduites en bourse à travers une analyse de survie.

Section 1. L'effort informationnel fourni par l'entreprise lors de son IPO et son impact sur la sous évaluation initiale

L'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel est mesuré par rapport à un optimum que nous avons défini avec des experts du marché financier. Cet « optimum » est constitué d'un ensemble d'informations identifiées comme étant les plus utiles et les plus attendues aux yeux des experts du marché financier. Ces informations regroupent un certain nombre de détails informationnels qui garantissent

¹³⁸ La construction de l'indice mesurant « l'effort sur le capital immatériel » incorpore plusieurs détails informationnels liés directement à la valeur de ce capital. Du fait de la présence de ces détails (exemple : exploits antérieurs des dirigeants, absence de dépendance vis-à-vis de la clientèle...) l'indice construit est, à priori, fortement corrélé avec la valeur du capital immatériel. Un Score important est garant d'une valeur élevée de ce capital

¹³⁹ Pour le détail de cette définition Cf. le chapitre 4 de la thèse.

la qualité de l'information elle-même. Cet effort « optimum » reste difficile à atteindre du fait du coût qu'il peut engendrer à l'entreprise.

La question qu'on se pose, dans cette section, est de savoir si l'effort de publication fourni par une entreprise sur son capital immatériel (sans que cet effort atteigne l'optimum) est fait dans une optique de signalisation. Cet effort réduit-il les asymétries d'informations présentes sur les marchés financiers ? Et lève-t-il l'incertitude sur la valorisation de l'entreprise ?

Nous allons, dans un premier temps, développer le cadre méthodologique de notre travail, par la suite nous étudierons les facteurs influençant la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise. Finalement, nous apprécierons le rôle joué par cet effort dans les stratégies de signalisation de l'entreprise.

1.1 Cadre d'analyse

1.1.1 Méthodologies et Hypothèses de recherche

Notre but est d'étudier le lien qui existe entre l'effort informationnel fourni par l'entreprise lors de son introduction en bourse et sa valorisation sur les marchés financiers. Nous avons développé dans le chapitre 3 une série d'hypothèses pour caractériser ce lien : ces hypothèses sont les suivantes :

H1 : La décision de fournir un effort informationnel sur le capital immatériel est acte volontaire indépendant des caractéristiques de l'entreprise. La qualité de l'effort fourni est par contre une fonction décroissante de l'âge et de la taille.

H2.1 : L'effort informationnel fourni par le dirigeant sur le capital immatériel de son entreprise limite la sous évaluation des titres.

H2.2 : La qualité de l'effort informationnel fourni par le dirigeant sur le capital immatériel de son entreprise limite la sous évaluation des titres.

H2.3 : La qualité de l'effort informationnel et l'implication du dirigeant dans l'entreprise influencent conjointement à la baisse la sous évaluation des titres.

Pour tester ces hypothèses, nous avons utilisé des régressions multivariées. La méthode des moindres carrés ordinaires a été retenue pour l'estimation des paramètres des équations de régressions. L'interprétation des résultats se fait à trois niveaux :

- Au niveau global : il s'agit d'apprécier la force et la signification de la liaison entre la variable à expliquer et les variables explicatives. Le coefficient de détermination R^2 mesure la part de variance (de la variable à expliquer Y) restituée par le modèle. La signification des résultats doit être interprétée en fonction du nombre d'observations à l'aide du test F de Fisher-Snedecor.
- Pour chaque variable : il s'agit d'apprécier la contribution des variables indépendantes à l'explication globale. Le test de Student effectué sur chaque coefficient a_i permet de prédire si les estimations \hat{a}_i sont significatives.
- L'examen des résidus : cet examen permet de s'assurer que les résidus sont bien indépendants de la variable à expliquer. Il s'agit de s'assurer de l'inexistence de phénomènes d'hétéroscedasticité et d'autocorrélation.

1.1.2 Variables et données de l'étude

1.1.2.1 Les variables

Dans ce paragraphe, nous décrivons les variables qui serviront de base pour la construction de nos modèles empiriques. Ces variables sont les suivantes.

La variable dépendante : la sous évaluation des titres :

« $RIA_{i,t}$ » : la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction, elle se calcule de la manière suivante :

$$RIA_{i,t} = \frac{CL_{i,t}}{PO_i} - \frac{M_t}{M_0}$$

Où CL est le cours de clôture de la séance t pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse. Nous avons retenu, comme variable dépendante, la sous évaluation de l'entreprise calculée à la clôture de la première séance : RIA_1 .

Les variables de signalisation :

Conformément à nos hypothèses de signalisation, trois variables sont définies : La présence de l'effort informationnel, la qualité de l'effort informationnel et l'implication du dirigeant dans le capital de l'entreprise.

« *EFFORT* » : Variable dichotomique prenant la valeur « 1 » pour les entreprises qui ont fourni un effort informationnel sur leur capital immatériel au moment de l'introduction en bourse et « 0 » pour les autres¹⁴⁰.

« *SCORE* » : variable métrique appartenant à l'intervalle [0,1] : Elle mesure la qualité de l'effort informationnel global fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. La variable prend la valeur 1 si l'entreprise publie l'ensemble des informations qui composent « l'effort informationnel optimum ». Elle se calcule selon la formule suivante :

$$SCORE_i = \sum_{j=1}^6 P_j \times \frac{\sum_{k_j=1}^{m_{1j}} p_{k_j} \times x_{k_j}}{\sum_{k=1}^{m_{2j}} p_{k_j} \times x_{k_j}}$$

où : P_j est la pondération attribuée par les experts à la catégorie d'information « j » ; $x_{kj} = 1$ si l'information « k »¹⁴¹ de la catégorie « j » est publiée par l'entreprise sinon $x_{kj} = 0$; p_{kj} est le poids attribué par les experts à l'information « k » de la catégorie « j » en fonction de sa contribution à l'évaluation de l'entreprise ; m_{1j} le nombre d'informations dans la catégorie « j » ; m_{2j} le nombre maximal d'informations que l'entreprise peut publier avec $m_{2j} \leq m_{1j}$

« *CESSION* » : Variable métrique qui mesure la fraction d'actions cédées par les deux principaux dirigeants lors de l'introduction en bourse. Elle est égale au nombre d'actions cédées par les deux principaux dirigeants divisées par le nombre total d'action après introduction.

¹⁴⁰ L'entreprise est considérée comme ayant fourni un effort informationnel si elle a obtenu un « SCORE » supérieur ou égal à 0,291. L'intensité minimale de l'effort a été définie dans le chapitre 5 à travers une étude des pratiques des entreprises et un calcul de fréquences de publication.

¹⁴¹ Chaque information k est composée d'un ensemble de détails informationnels qui caractérise l'information et garantit sa qualité. (Pour plus d'information Cf. CHAP 5 Section 2: le protocole de notation).

Les variables mesurant le niveau d'asymétrie d'information :

Elles sont au nombre de quatre :

« *ÂGE* » : cette variable représente l'âge de l'entreprise en années à la date de son introduction en bourse, elle est égale à la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise. A l'instar de Loughran et Ritter (2001) Ljungqvist et Wilhelm (2003) et Labégorre et Boubaker (2005), nous avons retenu la date de création de l'entreprise et non son année d'immatriculation au registre du commerce des sociétés pour le calcul de son âge. En effet, une entreprise peut avoir démarré son activité avant d'acquérir la personnalité morale. Cette date est extraite du prospectus d'introduction en bourse

« *TAILLE* » : cette variable représente la taille de l'entreprise nouvellement introduite en bourse. Elle est égale au logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise exprimée en milliers d'Euros. Cette même mesure a été utilisée par Degeorge et Derrien (2001) pour le marché français.

« *SECTEUR* » : variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises dont l'activité est intensive en R&D et 0 sinon. Les entreprises de notre échantillon étant toutes des entreprises technologiques, cette classification nous a paru la plus adaptée. Elle est établie sur la base du montant des dépenses en R&D inscrit au bilan. Les entreprises dépensant un montant supérieur à la moyenne de l'échantillon sont considérées comme des entreprises intensives en R&D.

« *MARCHE* » : Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise s'est introduite sur le Nouveau Marché et 0 sinon.

Les variables de contrôle :

Certaines variables de contrôle sont introduites dans nos modèles :

« *AMP* » : variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché. En effet la sous évaluation initiale est plus élevée en période de forte activité (Leleux 1993). Nous avons comparé la moyenne des fonds levés sur une période de 12 mois entourant l'introduction en bourse à la moyenne des fonds levés sur la période 1996/2004. La variable AMP vaut 1 si la différence à la moyenne est positive et 0 si elle est négative.

« *BULLE* » : variable dichotomique représentant la période pendant laquelle l'entreprise s'est introduite sur le marché, elle prend la valeur 1 pour les entreprises

introduites pendant la bulle Internet soit entre le 1^{ier} janvier 1999 et 31 mars 2000 ; sinon elle prend la valeur 0.

1.1.2.2 Les données de l'échantillon

Notre échantillon est constitué de 107 introductions en bourse réalisées sur le Nouveau Marché et le Second Marché d'Euronext Paris entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 2004 (Echantillon déjà étudié dans le chapitre 5 de ce document).

Nous avons pu obtenir les prospectus d'introduction en bourse de ces entreprises soit auprès de l'AMF [sous format PDF (site de l'AMF) ou sous format papier (centre de documentation de l'AMF)] soit auprès des entreprises elles-mêmes.

Les données comptables et financières ont été extraites, pour la plupart, des prospectus d'introduction en bourse. D'autres données ont été complétées à partir de la base de données : DIANE¹⁴². Les renseignements relatifs aux titres admis sur le marché boursier, ainsi que les données boursières des cours et des indices ont été extraits à partir de la base de données DATASTREAM.

Enfin les données sur l'effort informationnel sont celles obtenues après l'application de l'indice de mesure et le protocole de notation définis dans le chapitre 5.

Le Tableau 6.1 décrit les données de l'échantillon.

Nous observons une sous évaluation moyenne de 11,23% le premier jour de cotation. Le coût du capital des entreprises de notre échantillon semble s'établir à des niveaux moins élevés que ceux constatés dans des travaux antérieurs.

En effet, Ginglinger et Faugeron-Crouzet (2002) établissent une sous évaluation moyenne de 18% sur 292 observations entre 1983 et 1994. De leur côté, Broye et Schatt (2003) trouvent une sous évaluation moyenne de 20,3% sur un échantillon de 402 admissions sur le Nouveau et Second marché entre 1986 et 2000.

Sur l'échantillon de Labégorre et Boubaker (2005), composé de 185 entreprises introduites sur le Second Marché français entre 1994 et Mars 2000, la sous évaluation moyenne s'établit à 14,7%. Les auteurs montrent que cette sous évaluation croît sur la

¹⁴² Base de données regroupant les Comptes financiers de plus de 900 000 entreprises françaises, cotées et non cotées, sur 10 ans

période 1994 -1996 et décroît par la suite pour atteindre des niveaux faibles de sous évaluation. Les introductions sur la période 1997-2000 seraient, selon ces auteurs, théoriquement plus faibles que le niveau annoncé dans leur étude. Cette précision peut expliquer pourquoi les sous évaluations de notre échantillon s'établissent à des niveaux plus faibles que la littérature : La période de notre étude s'étend, en effet, sur une période (1997-2004) qui serait affectée par de plus faibles sous évaluations.

Par ailleurs, cette sous évaluation initiale augmente si on tient compte des 10 premiers jours¹⁴³ de cotation (24,06%). Ces résultats sont légèrement supérieurs à ceux obtenus par Degeorge et Derrien en 2001. Ces auteurs ont mis en évidence une sous évaluation moyenne de : 17,5 % (sur dix jours) pour l'ensemble du marché français entre 1991 et 1998 et de 22.8% pour le seul Nouveau Marché sur la même période¹⁴⁴. Le second marché a, quant à lui, enregistré une sous évaluation moyenne de 15,8%. Cette supériorité est certainement due, en partie, à la composition de notre échantillon qui regroupe plus de 70% d'entreprises cotées sur le Nouveau Marché. Ces dernières enregistrent des sous évaluations initiales plus fortes.

Les statistiques descriptives montrent également que le capital des entreprises de notre échantillon reste peu ouvert au public. En effet les actionnaires d'origines détiennent encore plus de 75% des actions de l'entreprise après l'introduction en bourse. Ce résultat est conforme à celui de Schatt et Roy (2001). Ces auteurs trouvent un taux de rétention de 75,94% par les actionnaires d'origine sur un échantillon de 220 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français entre 1996 et 2000. Nos résultats sont comparables avec ceux obtenus aux Etats-Unis par Jain et Kini (1999b). Les auteurs montrent que les actionnaires d'origine retiennent en moyenne 70,5% d'actions après l'introduction en bourse. En Italie, Pagano et *al.* (1998) trouvent un taux légèrement plus faible (69,2%).

Les dirigeants, au même titre que les actionnaires d'origine, détiennent une part importante dans le capital des entreprises après l'introduction en bourse. Nous avons enregistré un taux de rétention de 41,28 % pour les deux principaux dirigeants actionnaires.

¹⁴³ Degeorge et Derrien (2001) estiment que les entreprises nouvellement introduites sur le marché français n'atteignent leurs prix d'équilibre qu'au bout de dix jours. Schatt et Roy (2001a) de leur côté, retiennent une période de cinq jours. Tandis que Ged et Lantz (1999a et b) retiennent une période de trente jours

¹⁴⁴ Ce qui correspond à la période 1996-1998. Le nouveau marché étant été créé en 1996.

Tableau 6.1 : Statistiques descriptives (Chapitre 6)

$RIA_{i,t}$ (*décote*) la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction : elle se calcule de la manière suivante : $RIA_{i,t} = CL_{i,t} / PO_i \cdot M_t / M_0$ Où CL est le cours de clôture de la $t^{\text{ième}}$ séance pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus ; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse ; S1, S2, S3, S4, S5 et S6 les Scores attribués à l'entreprise en fonction de son effort de publication au moment de l'introduction en bourse, respectivement sur les catégories d'informations suivante : « compétences du cadre dirigeant », « Autres Ressources Humaines », « Innovation », « Organisation », « Connaissance de l'activité, de la Concurrence et de l'environnement » et « Capital Client » ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse
 CESSION_ACT : nombre d'actions cédées par les actionnaires d'origine/ nombre total d'actions après introduction ; CESSION : nombre d'actions cédées par les deux principaux dirigeants/ nombre total d'actions après introduction ; RET_ACT : nombre d'actions retenues par les actionnaires d'origine après l'IPO¹⁴⁵/ nombre total d'actions après introduction. ; RET_DIR nombre d'actions retenues par les deux principaux dirigeants après l'IPO/ nombre total d'action après introduction ; AGE, AGE_NM et AGE_SM, l'âge de l'entreprise en année au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; TAILLE le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction ; SECT variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; AMP variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché ; MARCHE, Variable dichotomique prenant la valeur 1 pour le Nouveau marché et 0 sinon. ; PERIODE : variable polytomique représentant la période pendant laquelle l'entreprise s'est introduite sur le marché, elle prend la valeur 1 pour les introductions après mars 2000 (après la bulle), la valeur 2 pour les introductions de 1997-98 (avant la bulle) la valeur 3 pour les introductions de 1999-mars 2000 (pendant la bulle),

Variables	N	Moyenne	Médiane	Ecart type
Sous évaluations initiales				
RIA_1	107	11,23%	0,48%	25,71%
RIA_5	107	22,54%	8,85%	37,28%
RIA_10	107	24,06%	7,70%	47,34%
RIA_20	107	28,36%	8,07%	51,58%
RIA_30	107	29,63%	10,47%	60,83%
RIA_40	107	28,97%	9,55%	63,51%
Effort informationnel				
S1	107	0,338	0,320	0,154
S2	107	0,459	0,500	0,252
S3	101	0,312	0,355	0,204
S4	107	0,370	0,375	0,209
S5	107	0,353	0,391	0,176
S6	107	0,439	0,441	0,207
SCORE	107	0,378	0,418	0,148

¹⁴⁵ Le nombre d'actions retenues par les actionnaires d'origine est égal, selon la formule de Downes et Heinkel (1982), au nombre d'actions composant le capital post-introduction diminué du nombre d'actions créées à l'occasion de l'opération et du nombre d'actions cédées par les actionnaires d'origine.

Tableau 6.1 (Suite) : Statistiques descriptives (Chapitre 6)

Actionnariat				
CESSION_ACT	107	7,04%	5,54%	9,18%
CESSION	107	3,37%	1,36%	5,60%
RET_ACT	107	75,74%	77,62%	9,00%
RET_DIR	107	41,28%	40,54%	26,34%
Caractéristiques				
AGE	107	11,67	10,00	9,75
AGE_NM	76	8,66	8,00	5,29
AGE_SM	31	19,30	14,50	13,70
TAILLE	107	11,02	11,03	0,92
Variables	N	Echantillon	Effectif	Fréquences
SECT	107	SECT=1	42	39,25%
		SECT=0	65	60,75%
MARCHE	107	MARCHE=1	76	71,03%
		MARCHE=0	31	28,97%
AMP	107	AMP=1	89	83,18%
		AMP=0	18	16,82%
PERIODE	107	PERIODE=1	42	39,25%
		PERIODE=2	33	30,84%
		PERIODE=3	32	29,91%

Préalablement à notre étude Faugeron-Crouzet (1997) enregistre un taux de rétention de 39,5% pour un échantillon de 321 entreprises introduites sur le second marché français entre 1983 et 1994. Labégorre et Boubaker (2005) enregistrent de leur côté, un taux de rétention de 56% pour un échantillon de 185 entreprises introduites sur le second marché entre 1994 et 2000. Ces taux de rétention élevés s'accompagnent pour les entreprises de notre échantillon, de faibles taux de cession d'actions lors de l'opération d'introduction. Ils sont de 3,37% pour les dirigeants et de 7,04% pour l'ensemble des actionnaires.

Schatt et Roy (2001) établissent un taux de cession d'actions par les actionnaires d'origines de 14,1%¹⁴⁶ pour 220 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français entre 1996 et 2000.

¹⁴⁶ Cette différence est en partie, due à la différence des périodes d'étude, mais elle est également due aux principes de construction de la variable de mesure elle-même. Schatt et Roy (2001) adoptent le nombre total d'actions avant introduction en bourse comme dénominateur de la variable cession alors que nous adoptons, comme dans les travaux de Downes et Heinkel (1982), « le nombre d'actions après l'introduction » comme dénominateur de notre mesure.

Par ailleurs, les sociétés de l'échantillon attendent en moyenne près de onze ans et demi avant de s'introduire en bourse. Cette moyenne est plus élevée pour le second marché (19 années) que pour le nouveau marché (8 années).

Ces moyennes sont inférieures à celles identifiées par les études précédentes sur le marché français. En effet Degeorge et Derrien (2001) trouvent un âge moyen de 18 ans pour un échantillon d'entreprises composées de 243 introductions sur le nouveau et second marché entre 1991 et 1998 (21 ans pour le second marché et 9 ans pour le nouveau marché).

Sur l'échantillon d'entreprises introduites sur le Second marché pour la période 1983-1994, Faugeron-Crouzet (1997) obtient un âge moyen de 32 ans. Labégorre (2003) trouve une moyenne de 24,7 années sur un échantillon de 295 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français entre 1994 et 2000. Nous pensons que cette différence s'explique par la nature des entreprises de notre échantillon. En effet les entreprises technologiques sont en moyenne plus jeunes lors de leur introduction en bourse. Ces moyennes d'âge restent élevées par rapport aux entreprises américaines mais cette différence tend à s'escompter avec le temps (Ritter 1991)

1.2 Définition du Signal

Dans nos hypothèses de recherche, l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel est sensé être un signal des perspectives de rentabilité de la firme. L'implication du dirigeant dans son capital est, dans le contexte de ce modèle, un signal de pénalité. Dans ce paragraphe nous allons tester ces hypothèses.

Nous vérifierons dans un premier temps que l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel est un acte volontaire et montrerons par la suite que sa présence est reliée à l'implication du dirigeant dans le capital de son entreprise.

1.2.1 Acte volontaire de publication

L'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel ne peut être considéré comme signal que si ce dernier est compréhensible par les investisseurs qui le perçoivent.

Nous avons démontré dans le chapitre 4 de la thèse que les attentes des investisseurs concernant les informations à publier convergent¹⁴⁷. Ces investisseurs ont par ailleurs déclaré que la réponse des entreprises à leurs attentes peut être perçue comme signal de qualité de leur part.

Cette affirmation suppose que l'effort informationnel¹⁴⁸ fourni par l'entreprise est un acte volontaire dont la finalité est la signalisation de la qualité de l'entreprise. Nous avons voulu vérifier cette idée avant tout préalable. Nous pensons, en effet, que si l'acte de publication (effort informationnel sur capital immatériel fourni) est volontaire, il est forcément non influencé par les caractéristiques de l'entreprise ou de l'opération d'introduction. En d'autres termes, le Score obtenu par une entreprise nouvellement introduite en bourse est indépendant des caractéristiques de l'entreprise et de l'opération. Ces mêmes caractéristiques ne doivent pas augmenter la probabilité d'occurrence de l'effort.

Nous avons régressé linéairement la variable « SCORE » sur les variables explicatives suivantes : l'« ÂGE », la « TAILLE » de l'entreprise, le « SECTEUR » auquel elle appartient et la période d'introduction en bourse mesurée par la variable « BULLE ». Les variables « MARCHE » et « AMP » ont été exclues du fait des corrélations élevées obtenues lors du calcul des Rho de Spearman (Cf. Tableau 6.21)

Le Tableau 6.2 (modèle 1) présente les résultats de la régression appliquée à l'ensemble de l'échantillon. Selon ce modèle, l'établissement du score est, indépendant des caractéristiques de l'opération et de celles de l'entreprise. Le modèle obtenu est, en effet, non significatif. Une régression logistique effectuée sur les mêmes variables explicatives confirme ce résultat. Le Tableau 6.3 résume le modèle testé, les coefficients β obtenus, la statistique de Wald et les seuils de signification. Aucune des caractéristiques incorporées dans le modèle explicatif n'augmente significativement la probabilité d'occurrence de l'effort. Notre résultat va dans le sens de l'hypothèse H1. La décision d'une entreprise d'effectuer un effort de publication sur son capital immatériel semble être un acte volontaire.

¹⁴⁷ La convergence a été démontrée à partir des propos des experts interrogés. L'obtention de résultats empiriques significatifs peut conforter l'idée de convergence exprimée par les investisseurs dans le chapitre 4.

¹⁴⁸ Nous rappelons qu'une entreprise est considérée comme ayant fourni un effort informationnel sur son capital immatériel si elle a obtenu un Score supérieur à 0,291. Ce seuil a été identifié à partir des pratiques de publication des entreprises développées dans le chapitre 5.

Tableau 6.2 : Caractéristiques de l'opération et Effort informationnel

SCORE, variable dépendante représentant le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; AGE, l'âge de l'entreprise en années au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensive en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction

Dans le modèle 1 toutes les entreprises sont incorporées dans la régression (107 entreprises), dans le modèle 2, seules les entreprises ayant fourni un effort informationnel le sont (77 entreprises).

Variable dépendante : SCORE		
modèles	1	2
Constante	0,453	0,598
<i>T</i>	2,492	6,250
<i>p</i>	0,014**	0,000***
AGE	0,002	0,001
<i>T</i>	1,311	1,828
<i>p</i>	0,193	0,072*
BULLE	-0,061	-0,014
<i>T</i>	-1,898	-1,736
<i>p</i>	0,061*	0,087*
SECTEUR (intensité en R&D)	0,006	0,026
<i>T</i>	0,188	1,655
<i>p</i>	0,851	0,095*
TAILLE	-0,008	-0,016
<i>T</i>	-0,479	-0,872
<i>p</i>	0,633	0,386
F	1,507	3,647
<i>p</i>	0,206	0,009***
R ² ajusté	1,91%	12,52%
N	107	77

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Nous remarquons cependant que la qualité de l'effort informationnel fourni est influencée par les caractéristiques de l'entreprise et de l'opération. Dans le Tableau 6.2 (modèle 2), la qualité de l'effort informationnel (mesurée par la variable Score si le score est supérieur à 0,291) dépend de l'âge de l'entreprise, son secteur d'activité et la période pendant laquelle elle s'est introduite.

Les entreprises plus âgées semblent, en effet, plus à même de fournir un effort informationnel de qualité. Ceci est peut être du, en partie, à un capital immatériel plus développé¹⁴⁹, mais également à une meilleure maîtrise du marché de la part de ces entreprises et une meilleure connaissance de leurs ressources.

Par ailleurs, les entreprises appartenant à des secteurs intensifs en R&D semblent fournir un effort informationnel de meilleure qualité. L'examen de la composition de l'effort informationnel de ces entreprises montre qu'elles communiquent plus de détails informationnels sur la catégorie d'information « Innovation ».

Decarolis et Deeds (1999), Wilbon (1999) montrent que, pour ces entreprises, certaines variables technologiques signalent d'une manière efficace au marché financier leur qualité et leur capacité à gérer leurs ressources d'une manière optimale. Nous pensons que ces entreprises souffrent de plus fortes asymétries informationnelles et l'effort supplémentaire qu'elles fournissent contribue à les réduire. Comme Decarolis et Deeds (1999), Wilbon (1999), nous pensons que ces asymétries sont d'autant plus réduites que les entreprises « intensives en R&D » communiquent des informations sur leur « innovation ».

La période d'activité semble influencer négativement la qualité de l'effort informationnel. Les entreprises introduites hors la Bulle Internet font davantage d'effort que celles introduites pendant la bulle Internet. Cette évolution est sans doute due aux exigences plus fortes de transparence de la part du marché. Une enquête récente menée par la SOFRES en Octobre 2005 a réitéré les exigences du marché financier et a rappelé les attentes de transparence et d'objectivité notamment sur les informations extra financières de la part du marché financier.

Enfin, dans les modèles de Waymire (1986), Lev et Penman (1990), la taille de l'entreprise introduite en bourse est liée positivement à la quantité d'information disponible. Dans la même logique, on aurait pu penser que la taille de l'entreprise est également reliée positivement à la qualité de l'effort informationnel fourni. Le modèle 2 du Tableau 6.2 ne montre aucun lien significatif entre la taille de l'entreprise et la qualité de son effort.

¹⁴⁹ Du fait de l'accumulation du savoir acquise durant les années d'existence de l'entreprise.

Tableau 6.3 : Probabilité de l'occurrence d'un effort informationnel

EFFORT : Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise a effectué un effort de publication (SCORE > 0,291) et 0 sinon ; AGE, l'âge de l'entreprise en années au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction.

Effort			
	β	Wald	Sig.
Constante	0,252	0,008	0,928
BULLE	-0,746	2,518	0,113
AGE	0,020	0,599	0,439
SECTEUR	-0,119	0,066	0,797
TAILLE	0,065	0,071	0,790
χ^2		1,279	
Sig.		0,865	
R ² Cox & Snell		1,21%	

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

1.2.2 Effort informationnel et participation au capital

Dans le cadre du modèle de Hughes (1986), la publication volontaire de prévision et la rétention du capital par les dirigeants sont considérées comme des signaux complémentaires. Par analogie à ce modèle, nous avons supposé que l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel et la rétention du capital par les dirigeants interagissent pour signaler conjointement la valeur de l'entreprise.

Une première analyse empirique effectuée avec « la rétention du capital par les dirigeants¹⁵⁰ » comme variable explicative de l'effort informationnel, ne nous a donné aucun résultat significatif. La construction de la variable de « rétention » peut expliquer ce résultat : en effet, le taux mesuré, exprimé par rapport au nombre total d'actions après introduction en bourse, peut être faible ou de moindre importance si les dirigeants possèdent des participations modestes dans le capital de leur entreprise avant l'introduction en bourse.

¹⁵⁰ RET_DIR nombre d'actions retenus par les deux principaux dirigeants après l'IPO divisé par le nombre total d'action après introduction.

Les dirigeants d'entreprises de « qualité » peuvent, dans ce cas, ne posséder qu'une part (dans le capital de leur entreprise) relativement moins importante que d'autres dirigeants d'autres entreprises de même « qualité » et qui possèdent à la base de fortes participations dans le capital de leur entreprise.

Le taux de rétention devrait refléter le comportement des dirigeants vis-à-vis des titres qu'ils possèdent lors de l'ouverture du capital. Un dirigeant cédant des parts importantes de ses titres lors de l'IPO est peu confiant dans les perspectives de croissance future de son entreprise et inversement : nous avons ainsi construit la variable « CESSION » en nous inspirant, entre autres, des travaux de Schatt et Roy (2001) pour le marché français. Les auteurs utilisent la variable « CES2MAJ » qui mesure la fraction d'actions cédées par les actionnaires de contrôle (les 2 principaux actionnaires) par rapport au nombre total d'actions avant introduction en bourse.

Dans la construction de notre variable « CESSION », nous avons repris l'idée de ces deux auteurs tout en utilisant au numérateur le nombre d'actions cédées par les deux principaux dirigeants¹⁵¹ et au dénominateur le nombre d'actions après l'introduction. Nous pensons, en effet, que la cession des actions (en pourcentage) devrait être d'autant plus faible que le nombre d'actions créées est important. D'ailleurs la plupart des travaux, initiés par ceux Downes et Heinkel (1982), utilisent « le nombre d'actions post IPO » comme dénominateur de ce genre de mesure. Les variables, SCORE et CESSION, devraient être reliées négativement et significativement dans les tests statistiques.

Les modèles du Tableau 6.4, tendent à confirmer cette idée. La variable « CESSION » explique, négativement et significativement la qualité de l'effort de publication fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Nous remarquons par ailleurs que la variable « CESSION » joue pleinement son rôle lorsque l'entreprise fournit un effort informationnel (modèles 1# à 3#). Les régressions 1# à 3# expliquent respectivement 14,57%, 14,92% et 14,31% de la variance contre seulement 6 à 7% pour les premiers modèles. Ce résultat est conforme à nos attentes : dans nos hypothèses, le dirigeant décide de son implication dans l'entreprise (et donc du taux de cession d'actions lors de l'ouverture du capital) en fonction de l'intensité du signal « effort informationnel »

¹⁵¹ Dans un bon nombre de cas les deux principaux dirigeants se confondent avec les deux principaux actionnaires.

qu'il émet au marché financier¹⁵². L'intensité du signal étant mesurée par la variable « SCORE », la variable « CESSION » est reliée négativement et significativement à cette dernière d'une manière plus prononcée pour le sous échantillon d'entreprises considérées comme ayant fourni un effort informationnel (Ayant obtenu un SCORE supérieur à 0,291).

Les résultats obtenus, par ailleurs dans le Tableau 6.4 confirment l'impact positif de l'âge de l'entreprise sur la qualité de son effort informationnel et l'impact négatif de l'introduction pendant la bulle internet.

Très peu de travaux sont comparables au notre¹⁵³. A notre connaissance seuls Bukh et *al.* (2005) et Van Der Zahn, et Singh (2005) ont abordé le capital immatériel dans sa globalité dans le contexte des introductions en bourse. La plupart des travaux dans la littérature ont étudié les composantes de ce capital en tant que mesure d'évaluation ou de signal dans un contexte d'IPO (Deeds et al, 1997 ; Decarolis et Deeds, 1999 ; Wilbon, 1999 ; Guo et *al.* 2005)

Seuls Bukh et *al.* (2005) ont étudié les déterminants de la publication volontaire d'informations sur le capital immatériel de l'entreprise. Se basant sur quatre principaux facteurs : les différences sectorielles, la participation des dirigeants dans le capital des entreprises, l'âge et la taille des candidates à l'introduction en bourse, les auteurs montrent l'existence d'une relation positive entre la participation du dirigeant dans le capital de son entreprise et la qualité de la publication d'informations sur le capital immatériel. Les résultats de ces auteurs concordent avec nos propres résultats.

¹⁵² Nous rappelons que les experts interrogés dans le chapitre 4 ont défini un « effort informationnel optimum » qu'ils ont qualifié de « difficile à atteindre ». Cet « effort optimum » peut servir de référence aux entreprises qui désirent se signaler au marché financier. Nous avons par ailleurs défini dans le chapitre 5 l'intensité minimale de l'effort à fournir pour qu'il soit perçu comme signal de qualité de la part du marché (nous nous sommes basés sur les pratiques des entreprises et à travers un calcul de fréquences de publication, nous avons identifié le « SCORE » minimum au dessus duquel l'entreprise est considérée comme ayant fourni un effort de publication particulier par rapport aux autres entreprises.

¹⁵³ Les résultats que nous avons obtenus peuvent être comparés analogiquement aux travaux effectués sur la publication volontaire de prévisions. Clackson et *al.* (1992) montrent l'existence d'une relation significative et positive entre la participation du dirigeant dans le capital de l'entreprise et la publication volontaire de résultats prévisionnels.

Tableau 6.4 : Qualité de l'effort informationnel et implication du dirigeant

SCORE, variable dépendante représentant le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION : la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AGE, l'âge de l'entreprise en année au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction.

Echantillon modèle	Variable dépendante : SCORE						
	Total				Effort		
	1	2	3	4	1#	2#	3#
constante	0,443	0,338	0,348	0,335	0,639	0,627	0,664
t	2,534	11,475	12,891	13,157	6,533	6,495	7,232
p	0,013**	0,000***	0,000***	0,000***	0,000	0,000	0,000
cession	-0,768	-0,799	-0,739	-0,722	-0,377	-0,382	-0,456
t	-1,830	-1,926	-1,813	-1,762	-1,667	-1,665	-2,047
p	0,071*	0,057*	0,073*	0,081*	0,100*	0,100*	0,044**
Age à l'introduction	0,003	0,003	0,003	0,003	0,001	0,001	0,002
t	1,903	1,943	2,161	2,305	1,925	1,988	2,315
p	0,060*	0,055*	0,033**	0,023**	0,058*	0,051*	0,023**
BULLE	-0,042	-0,039	-0,043		-0,017	-0,016	-0,019
t	-1,364	-1,283	-1,413		-1,998	-1,924	-2,309
p	0,176	0,203	0,161		0,050**	0,058*	0,024**
Secteur (intensité en R&D)	0,020	0,024			0,019	0,020	
t	0,687	0,824			1,102	1,229	
p	0,494	0,412			0,274	0,223	
TAILLE	-0,009				-0,015		
	-0,610				-0,841		
	0,543				0,403		
F	2,345	2,858	3,597	4,352	3,523	4,245	5,120
p	0,047**	0,028**	0,016**	0,016**	0,007***	0,004***	0,003***
R2 ajustée	6,61%	7,26%	7,58%	6,59%	14,57%	14,92%	14,31%
N	107	107	107	107	77	77	77

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Les auteurs n'ont par ailleurs trouvé aucune relation significative entre l'âge de l'entreprise nouvellement introduite en bourse et la qualité de ces publications sur le capital immatériel.

Les résultats obtenus, dans ce paragraphe, nous confortent dans nos hypothèses de signalisation conjointe par « effort informationnel » et implication du dirigeant dans le capital de son entreprise. Dans le paragraphe suivant et à travers des régressions multivariées, nous essaierons de vérifier ces hypothèses.

1.3 Stratégies de signalisation des entreprises technologiques

1.3.1 Effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel

L'effort informationnel que l'entreprise fournit sur son capital immatériel est supposé être informatif pour le marché financier. Il devrait donc limiter les asymétries d'informations et réduire les incertitudes sur la valeur de l'entreprise. Ceci se traduirait par de plus faibles rentabilités initiales.

Le Tableau 6.5 présente les résultats des régressions multiples menées sur l'échantillon total (soit 107 observations) ; Et le Tableau 6.6 présente les résultats de celles menées sur les entreprises considérées comme ayant fourni un effort informationnel sur leur capital immatériel lors de l'introduction en bourse¹⁵⁴.

Dans les modèles testés (de 1 à 3, Tableau 6.5), la présence ou l'absence d'un effort de publication d'informations sur le capital immatériel¹⁵⁵ est reliée significativement à la sous évaluation des titres. Cette relation reste significative (Tableau 6.19), si nous adoptons une mesure de la sous évaluation calculée le 5^{ème} jour (Schatt et Roy, 2001) le 10^{ème} jour (Degeorge et Derrien, 2001) ou le 30^{ème} jour d'introduction (Ged et Lantz, 1999a et b).

¹⁵⁴Dans les deux séries de régressions, certaines variables ont été supprimées du fait des corrélations observées lors des calculs du Rho de Spearman (Cf. Tableau 6.21). Par ailleurs les termes d'erreur ont été corrigés du problème d'hétéroscédasticité grâce à la méthode de White (1980).

¹⁵⁵ La variable utilisée est binaire, elle prend la valeur 1 pour la présence d'effort et la valeur 0 pour l'absence d'effort.

Tableau 6.5 : Explication de la rentabilité initiale par l'effort informationnel sur le capital immatériel.

RIA_1 la sous évaluation initiale du titre ajustée par la rentabilité du marché ; EFFORT, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises ayant fourni un « Effort informationnel sur leur Capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION : la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AGE, l'âge de l'entreprise en année au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et 1 date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction

variable dépendante : RIA_1			
modèle	1	2	3
constante	-1,041	-0,917	-0,794
t	-2,402	-2,185	-1,921
p	0,018**	0,032**	0,058*
Effort	0,343	0,345	0,330
t	4,015	4,045	3,872
p	0,000***	0,000***	0,000***
CESSION	2,855	2,616	2,696
t	2,635	2,458	2,522
p	0,010***	0,016**	0,013**
AGE	-0,010	-0,009	-0,010
t	-2,809	-2,642	-2,776
p	0,006***	0,010***	0,007***
BULLE	0,124	0,110	
t	1,603	1,439	
p	0,112	0,154	
SECTEUR	0,082	0,040	
t	1,126	0,549	
p	0,263	0,585	
TAILLE	0,088	0,080	0,073
t	2,377	2,196	2,009
p	0,020**	0,031**	0,048**
F	7,045	8,176	9,590
p	0,000***	0,000***	0,000***
R2 ajustée	27,63%	27,42%	26,56%
N	107	107	107

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Le lien de cette relation est positif. La présence d'un effort informationnel augmente significativement la rentabilité initiale de l'entreprise nouvellement introduite en bourse (ce qui infirme l'hypothèse H2.1). Ce signe est contraire à nos attentes mais peut tout de même être expliqué. En effet, l'examen des rentabilités initiales des entreprises sans effort informationnel montre la présence de surévaluations dès le premier jour de cotation (Cf. Tableau 5.20). Ces surévaluations sont souvent la conséquence de l'hétérogénéité des anticipations des investisseurs concernant la valeur de ces entreprises nouvellement introduites en bourse (Gouldey, 2006).

L'absence d'effort informationnel peut augmenter significativement les incertitudes qui pèsent sur la valeur de l'entreprise candidate à l'introduction et induire une hétérogénéité dans les évaluations des investisseurs. Cette situation provoque un phénomène de surévaluation des titres et explique le signe trouvé dans nos régressions du Tableau 6.5. Pour conforter notre raisonnement, nous avons retiré de l'échantillon, l'ensemble des entreprises surévaluées et refait les régressions du Tableau 6.5. Le signe du coefficient de « l'effort » apparaît négatif et significatif¹⁵⁶.

Par ailleurs, le marché financier réagit significativement à la qualité de l'effort fourni par l'entreprise. Les résultats des régressions effectuées dans le Tableau 6.6 établissent un lien négatif et significatif au taux $\alpha = 0,1\%$, entre le score évaluant la qualité de l'effort informationnel et la sous-évaluation des titres calculée le premier jour de l'introduction (validation de l'hypothèse H2.2). Cette relation reste négative et significative (Tableau 6.20), si nous adoptons une mesure de la sous-évaluation calculée le 5^{ème} jour (Schatt et Roy, 2001) le 10^{ème} jour (Derrien et Degeorge, 2001) ou le 30^{ème} jour d'introduction (Ged et Lantz, 1999a et b).

Dans ces régressions (Tableau 6.6) seules les entreprises, ayant fourni un effort informationnel minimum, sont incluses dans l'échantillon¹⁵⁷. Les experts du marché financier interrogés dans le chapitre 4 de ce document, considèrent la publication volontaire d'informations sur le capital immatériel comme signal de qualité uniquement si elle s'inscrit dans le cadre de l'effort de publication optimum précédemment définie. Il est ainsi indispensable d'identifier les entreprises qui ont

¹⁵⁶ Les résultats de ces régressions ne sont pas reportés dans la thèse.

¹⁵⁷ L'entreprise est considérée comme ayant fourni un effort informationnel si elle a obtenu un « SCORE » égale au minimum à 0,291. L'intensité minimale de l'effort a été définie dans le chapitre 5 à travers une étude des pratiques des entreprises et un calcul des fréquences de publication.

fourni un effort minimum pour tester l'hypothèse de signalisation. La qualité de l'effort fourni par l'entreprise détermine par la suite la qualité du signal et définit le niveau de réduction des asymétries d'informations présentes sur le marché financier.

A notre connaissance, seule l'étude de Van Der Zahn, et Singh (2005) a exploré cette hypothèse de signalisation. Contrairement à nos résultats, les auteurs identifient, sur un échantillon de 334 entreprises introduites sur le marché de Singapour entre 1997 et 2004, une relation positive et significative entre le niveau de la sous évaluation initiale et le niveau de publication d'information sur le capital immatériel. Ce résultat est induit par les choix méthodologiques de l'étude empirique. En effet les auteurs définissent « un indice de divulgation » composé de 89 informations caractérisant le capital immatériel d'une entreprise sans tenir compte des attentes des investisseurs et du poids qu'ils accordent à chacune des informations retenues.

Une entreprise peut, ainsi, obtenir un indice de divulgation relativement élevé¹⁵⁸ sans qu'elle n'ait publié les informations prioritairement attendues par les investisseurs (Eccles et al. 2001)¹⁵⁹. Dans ce cas ses publications sur le capital immatériel ne peuvent pas réduire les asymétries d'informations présentes et ne permettent pas d'atténuer les sous évaluations initiales.

Dans notre travail, nous avons choisi de ne retenir que les informations financières dont la publication est attendue par le marché financier. L'entreprise qui s'applique à publier ces informations en priorité réduit les asymétries d'informations et par conséquent la sous évaluation des titres.

Par ailleurs, nos résultats peuvent être comparés à d'autres travaux menés sur le rôle de la publication volontaire d'informations dans le contexte des introductions en bourse. Ainsi la qualité de publication de prévisions de résultats lors de l'introduction en bourse réduit la sous évaluation initiale des titres introduits (Keasey et McGuinness 1991, Marché britannique ; Chen et al. 2001, Marché de Hong Kong ; Labégorre et Boubaker, 2005, Marché Français).

¹⁵⁸ L'entreprise publie une part importante des 89 informations définies dans l'indice.

¹⁵⁹ Les auteurs montrent que l'accroissement de la publication d'informations sur le capital immatériel, n'est pas positivement perçu par les analystes et les investisseurs dans le cas où les informations publiées ne sont pas celles attendues.

De la même manière, la qualité de l'information volontaire mesurée par les détails informationnels portés dans les prospectus d'introduction en bourse réduisent sensiblement la sous évaluation initiale des titres (Friedlan, 1993 ; Leone et al. 2003).

Tableau 6.6: Explication de la rentabilité initiale par la qualité de l'effort informationnel sur le capital immatériel

RIA_1 la sous évaluation initiale du titre ajustée par la rentabilité du marché ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AGE, l'âge de l'entreprise en année au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction.

Variable dépendante : RIA_1			
Modèle	1	2	3
Constante	0,726	0,880	1,652
T	1,199	1,470	6,187
P	0,235	0,146	0,000***
SCORE	-2,727	-2,808	-2,997
T	-4,660	-4,792	-5,208
P	0,000***	0,000***	0,000***
CESSION	2,468	2,476	2,142
T	2,162	2,155	1,889
P	0,034**	0,035**	0,063*
AGE	-0,007	-0,007	-0,007
T	-1,942	-1,986	-1,963
P	0,056*	0,051*	0,054*
BULLE	0,119		
T	1,377		
P	0,173		
SECTEUR (intensité en R&D)	0,201	0,188	0,162
T	2,441	2,279	2,001
P	0,017**	0,026**	0,049**
TAILLE	0,067	0,060	
T	1,611	1,439	
P	0,112	0,155	
F	8,321	9,482	11,165
P	0,000***	0,000***	0,000***
R2 ajusté	37,25%	36,43%	35,46%
N	77	77	77

1.3.2 Implication du dirigeant dans l'entreprise

Outre la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise, la participation du dirigeant dans le capital est supposée informative pour les investisseurs. Elle réduirait les incertitudes sur la valeur de l'entreprise et par conséquent la sous évaluation initiale. Analogiquement avec le modèle de Hughes (1986), la participation du dirigeant serait considérée, dans ce contexte, comme un second signal permettant de clarifier le coût du premier signal (à savoir la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel).

Nous avons, dans un premier temps, utilisé la rétention du capital par le dirigeant comme première mesure de son implication dans l'entreprise. Dans les régressions menées, la participation du dirigeant explique positivement et significativement la sous évaluation des titres¹⁶⁰. Ce résultat est contradictoire avec la théorie du signal mais reste conforme à plusieurs travaux empiriques : Ainsi Lee et *al.* (1993) montrent, sur un échantillon de 266 entreprises australiennes introduites entre 1976 et 1989, que la part conservée par le dirigeant accroît significativement les rentabilités initiales. De la même façon Labégorre et Boubakri (2005) démontrent le même lien sur un échantillon de 185 entreprises introduites sur le Second Marché français entre 1984 et 2000.

A notre connaissance, peu d'auteurs ont obtenu une relation négative et significative entre la sous évaluation initiale et l'implication du dirigeant dans l'entreprise. Beatty (1989) démontrent ce lien sur un échantillon de 2215 entreprises américaines introduites entre 1975 et 1984. Firth et Smith (1992) montrent, de leur côté, que la rétention du capital par le dirigeant détermine négativement mais non significativement la sous évaluation initiale de 89 entreprises néo-zélandaises.

Devant ce résultat nous avons exploré davantage nos données et construit d'autres mesures en nous inspirant, entre autres, des travaux de Schatt et Roy (2001) pour le marché français. Nous avons retenu la variable « CESSION » qui mesure la part des actions cédées par les deux principaux dirigeants lors de l'IPO. Cette variable devrait être reliée positivement à la sous évaluation initiale : un fort taux de cession augmenterait les incertitudes qui pèsent sur la valeur de l'entreprise et par conséquent la sous évaluation des titres.

¹⁶⁰ Le détail de ce résultat n'est pas rapporté dans la thèse.

Les résultats des régressions (Tableau 6.5 et Tableau 6.6) montrent un lien significatif et positif entre la cession d'actions par les deux principaux dirigeants et la rentabilité initiale. Les dirigeants d'entreprises de « qualité » préfèrent garder de fortes participations dans le capital de leur entreprise en cédant peu d'actions à l'introduction. Leur comportement réduit les incertitudes qui pèsent sur la valeur de l'entreprise et diminue par conséquent la sous-évaluation initiale.

1.3.3 Asymétries d'informations et sous-évaluation des titres

Les recherches dans le domaine des IPO, initiées par Rock (1986), s'accordent sur le fait que l'amplitude de la sous-évaluation est croissante avec l'asymétrie d'information. La sous-évaluation est alors assimilée à un coût d'information. Selon Ritter (1991), ce dernier est d'autant plus important que la firme est de jeune âge et de petite taille. En effet, la firme présente alors peu de visibilité de par son bref historique et une forte sensibilité par rapport aux fluctuations du marché en comparaison avec les entreprises qui sont plus âgées et de plus grande taille (Chemmanur et Fulghieri 1999). Par ailleurs, Ljunqvist et Wilhelm (2003) associent de fortes asymétries d'informations aux secteurs technologiques. Nous mesurons les asymétries d'information de la firme avec le marché financier par les variables suivantes : l'âge de la firme, la taille, le secteur auquel appartient l'entreprise et le marché d'introduction¹⁶¹.

Nous précisons par ailleurs que nous avons retenu « l'intensité en R&D » pour la définition des secteurs. Notre échantillon étant composé exclusivement d'entreprises technologiques, nous avons pensé que les entreprises ayant une forte intensité en R&D présentent de plus fortes asymétries informationnelles du fait de l'avenir incertain des activités de recherche.

Dans les régressions effectuées sur l'échantillon total (Tableau 6.5), la sous-évaluation initiale est reliée négativement et significativement à l'âge de l'entreprise. Comme l'avait prédit Chemmanur et Fulghieri (1999), Bilson et al. 2003 ; Broye et Schatt (2003b) les entreprises plus âgées semblent offrir au marché financier une meilleure visibilité sur leurs perspectives futures.

¹⁶¹ Nous considérons que les introductions sur le nouveau marché souffrent de plus fortes asymétries informationnelles

Par ailleurs, la sous évaluation initiale est reliée positivement et significativement au secteur d'activité dans les régressions effectuées sur le sous échantillon d'entreprises ayant fourni un effort informationnel (Tableau 6.6). Cette relation n'est pas significative si les régressions sont effectuées sur l'échantillon global.

Le Secteur d'activité ne semble pas augmenter les asymétries d'informations dans le contexte des introductions en bourse. Par contre, les entreprises qui ont décidé de fournir un effort informationnel doivent offrir un effort d'autant plus de « qualité » qu'elles appartiennent à des secteurs à forte intensité en R&D et qu'elles comptent le Nouveau Marché comme marché d'introduction.

Section 2. Pouvoir informationnel de l'effort de publication et signaux « classiques » de la littérature

Nous avons démontré dans la précédente section que la qualité de l'effort informationnel sur le capital immatériel d'une entreprise et l'implication du dirigeant dans l'entreprise signalaient conjointement sa valeur au marché financier en réduisant les asymétries d'informations et par conséquent la sous évaluation des titres.

La littérature nous a enseigné que d'autres signaux peuvent être informatifs au marché financier. Au même titre que l'effort informationnel et l'implication du dirigeant dans le capital de l'entreprise, ces signaux permettent de réduire les incertitudes des investisseurs et contribuent à la réduction des sous évaluations initiales.

Nous allons d'abord étudier l'interaction de ces signaux avec l'effort informationnel fourni par l'entreprise. Par la suite, nous étudierons la contribution de chaque signal à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier

2.1 Cadre d'analyse

Dans ce paragraphe, nous décrirons, la méthodologie adoptée, les variables utilisées et l'échantillon.

2.1.1 Méthodologies

Nous voulons étudier le pouvoir de signalisation de « l'effort informationnel » fourni par l'entreprise sur son capital immatériel par rapport aux autres signaux précédemment énoncés dans la littérature. Nous nous interrogeons, en effet, sur la

contribution de ce nouveau signal aux travaux fondateurs. Nous explorons le rôle de la dette, la réputation de l'introducteur et de l'auditeur dans la réduction de la sous-évaluation initiale constatée lors des introductions en bourse

Pour répondre à ces questions, nous avons fait appel à différents outils statistiques. A travers des régressions univariées et multivariées nous avons mesuré le pouvoir explicatif de chaque signal et exploré les liens qui régissent les différentes variables explicatives. Nous avons utilisé les tests de Student et les coefficients de corrélations de spearman. La méthode des moindres carrés ordinaires est utilisée pour l'estimation des paramètres des équations de régressions.

2.1.2 Les données de l'étude

2.1.2.1 Les variables

Dans ce travail, nous avons repris la même variable dépendante que celle employée dans la précédente section :

$RIA_{i,t}$: la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction, elle se calcule de la manière suivante :

$$RIA_{i,t} = \frac{CL_{i,t}}{PO_i} - \frac{M_t}{M_0}$$

Où CL est le cours de clôture de la séance t pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus ; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse. Nous avons retenu, comme variable dépendante, la sous-évaluation de l'entreprise calculée à la clôture de la première séance : RIA_1 .

Pour les variables de signalisation, nous avons repris nos deux précédentes variables à savoir la variable « SCORE » qui mesure l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel et la variable « CESSION » qui mesure l'implication des dirigeants dans le capital de leur entreprise. Nous avons rajouté par ailleurs trois nouvelles variables qui apprécient la dette de l'entreprise, la qualité de l'auditeur et de l'introducteur qui ont participé à l'opération d'IPO. Les variables sont expliquées ci-dessous :

« SCORE » : le score attribué à chaque entreprise i introduite en bourse en fonction de la qualité de son effort informationnel : il se calcule de la manière suivante :

$$SCORE_i = \sum_{j=1}^6 P_j \times \frac{\sum_{k=1}^{m_{1j}} p_{kj} \times x_{kj}}{\sum_{k=1}^{m_{2j}} p_{kj} \times x_{kj}}$$

où : P_j est la pondération attribuée par les experts à la catégorie d'information « j » ; $x_{kj} = 1$ si l'information « k »¹⁶² de la catégorie « j » est publiée par l'entreprise sinon $x_{kj} = 0$; p_{kj} est le poids attribué par les experts à l'information « k » de la catégorie « j » en fonction de sa contribution à l'évaluation de l'entreprise ; m_{1j} le nombre d'informations dans la catégorie « j » ; m_{2j} le nombre maximal d'informations que l'entreprise peut publier avec $m_{2j} \leq m_{1j}$

« CESSION » : mesure la fraction d'actions cédées par les deux principaux dirigeants lors de l'introduction en bourse. Elle est égale au nombre d'actions cédées par les principaux dirigeants divisées par le nombre total d'actions après introduction.

« AUDITEUR » : Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le prospectus de l'entreprise nouvellement introduite en bourse a été audité par un commissaire aux comptes appartenant aux « big 4, 5 ou 6 ». Six auditeurs couvrent la période 1997-1998: Arthur Andersen, Ernst & Young, KPMG, Coopers & Lybrand, Price Waterhouse et Deloitte. La fusion entre Coopers & Lybrand et Price Waterhouse effective depuis le 01 juillet 1998 et donnant naissance à « PricewaterhouseCoopers » fait passer le nombre d'auditeurs à 5. La période 1999-2002 est couverte par Arthur Andersen, Ernst and Young, KPMG, Pricewaterhouse Coopers et Deloitte. Par ailleurs, la cession d'Arthur Andersen intervenue en 2002 réduit à nouveau le nombre d'auditeurs et les fait établir à 4 sur la période 2003-2004 (Ernst and Young, KPMG, Pricewaterhouse Coopers et Deloitte).

« Intro_CDF » : variable dichotomique prenant la valeur « 1 » si la banque « chef de file » qui introduit l'entreprise est de qualité sinon elle prend la valeur « 0 ». Cette qualité (des banques introductrices) est diversement mesurée dans la littérature. Carter et Manaster (1990) notent pour l'ensemble des introductions réalisées sur le marché américain et pour une période donnée, la position des membres du syndicat bancaire situés après le chef de file sur l'annonce de l'opération publiée dans la presse financière

¹⁶² Chaque information k est composée d'un ensemble de détails de détails informationnels qui caractérise l'information et garantit sa qualité. (Pour plus d'information Cf. CHAP 5 Section 2: le protocole de notation)

(*tombstone advertisements*). Cette notation (de 0 à 9) aboutit à un classement des banques introductrices qui reflète leur qualité. Ce travail, actualisé par Carter, Dark et Singh (1998) et Loughran et Ritter (2003) reste difficilement transposable en France.

D'autres auteurs comme, Beatty et Ritter (1986), Degeorge et Derrien (2001) ont classé les banques en fonction du nombre d'introductions qu'elles ont pilotées en tant que chefs de file sur une période donnée. Les établissements ayant dirigé un nombre d'opérations supérieur (respectivement inférieur) à la médiane ont été qualifiés de « réputés » (respectivement « non réputés »). Nous avons ainsi établi un classement des banques introductrices en fonction de leur participation (en tant que chef de file) à 253 introductions en bourse réalisées sur le nouveau et second marché français entre 1996 et 2004. La banque introductrice est réputée (et codée 1) si elle a dirigé, en tant que chef de file, un nombre d'opérations supérieur à la médiane de l'échantillon.

« DETTES » : mesure la part des dettes dans le total de l'actif de l'entreprise lors du dernier exercice avant la date d'introduction en bourse.

Les variables mesurant le niveau d'asymétries d'informations et les variables de contrôle sont les mêmes que celles utilisées dans la précédente section.

2.1.2.2 L'échantillon

Nous reprenons l'échantillon de la section précédente. Ce dernier est constitué de 107 introductions en bourse réalisées sur le nouveau marché et le second marché d'Euronext Paris entre le 1^{er} janvier 1997 et le 31 décembre 2004. Les prospectus d'introductions en bourse ont été collectés soit auprès de l'AMF soit auprès des entreprises elles-mêmes.

Les données comptables et financières ont été extraites, pour la plupart, des prospectus d'introduction en bourse. D'autres données ont été complétées à partir de la base de données : DIANE. Les données concernant les auditeurs et les introducteurs ont également été extraites des prospectus d'introductions en bourse.

Les renseignements relatifs aux titres admis sur le marché boursier, ainsi que les données boursières des cours et des indices ont été extraits à partir de la base de données DATASTREAM. Enfin les données sur L'effort informationnel sont celles obtenues après l'application de l'indice de mesure et le protocole de notation présenté dans le chapitre 5.

Le Tableau 6.7 décrit les données utilisées dans cette section. Les tests univariés établissent un lien significatif entre la présence d'un effort de publication ($Y=1$) et le taux de cession des actions par les dirigeants lors de l'introduction en bourse. Les dirigeants des entreprises de l'échantillon qui choisissent de fournir un effort informationnel sur leur capital immatériel cèdent significativement moins de titres à l'introduction (2,45% contre 4,54%). L'analyse des médianes confirme ce résultat (1% contre 3,46%). Ces mêmes entreprises (celles qui ont choisi de fournir un effort informationnel) paraissent moins endettées¹⁶³ que les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort informationnel (50,43% contre 53,50%).

Par ailleurs, plus de la moitié des entreprises de notre échantillon (50,51%) ont choisi un auditeur de renom pour contrôler leurs comptes présentés à l'occasion de l'introduction en bourse. Ce taux est plus élevé chez les entreprises qui ont choisi de fournir un effort informationnel à l'introduction (52,11%). Il est, par contre, plus faible, chez les entreprises qui ont choisi de ne pas fournir cet effort (46,43%). Les tests univariés effectués sur ces deux groupes d'entreprises, n'établissent pas de différences significatives dans leurs moyennes et leurs médianes.

Egalement, plus de la moitié des entreprises de notre échantillon (56,63%) ont été introduites en bourse par une banque réputée. Ce taux est largement plus élevé chez les entreprises qui ont choisi de fournir un effort informationnel par rapport à celles qui ont choisi de ne pas en fournir (68,85% contre 22,73%). Les différences sont largement significatives pour les moyennes et les médianes. Le test de chi deux ($\chi^2=8,672$) permet de constater une différence significative dans les fréquences. Il permet de rejeter l'hypothèse d'indépendance entre la réputation du chef de file et la présence d'un effort informationnel lors de l'introduction en bourse : les banques introductrices réputées semblent inciter les entreprises à fournir un effort informationnel sur leur capital immatériel lors de l'introduction en bourse.

¹⁶³ Les tests des médianes et moyennes ne donnent pas de résultats significatifs.

Tableau 6.7 : Statistiques descriptives : Intégration des signaux classiques de la littérature.

Le tableau présente les moyennes et médianes des variables explorées dans la section 2 dans un contexte de « présence » (ou d'absence) d'effort informationnel sur le capital immatériel lors de l'introduction en bourse. Des tests d'égalités des moyennes et des médianes sont effectués et sont portés dans les deux dernières colonnes du tableau.

La subdivision de l'échantillon se fait selon la variable Y : variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'entreprise fournit un effort informationnel et 0 sinon. Les variables explorées sont les suivantes : SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; DETTES, la part des dettes dans le total de l'actif ; AUDITEUR variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur est réputé sinon 0 ; Intro_CDF variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'introducteur chef de file est réputé sinon 0.

Variables	N	Y=1 Présence d'effort		Y=0 absence d'effort		Egalité des moyennes ANOVA		Egalité des médianes Mann-Whitney _Wilcoxon		
		Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane	F	Sig.	Z	Sig.
SCORE	77	0,461	0,462	30	0,166	0,159	456,666	0,000***	-8,011	0,000***
CESSION	77	2,45%	0,99%	30	4,54%	3,46%	7,884	0,006***	-3,321	0,001***
DETTE	77	50,43%	51,00%	30	53,50%	55,50%	0,401	0,529	-0,512	0,609

Variables	N	Echantillon		N	Echantillon		F	Sig.	Z	Sig.
		Fréquences			Fréquences					
AUDITEUR	77	AUDITEUR=1	52,11%	30	AUDITEUR=1	46,43%	0,255	0,615	-0,507	0,612
		AUDITEUR=0	47,89%		AUDITEUR=0	53,57%				
Intro_CDF	77	ITM=1	68,85%	30	ITM=1	22,73%	16,443	0,000***	-3,720	0,000***
		ITM=0	31,15%		ITM=0	77,27%				

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

2.2 Effort informationnel et signaux « classiques » de la littérature

On se propose, dans ce paragraphe, d'étudier l'impact des acteurs intervenant dans l'IPO sur le niveau d'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Les tests univariés¹⁶⁴ ont montré des liens significatifs entre l'effort informationnel fourni par l'entreprise et certaines variables caractérisant des signaux classiques de la littérature. Dans ce qui suit nous allons essayer de confirmer ou d'infirmer ces liens à l'aide de régressions multivariées.

Le Tableau 6.8 présente les résultats des régressions menées sur notre échantillon de 107 entreprises introduites sur le Nouveau et Second marché français pendant la période 1997-2004. Toutes les variables caractérisant les signaux classiques de la littérature ont été introduites. Certaines variables de contrôle ont, par contre, été éliminées du fait des corrélations constatées lors des calculs des Rho de Spearman (Cf. Tableau 6.21). Les diagnostics de colinéarité (calcul des VIF) ne laissent pas apparaître de problème significatif (VIF moyen de 1,22 et un VIF maximum de 1,67).

Les modèles proposés expliquent respectivement 41,63% et 43,09% de la variance. Plusieurs variables sont significatives dans ces modèles ; Les variables « CESSION », « AUDITEUR » et « DETTE » sont reliées négativement au niveau de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Inversement, les variables « ITM » et « ÂGE » y sont reliées positivement.

Dans nos régressions, la vérification des comptes par un auditeur réputé lors de l'IPO s'accompagne de plus faibles niveaux d'effort informationnel. Ce résultat est contraire à nos attentes : la réputation de l'auditeur étant reliée, dans le modèle de Titman et Trueman (1986) à la qualité de l'entreprise candidate à l'introduction, on aurait pu penser à une meilleure qualité de l'effort informationnel (synonyme d'une entreprise de qualité) si l'entreprise est auditée par un acteur de qualité. Le résultat que nous avons obtenu est plutôt en faveur d'une autre explication : l'entreprise semble réduire le niveau de son effort informationnel lorsque ce dernier devient plus coûteux. La partie de l'information non transmise au marché financier est communiquée à travers la qualité de l'auditeur choisi pour la vérification des comptes.

¹⁶⁴ Menés dans le paragraphe précédent.

Au même titre que la réputation de l'auditeur, le niveau de l'endettement de l'entreprise influence négativement le niveau de l'effort informationnel. Le même raisonnement, que précédemment, peut être appliqué à la variable « DETTE ». Celle ci communique au marché financier la qualité de l'entreprise lorsque le signal « effort informationnel » devient plus coûteux.

L'entreprise adopterait sa stratégie de signalisation en fonction du coût des différents signaux : la qualité de l'auditeur et l'endettement de l'entreprise compensent, en partie, la moindre qualité de l'effort informationnel si les coûts qui leur sont attribués sont inférieurs à ceux de l'effort informationnel.

Contrairement aux résultats obtenus avec l'auditeur, la direction de l'IPO par une banque réputée semble influencer positivement le niveau de l'effort informationnel. L'introducteur réputé serait plus à même d'apporter le meilleur conseil lors de la préparation des documents d'informations que l'introducteur de moindre réputation.

Par ailleurs, les signes obtenus pour les variables « CESSION », et « ÂGE » confirment nos précédentes conclusions : les mêmes signes ont été identifiés dans les régressions de la précédente section (Cf. Tableau 6.4).

L'étude de Bukh et *al.* (2005) a exploré les déterminants de la publication de l'entreprise sur son capital immatériel dans le contexte des introductions en bourse. Les auteurs ont testé l'influence de l'implication du dirigeant, l'âge, la taille et le secteur de l'entreprise sur le niveau des publications d'informations sur le capital immatériel. Dans les résultats de leurs travaux, les secteurs innovants et la participation des dirigeants dans le capital de leur entreprise semblent influencer à la hausse le niveau de publication. Ces résultats sont conformes à nos conclusions concernant la variable « CESSION ». Bukh et *al.* (2005) n'ont pas exploré le rôle joué par l'auditeur et l'introducteur dans la détermination du niveau de publication d'informations sur le capital immatériel. Nous ne pouvons donc comparer nos résultats à des études similaires.

2.3 Contribution de l'effort informationnel à l'évaluation de l'entreprise lors de son IPO.

On se propose, dans ce paragraphe, d'étudier la contribution de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel- à son évaluation par le marché financier. Deux séries de régressions sont envisagées : des régressions univariées et des régressions multivariées.

Tableau 6.8 : Les déterminants du niveau de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital Immatériel

RIA_1 la sous évaluation initiale du titre ajustée par la rentabilité du marché ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AUDITEUR variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur est réputé sinon 0 ; Intro_CDF variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'introducteur chef de file est réputé sinon 0 ; DETTES la part des dettes dans le total de l'actif ; AGE, l'âge de l'entreprise en années au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction

modèle	SCORE		
	1	2	3
constante	0,543	0,614	0,673
t	2,648	3,120	3,455
p	0,012**	0,003***	0,001***
CESSION	-0,844	-0,668	
t	-1,733	-1,646	
p	0,091*	0,100*	
AUDITEUR	-0,055	-0,050	-0,049
t	-1,745	-1,687	-1,652
p	0,089*	0,098*	0,100*
Intro_CDF	0,193	0,181	0,185
t	4,981	4,828	4,903
p	0,000***	0,000***	0,000***
DETTE	-0,156	-0,171	-0,168
t	-1,930	-2,135	-2,076
p	0,061*	0,039**	0,044**
AGE	0,005	0,005	0,005
t	3,496	3,310	3,279
p	0,001***	0,002***	0,002***
BULLE	0,044		
t	1,162		
p	0,252		
TAILLE	-0,024	-0,027	-0,030
t	-1,369	-1,536	-1,720
p	0,179	0,132	0,093*
F	4,973	5,529	6,064
p	0,000	0,000	0,000
R2 ajustée	37,68%	37,13%	35,50%
N	107	107	107

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

2.3.1 Les résultats des régressions univariées

Les régressions univariées sont reportées dans le Tableau 6.9 ; elles sont effectuées sur l'échantillon total (modèles 1, 2, 3 et 4) et sur le sous échantillon d'entreprises qui ont fourni un effort informationnel (modèles 1#, 2#, 3#, 4# et 5#). La valeur de l'entreprise (mesurée par la sous évaluation initiale) est régressée à chaque fois sur une seule variable explicative.

Les résultats obtenus réaffirment le rôle joué par l'effort informationnel (modèle 5#) et l'implication du dirigeant (modèles 1 et 1#) dans les stratégies de signalisation des entreprises. Les signaux classiques de la littérature ne semblent pas, par contre, participer à ces stratégies.

En effet la réputation du commissaire aux comptes est associée à de plus fortes sous évaluations initiales pour les entreprises de notre échantillon (modèles 2 et 2#). Ce résultat est contraire aux hypothèses de signalisations incitées par Titman et Trueman (1986). Dans leur modèle, ces auteurs considèrent la réputation du commissaire aux comptes comme signal efficace de la valeur de l'entreprise candidate à l'introduction en bourse. Beatty (1989) ou Balvers et *al.* (1988) valident ce lien sur le marché américain, Clarkson et *al.* (1992) le valident sur le marché canadien.

Les résultats sur le marché français sont mitigés : dans les travaux de Labégorre et Boubaker (2005) la réputation de l'auditeur ne réduit pas significativement les rentabilités initiales. Ce lien a pourtant été identifié sur l'échantillon d'entreprises considérées dans les travaux de Broye (2001).

Par ailleurs, la réputation de la banque introductrice est reliée positivement et significativement au niveau de la sous évaluation initiale. Ce résultat est contradictoire avec la théorie du signal (Carter et Manaster, 1990 ; Carter et *al.* 1998). Selon ces auteurs, les banques prestigieuses (pour préserver leur réputation) n'introduisent en bourse que les sociétés peu risquées et aisément évaluables avec l'information disponible. La réputation du chef de file réduit, dans ce contexte, l'incertitude *ex ante* sur la valeur de l'entreprise candidate à l'introduction et limite la sous évaluation des titres. Ce lien a été clairement établi aux Etats Unis par Beatty et Ritter (1986).

En revanche, en France les études menées donnent différents résultats : dans l'étude de Labégorre et Boubaker (2005), la réputation de la banque introductrice s'accompagne de rentabilités initiales significativement plus faibles. Dans l'étude de Broye (1998), la présence d'un chef de file réputé ne semble pas avoir une incidence sur l'évaluation de l'entreprise par le marché financier.

Tableau 6.9 : Effort informationnel et signaux classiques de la littérature : Résultats des régressions univariées

RIA_1 la sous évaluation initiale du titre ajustée par la rentabilité du marché ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AUDITEUR variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur est réputé sinon 0 ; Intro_CDF variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'introducteur chef de file est réputé sinon 0 ; DETTES la part des dettes dans le total de l'actif.

: Valeur dépendante : RIA_1									
Modèle	1	1#	2	2#	3	3#	4	4#	5#
Constante	0,118	0,204	0,158	0,247	0,131	0,260	0,120	0,256	1,753
<i>T</i>	2,179	2,976	2,933	3,609	1,292	1,849	1,881	2,671	6,980
<i>P</i>	0,032**	0,004***	0,004***	0,001***	0,201	0,071*	0,064*	0,010**	0,000***
SCORE									-3,096
<i>T</i>									-5,749
<i>P</i>									0,000***
CESSION	3,687	3,013							
<i>T</i>	3,292	2,315							
<i>P</i>	0,001***	0,023**							
AUDITEUR			0,143	0,170					
<i>T</i>			1,891	1,794					
<i>P</i>			0,062*	0,077*					
Intro_CDF							0,223	0,132	
<i>T</i>							2,624	1,641	
<i>P</i>							0,010**	0,100*	
DETTE					0,184	0,124			
<i>T</i>					0,979	0,477			
<i>P</i>					0,332	0,636			
R ² ajustée	9,21%	5,42%	2,56%	3,07%	-0,07%	-1,75%	6,70%	2,16%	29,70%
N	107	77	107	77	107	77	107	77	77

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Notre résultat (lien significatif et positif entre la réputation de la banque introductrice et la sous évaluation initiale) est, quant à lui, conforme aux prédictions de Loughran et Ritter (2002 et 2004) dans un contexte d'agence. Selon ces auteurs, les banques prestigieuses tirent profit de leur réputation pour maximiser leurs rémunérations à travers de plus fortes sous évaluations initiales lors des introductions en bourse. Ce lien a été également mis en évidence par Van Der Zahn et Singh (2005) sur 334 introductions en bourse réalisées sur le marché de Singapour entre 1997 et 2004.

Enfin le taux d'endettement de l'entreprise est relié positivement mais non significativement à la sous évaluation initiale. Il ne semble pas signaler la qualité de l'entreprise nouvellement introduite en bourse comme il a été prédit dans les modèles de Koh et Walter, (1989); Kim et Ritter, (1999); Su et Fleisher (1999).

Les régressions que nous venons de présenter doivent, cependant, être interprétées avec prudence. Keasey et McGuinness (1992) montrent que les éventuelles interactions entre les variables explicatives peuvent changer fondamentalement les résultats. Dans le paragraphe qui suit nous allons adopter des régressions multivariées.

2.3.2 Les résultats des régressions multivariées

Les résultats des régressions multivariées sont reportés dans le Tableau 6.10. Dans le modèle 1, seules les variables de contrôle sont utilisées. Le modèle est significatif et explique 10,87% de la variance. Dans le modèle 2, la variable « SCORE » qui mesure la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel est ajoutée aux variables de contrôle. Le modèle est significatif et explique 33,91% de la variance. Le pouvoir explicatif du modèle est amélioré avec l'incorporation de la variable « CESSION » dans le modèle 3 (37,25% de la variance).

Dans le modèle 4, nous avons régressé la sous évaluation initiale sur les variables de contrôle et les variables caractérisant les signaux classiques de la littérature. Le modèle est non significatif et ne permet pas d'expliquer la rentabilité initiale des titres. Ce résultat est un peu surprenant dans la mesure où les variables « Intro_CDF », « CESSION » et « AUDITEUR » étaient significatives dans les régressions du Tableau 6.9. Les interactions entre ces variables ont, comme l'avait prédit Keasey et McGuinness (1992), changé les résultats des régressions énoncées précédemment).

Dans le dernier modèle (modèle 5), toutes les variables ont été incorporées dans la régression. Le modèle est significatif et explique 44,50% de la variance soit 7,25% de plus que le modèle 3 et 10,59% de plus que le modèle 2. Dans ce modèle, seule la variable « SCORE » est significative au taux $\alpha = 0.1\%$.

L'analyse de ces régressions (Tableau 6.10) nous permet de rejeter les hypothèses de signalisations suivantes : ni la qualité de l'auditeur, ni la réputation du chef de file ni le niveau de l'endettement ne permettent de signaler la qualité des entreprises de notre échantillon. Les hypothèses H2.2 et H2.3 sont par ailleurs à nouveau validées : la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel et l'implication du dirigeant dans le capital de son entreprise, permettent de réduire conjointement le niveau des évaluations initiales.

La revalidation de cette hypothèse nous permet de conclure à la supériorité de ce signal (qualité de l'effort informationnel) par rapport aux signaux classiques de la littérature pour les entreprises technologiques. Cette comparaison par nature de signaux a été précédemment étudiée dans la littérature par Megginson et al (2001)¹⁶⁵.

Ces auteurs ont testé le pouvoir explicatif des signaux « technologiques¹⁶⁶ » par rapport aux signaux classiques de la littérature sur un échantillon de 236 entreprises technologiques introduites sur le Nasdaq entre le 1^{er} janvier 1998 et le 30 Juin 2000 : Les résultats obtenus prônent la supériorité des signaux classiques dans la réduction des asymétries d'informations présentes sur les marchés financiers lors des IPO. Les signaux technologiques sont tout de même significatifs et contribuent à la stratégie de signalisation de l'entreprise.

La faiblesse du pouvoir explicatif des variables technologiques est, à notre avis, dû au fait qu'elles sont incorporées isolément dans les régressions. La construction d'un indicateur reflétant le niveau technologique d'une entreprise et prenant en compte ces spécificités¹⁶⁷ (comme c'est le cas dans notre indicateur), devrait contribuer à améliorer le résultat obtenu.

¹⁶⁵ A notre connaissance, leur étude est la seule qui ait traité le pouvoir informationnel des signaux classiques de la littérature par rapport aux signaux technologiques.

¹⁶⁶ Les signaux technologiques explorés sont le nombre de brevet (déposés et obtenus), les dépenses en R&D, les ressources humaines affectées à la recherche, et les alliances

¹⁶⁷ Certaines variables peuvent ne pas concerner certaines entreprises technologiques. Exemple : les variables sur les brevets ne concernent pas toutes les entreprises informatiques pourtant elles sont considérées comme entreprises technologique. L'absence d'un brevet pour une entreprise informatique peut, dans ce cas, être mal interprétée dans les régressions.

Tableau 6.10 : Effort informationnel et signaux classiques de la littérature : Résultats des régressions multivariées

RIA_1 la sous évaluation initiale du titre ajustée par la rentabilité du marché ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; AUDITEUR variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur est réputé sinon 0 ; Intro_CDF variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'introducteur chef de file est réputé sinon 0 ; DETTES la part des dettes dans le total de l'actif ; AGE, l'âge de l'entreprise en années au moment de son introduction en bourse, il est calculé par la différence entre la date d'introduction et la date de création de l'entreprise ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon ; TAILLE, le logarithme népérien de la capitalisation boursière le premier jour de l'introduction.

Modèle	Variable dépendante : RIA_1				
	1	2	3	4	5
Constante	-0,629	1,146	0,726	-1,027	0,539
T	-1,150	1,948	1,199	-1,436	0,746
P	0,254	0,055*	0,235	0,162	0,462
SCORE		-2,971	-2,727		-2,711
T		-5,043	-4,660		-3,738
P		0,000***	0,000***		0,001***
CESSION			2,468	0,556	1,074
T			2,162	0,304	0,713
P			0,034**	0,763	0,482
AUDITEUR				0,224	0,130
T				1,818	1,246
P				0,080*	0,224
Intro_CDF				-0,150	0,038
T				-0,985	0,282
P				0,333	0,781
DETTE				0,380	0,300
T				1,290	1,236
P				0,208	0,227
Âge à l'introduction	-0,011	-0,007	-0,007	-0,011	-0,003
T	-2,458	-1,712	-1,942	-2,114	-0,660
P	0,016**	0,091*	0,056*	0,044**	0,515
BULLE	0,167	0,120	0,119	-0,151	-0,035
T	1,624	1,353	1,377	-1,083	-0,297
P	0,109	0,180	0,173	0,288	0,769
Secteur (intensité en R&D)	0,085	0,161	0,201	0,205	0,229
T	0,908	1,958	2,441	1,768	2,394
P	0,367	0,054*	0,017**	0,088*	0,024**
TAILLE	0,092	0,049	0,067	0,115	0,066
T	1,932	1,173	1,611	2,015	1,363
P	0,057*	0,245	0,112	0,054*	0,185
F	3,250	8,593	8,321	1,950	4,118
P	0,017	0,000	0,000	0,093	0,002
R ² ajustée	10,84%	33,91%	37,25%	17,84%	44,50%

Section 3. Pouvoir informationnel de l'effort de publication et survie des entreprises dans le long terme

Nous nous intéressons dans cette section à l'étude de survie, dans le long terme, des entreprises introduites en bourse. Par ce travail, nous contribuons aux travaux initiés par Ritter (1991) sur la performance dans le long terme des IPO.

Les études de survie restent peu représentées en finance et offrent un vaste champ de recherche non encore suffisamment exploré. Hensler et *al.* (1997) et Jain et Kini (1999a) ont été les premiers à examiner la probabilité de survie, sur les marchés financiers américains, des entreprises nouvellement introduites en bourse. Boubakri et al (2005), Yan et Sheu (2006) ont, respectivement, étudié cette relation sur le marché canadien et taiwanais. A notre connaissance, aucune étude n'a été effectuée sur le marché français¹⁶⁸.

Nous allons, dans un premier temps, présenter le cadre d'analyse des études de survie et les spécificités de leurs données. Par la suite, nous allons étudier les facteurs influençant les probabilités de survie des entreprises technologiques introduites sur les marchés financiers français sur la période 1997-2004.

3.1 Cadre d'analyse

3.1.1 Méthodologies et Hypothèse de recherche

Nous voulons étudier l'impact de différents facteurs (y compris l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel) sur la survie des entreprises technologiques introduites en bourse. Nous testons l'hypothèse suivante :

H3 : La qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel augmente les probabilités de survie d'une entreprise après une offre publique initiale.

¹⁶⁸ Cette technique a été utilisée par Labégorre (2003) pour étudier la probabilité qu'une entreprise soit suivie par un analyste financier après son introduction en bourse et par Riva et Deville (2005) pour étudier le retour à l'efficience des marchés des options.

Pour vérifier cette hypothèse, nous avons fait appel à différentes méthodes statistiques habituellement employées dans les études de survie.

D'abord, nous avons mené des régressions logistiques binaires pour expliquer la probabilité de survie de l'entreprise dans le long terme. Nous n'avons pas pu utiliser des régressions linéaires classiques parce que la variable à expliquer est binaire (survie ou non survie). La régression linéaire classique n'est, en effet, pas adaptée pour ce genre de variable : d'une part, les hypothèses sur les termes d'erreur ne sont plus respectées, d'autre part, la valeur prédite n'est pas contrainte de se situer dans l'intervalle $[0,1]$, ce qui est contradictoire avec une interprétation probabiliste.

La régression logistique nous permet d'estimer directement la probabilité d'occurrence d'un événement (dans notre cas la probabilité de survie).

Soit $P(X) = P(Y=1/X_1, X_2, \dots, X_p)$ La probabilité conditionnelle qu'un événement survienne étant donné les variables explicatives X_i .

$$P(Y = 1 / X) = \frac{e^{\beta_0 + x_{i1}\beta_1 + x_{i2}\beta_2 + \dots + x_{ip}\beta_p}}{1 + e^{\beta_0 + x_{i1}\beta_1 + x_{i2}\beta_2 + \dots + x_{ip}\beta_p}}$$

Les valeurs des coefficients β sont celles qui maximisent la probabilité jointe que tel événement survienne (Survie) étant donné la variable X_i (qualité de l'effort informationnel, introducteur réputé...).

Ensuite, nous avons proposé une étude de survie à travers les méthodes de Kaplan Meier et Cox pour pallier aux insuffisances des régressions logistiques.

Ces dernières ne font qu'estimer les probabilités de survie des entreprises à partir de leur état à un instant donné. Elles ne prennent pas en compte les durées de vie des entreprises sur les marchés financiers¹⁶⁹ : Ainsi, la sortie de marché d'une entreprise introduite depuis 8 ans et d'une entreprise introduite depuis 2 ans sont traitées de la même manière dans les régressions.

En revanche, l'analyse de survie appréhende de manière dynamique le passage de l'état de « survie » à l'état de « non survie ». Les modèles estimés prennent en compte

¹⁶⁹ La durée de vie d'une entreprise sur le marché financier se calcule par la différence entre la date de son introduction en bourse et la date de l'observation choisie.

les durées de vie des entreprises ayant subi l'évènement (entreprises délistées du marché) et les durées de vie des entreprises qui ne l'ont pas subi. Les modèles de Kaplan Meier (1958) et Cox (1972) permettent respectivement de tester l'effet d'une variable binaire et de plusieurs paramètres sur les probabilités et durées de survie.

3.1.2 Les données de l'étude

3.1.2.1 Les variables

L'analyse de survie des entreprises nous impose la définition de deux variables dépendantes : L'état de l'entreprise (Survie ou non survie) et sa durée de survie sur les marchés financiers :

« *STATUT* » : variable dichotomique qui définit l'état de l'entreprise, elle prend la valeur « 1 » si l'entreprise est toujours cotée en bourse au moment de l'observation¹⁷⁰. Elle prend, au contraire, la valeur « 0 » si l'entreprise est délistée du marché pour des raisons négatives. Les raisons négatives prises en compte dans l'étude sont le passage d'un marché à un autre de moindre importance (transfert vers le marché libre par exemple) ou la sortie du marché. Toutes les entreprises qui sont transférées d'un marché à un autre de plus grande importance ne sont pas considérées comme « délistées ». Les entreprises qui fusionnent et qui restent cotées sur leur nom ou un autre nom ne sont pas, non plus, considérées comme « délistées »

« *DUREE* » : variable qui mesure le temps de participation dans l'étude¹⁷¹ : elle est exprimée en mois et se calcule par la différence entre la date des dernières nouvelles (date de fin des observations fixée au 31 juillet 2006 pour notre étude) et la date d'origine (date d'introduction en bourse pour chacune des entreprises de l'échantillon).

Les variables explicatives incorporées dans nos modèles les suivantes :

« *SCORE* » : le score attribué à chaque entreprise introduite en bourse en fonction de la qualité de son effort informationnel (Cf. sections 1 et 2 pour une définition plus détaillée).

¹⁷⁰ Dans les régressions logistiques, nous estimons la probabilité de survie au delà de cinq d'existence sur les marchés financiers. Dans les modèles de survie (Cox et Kaplan Meier) nous estimons la probabilité de survie à partir de données s'étalant sur la période 1997-juillet 2006.

¹⁷¹ Le temps de participation retenu pour les régressions logistiques de 5 ans pour toutes les entreprises.

« *CESSION* » : mesure la fraction d'actions cédées par les deux principaux dirigeants lors de l'introduction en bourse. Elle est égale au nombre d'actions cédées par les principaux dirigeants divisés par le nombre total d'actions après introduction.

« *Intro_CDF* » : variable dichotomique qui prend la valeur « 1 » si la banque « chef de file » qui introduit l'entreprise est de qualité, sinon la valeur « 0 » (Cf. section 2).

« *IT_ITM* » : Variable dichotomique définie pour les introductions sur le Nouveau Marché, elle prend la valeur 1 si la banque introductrice chef de file assume également la fonction de teneur de marché, sinon, elle prend la valeur « 0 »

« *TAILLE* » : cette variable représente la taille de l'entreprise nouvellement introduite en bourse. Elle est égale au logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise, exprimée en milliers d'Euros.

« *AMP* » : variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché.

« *BULLE* » : variable dichotomique représentant la période pendant laquelle l'entreprise s'est introduite sur le marché, elle prend la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet soit entre le 1^{er} janvier 1999 et 31 mars 2000 ; sinon elle prend la valeur 0.

« *SECTEUR* » : variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises dont l'activité est intensive en R&D et 0 sinon. Les entreprises de notre échantillon étant toutes des entreprises technologiques, cette classification nous a paru la plus adaptée. Elle est établie sur la base du montant des dépenses en R&D inscrit au bilan. Les entreprises dépensant un montant supérieur à la moyenne de l'échantillon sont considérées comme des entreprises intensives en R&D.

Le Tableau 6.11 résume l'ensemble des ces variables.

Tableau 6.11 : Définition des variables des modèles de survie

Variables	Définition
Variable dépendante : Modèle Logit	
Statut	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise est en vie et 0 sinon.
Variables dépendantes : Modèle de Cox	
Statut	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise est en vie et 0 sinon.
Durée*	Durée de vie de l'entreprise introduite en bourse exprimée en mois d'existence.
Variables indépendantes	
SCORE	le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse.
CESSION	la part du capital, des deux principaux dirigeants, cédée lors de l'introduction en bourse.
Intro_CDF	variable dichotomique prenant les valeurs (1/0) si la banque « chef de file » qui introduit l'entreprise est (réputée/non réputée).
IT_ITM	variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la banque assume les deux fonctions d'introducteur et de teneur de marché et 0 sinon (Variable valable uniquement pour les introductions sur le nouveau marché).
AMP	variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché.
TAILLE	Le logarithme de la capitalisation boursière en milliers d'euros calculé le premier jour de cotation.
BULLE	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise est introduite pendant la bulle Internet sinon elle prend la valeur 0.
SECTEUR	variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises dont l'activité est intensive en R&D et 0 sinon.

* le calcul des durées se fait par la différence entre la date d'origine qui correspond à la date d'introduction en bourse des entreprises et la date des dernières nouvelles fixée au 31 juillet 2006.

3.1.2.2 L'échantillon

L'échantillon de notre étude est celui exploré dans les précédentes sections : 107 introductions en bourse réalisées sur le Nouveau et Second Marché pendant la période 1997-2004.

Les nouvelles données (données de Survie) définies pour les besoins de l'étude ont été extraites, pour la plupart, du site d'EURONEXT. Les dates et raisons de sorties du marché pour les entreprises « délistées » ont été récoltées dans la presse. Par ailleurs, l'identification du rôle de l'introducteur teneur de marché pour les entreprises introduites sur le Nouveau Marché a été réalisée à partir des prospectus d'introduction en bourse. Le Tableau 6.12 résume les données de survie de l'échantillon.

Tableau 6.12 : Statistiques descriptives des données de Survie

Y variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise a fourni un effort de publication sur son capital immatériel (SCORE>0.291), sinon 0 ; SRVIE_3 : variable dichotomique égale 1 est l'entreprise est toujours en vie après 3 ans d'existence ; SRVIE_4 : variable dichotomique égale 1 si l'entreprise est toujours en vie après 4 ans d'existence ; SRVIE_5 : variable dichotomique égale 1 si l'entreprise est toujours en vie après 5 ans d'existence ; SRVIE_Juillet : variable dichotomique égale 1 si l'entreprise est toujours en vie au 31 juillet 2006.

Echantillon	Variables	Y=1				Y=0				Egalité des Fréquences	
		N (#)	Echantillon	effectif	Fréquences	N	Echantillon	effectif	Fréquences	chi deux	Sig.
104	SURVIE_3	74	SURVIE_3= 1	71	95,95%	30	SURVIE_3= 1	28	93,33%	7,190	0,007***
			SURVIE_3= 0	3	4,05%		SURVIE_3= 0	2	6,67%		
104	SURVIE_4	74	SURVIE_4= 1	70	94,59%	30	SURVIE_4= 1	23	76,67%	19,810	0,000***
			SURVIE_4= 0	4	5,41%		SURVIE_4= 0	7	23,33%		
101	SURVIE_5	71	SURVIE_5= 1	66	92,96%	30	SURVIE_5= 1	22	73,33%	18,2600	0,000***
			SURVIE_5= 0	5	7,04%		SURVIE_5= 0	8	26,67%		
107	SURVIE_Juillet	77	SURVIE_Juillet =1	65	84,42%	30	SURVIE_Juillet =1	21	70,00%	5,918	0,015**
			SURVIE_Juillet =0	12	15,58%		SURVIE_Juillet =0	9	30,00%		

(#) Le nombre d'entreprises dans l'échantillon diffère dans chaque analyse. Le dénombrement des entreprises délistées à l'issue de 5 années d'existence nécessite l'élimination des introductions réalisées entre le 01 juillet 2001 et 31 décembre 2004 : soit 6 entreprises (au total 101 entreprises). Le dénombrement des entreprises délistées, à l'issue de 4 années d'existence nécessite l'élimination des introductions réalisées entre le 01 juillet 2002 et 31 décembre 2004 : soit 3 entreprises (au total 104 entreprises).

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Les taux de survies restent très élevés les trois premières années de vie boursière. Pendant cette période, la liquidité des titres introduits est assurée soit par le teneur de marché (pour les entreprises introduites sur le NM) soit par une société de bourse (pour les entreprises introduites sur le SM). On pourrait alors penser que le maintien de certaines entreprises à la cote est influencé par la présence de ces acteurs.

Les taux de survie chutent au-delà de la troisième année de vie boursière. Ils restent tout de même plus élevés pour les entreprises qui ont fourni un effort informationnel. Pour ces dernières, ces taux s'établissent la 4^{ième} année (respectivement 5^{ième} année) à 94,59% (à 92,96%) contre seulement 76,67% (à 73,33%) pour les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort informationnel.

Les tests de chi deux permettent de constater une différence significative dans les fréquences de survie et de rejeter l'hypothèse d'indépendance entre l'état des entreprises en bourse dans le long terme et la présence d'un effort informationnel lors de l'introduction. Ces résultats doivent à priori être confirmés dans les régressions logistiques et dans le modèle de Cox.

Les données relatives au rôle de l'introducteur teneur de marché sont reportées dans le texte :

84,41% des entreprises de notre échantillon cotées au Nouveau Marché ont été introduites en bourse par une banque chef de file qui a assumé la fonction de tenue de marché. Ce taux est largement plus élevé chez les entreprises qui ont fourni un effort informationnel par rapport à celles qui ont choisi de ne pas en fournir (94,44% contre 60,83%). Le test de chi deux ($\chi^2=42,667$) permet de constater une différence significative dans les fréquences et de rejeter l'hypothèse d'indépendance entre le rôle joué par l'introducteur teneur de marché et la présence d'un effort informationnel lors de l'introduction en bourse : les banques introductrices qui assurent les fonctions de tenue du marché, semblent inciter les entreprises à fournir un effort informationnel sur leur capital immatériel lors de l'introduction en bourse.

3.2 Résultats des régressions logistiques

Nous étudions dans ce paragraphe les facteurs influençant les probabilités de survies dans le long terme (5 années) des entreprises technologiques introduites en bourse. Ces facteurs ont été identifiés dans la littérature et ont fait l'objet de nos hypothèses de recherche. Le Tableau 6.13 résume les corrélations constatées entre ces facteurs.

Il montre une corrélation significative et positive entre la variable IT_ITM et la variable « SCORE » aux seuils de 1 % (***) (coefficient de corrélation de 0,340)¹⁷².

La construction de cette variable (IT_ITM) nous a été suggérée par les travaux de Hansen et Torregrosa (1992), Macklin et *al.* (1992). Ces auteurs ont montré que les banques avec une réputation élevée sont plus susceptibles d'introduire des entreprises performantes, de les suivre après l'introduction et de les promouvoir à travers des recommandations d'analystes. Ces banques témoigneraient, une certaine confiance envers ces entreprises performantes pour décider de les suivre après leur introduction en bourse. On a pensé que les banques qui assumeraient conjointement les fonctions d'introducteur et de teneur de marché seraient plus susceptibles de conduire des entreprises performantes lors de leur ouverture de Capital. Les taux de survie en bourse devraient être supérieurs chez les entreprises introduites par des banques assumant les fonctions de tenue de marché.

La matrice des corrélations montre, par ailleurs des corrélations significatives et négatives entre la variable « CESSION » et les variables « SCORE » et « IT_ITM » aux seuils de 10% (*) et 5% (**) (coefficients de corrélations respectivement de -0,164 et -0.242)

La première relation significative entre « le taux de cession des actions par les deux principaux dirigeants » et « la qualité de l'effort informationnel fourni » a été préalablement expliquée dans le chapitre : ces deux variables agissent conjointement pour signaler la qualité de l'entreprise nouvellement introduite en bourse.

¹⁷² Ces corrélations ne concernent que les entreprises introduites sur le Nouveau marché. En effet la fonction d'introducteur teneur de marché est spécifique au NM. La liquidité des titres introduits au SM est assurée par une société de bourse.

Les fonctions d'un ITM sont de deux ordres :

en tant qu'introducteur, il s'engage à assister l'émetteur dans la préparation des documents d'informations requis, à publier des analyses financières sur l'émetteur, à contrôler la validité des informations contenues dans le prospectus (sur lequel il s'engage au même titre que le dirigeant et les auditeurs), à assurer le placement du titre et à organiser (voire à assurer lui-même) l'animation du marché sur les plans technique et commercial, dans les conditions définies par la réglementation ;

en tant que teneur de marché, il assure, pendant au moins trois ans, la liquidité des titres pour lesquels il a été habilité par Euronext, la publication d'une analyse financière et s'engage à assurer l'animation et la promotion de la valeur.

Le rôle de l'ITM n'est pas fondamentalement différent sur le plan technique de la mission d'accompagnement d'un client sur le Second Marché par une banque, il se trouve cependant situé à un autre niveau en terme de contrôle de l'information : la banque présentatrice assure à la fois le parrainage de l'émetteur qu'elle a sélectionné, de l'opération qui est proposée, de son succès et de son prolongement à terme

La deuxième relation significative semble attribuer un rôle à l'introducteur teneur de marché (ITM) dans la décision de cession d'actions par les dirigeants. Les banques introductrices qui assurent les fonctions de tenue du marché, semblent, en effet, inciter les dirigeants à garder de fortes participations dans le capital de leurs entreprises.

Le modèle Logit suivant est testé pour les entreprises de notre échantillon :

$$P(STATUT) = \frac{1}{1 + \exp[-(\alpha + X\beta)]}$$

Où P(STATUT) est la probabilité que l'entreprise soit toujours en vie à l'issue de la période d'étude. X regroupe les variables explicatives de l'état de l'entreprise au moment de la clôture de l'étude.

Tableau 6.13 : Matrice des corrélations : facteurs de survie

SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; IT_ITM variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la banque assume les deux fonctions d'introducteur et de teneur de marché et 0 sinon ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; TAILLE, logarithme de la capitalisation boursière en milliers d'euros calculé le premier jour de cotation ; AMP, variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon.

	SCORE	IT_ITM	CESSION	TAILLE	AMP	BULLE	SECTEUR
SCORE	1	0,340	-0,164	-0,099	-0,174	-0,167	0,151
	.	0,001***	0,099*	0,315	0,074*	0,086*	0,121
IT_ITM		1	0,256	0,018	0,238	-0,111	-0,122
		.	0,029**	0,877	0,037**	0,338	0,291
CESSION			1	-0,038	0,078	0,005	-0,181
			.	0,713	0,447	0,963	0,075*
TAILLE				1	0,039	-0,082	-0,203
				.	0,691	0,401	0,037**
AMP					1	0,243	-0,220
					.	0,012**	0,023**
BULLE						1	-0,119
						.	0,222
SECTEUR							1
							.

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Le Tableau 6.14 présente les modèles les plus significatifs. Il présente les coefficients β , la statistique de Wald et son degré de signification [10% (*), 5% (**) et 1% (***)]

La plupart des variables identifiées dans nos hypothèses de recherche n'influencent pas les probabilités de survie des entreprises. Les résultats de ces modèles (non significatifs) n'ont pas été repris.

Ni la réputation du chef de file, ni la rétention des actions par les dirigeants, ni la taille des entreprises ni les périodes de fortes activités, n'influencent significativement la survie des entreprises dans le long terme. Ces résultats sont contraires à la plupart des études de survies menées sur des données internationales Schultz (1993) Hensler et al. (1997), Jain et Kini (1999a).

Tableau 6.14 : Résultats des régressions logistiques

STATUT, Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise est en vie et 0 sinon ; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; IT_ITM variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la banque assume les deux fonctions d'introducteur et de teneur de marché et 0 sinon. Le modèle 1 concerne l'ensemble de l'échantillon, les modèles 2 et 3 concernent uniquement les entreprises introduites sur le Nouveau Marché.

: Variable Dépendante : STATUT (0,1)			
Modèle	1	2	3
Constante	0,442	0,916	-1,035
Wald	0,381	2,399	1,328
sig.	0,537	0,121	0,249
SCORE	5,138		9,538
Wald	5,342		7,079
sig.	0,021**		0,008***
IT_ITM		1,569	0,425
Wald		4,342	0,241
sig.		0,037**	0,623
χ^2	5,732	4,027	13,464
sig.	0,017**	0,045**	0,001***
R ² Cox Snell	5,36%	4,97%	15,67%
R ² Nagelkerke	10,92%	9,78%	30,85%
Classement	89,40%	88,60%	89,90%
N	107	76	76

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

La qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel influence, par contre, positivement et significativement la probabilité de survie des entreprises technologiques introduites en bourse. Les modèles 1 et 3 du Tableau 6.14 montrent que cette relation est significative aussi bien pour l'échantillon global que pour le sous échantillon d'entreprises introduites sur le Nouveau marché. Conformément à nos résultats, Wilbon (2000) montre que certaines composantes du capital immatériel (propriété intellectuelle, compétences du cadre dirigeant) augmentent significativement les probabilités de survie des entreprises technologiques introduites sur le marché américain en 1992. De leur côté, Bhabra et Pettway (2003) montrent que l'ensemble des informations contenues dans les prospectus en bourse détermine significativement la probabilité de survie des entreprises introduites sur le marché américain entre 1987 et 1991.

Par ailleurs, nous avons relevé une relation positive et significative entre la variable IT_ITM et la probabilité de survie des entreprises (modèles 2 et 3 du Tableau 6.14). Les entreprises introduites en bourse par une banque qui a choisi au moment de l'introduction d'assumer les fonctions de tenue de marché, semblent avoir de plus fortes probabilités de survie. La confiance qu'accorde un introducteur à l'entreprise au moment de son introduction en bourse témoigne de la qualité de cette dernière puisque sa survie est assurée dans le long terme

3.3 Résultats de l'analyse de survie

Les régressions logistiques binaires que nous venons d'effectuer ne font qu'expliquer à une date fixe la probabilité de survie des entreprises introduites en bourse¹⁷³. Elles analysent de manière statique la survie sans prendre en compte la possibilité qu'une entreprise soit délistée du marché après la date considérée.

Les analyses de survie, permettent, au contraire, d'intégrer ces informations et d'estimer le risque instantané d'apparition d'un événement en fonction du temps (la méthode non paramétrique de Kaplan Meier) et éventuellement de différents paramètres (la modèle semi paramétrique de Cox).

¹⁷³ On peut également étudier les probabilités de sortie du marché pour une entreprise : il suffit de changer la définition de la variable à expliquer.

3.3.1 La méthode de Kaplan Meier

La méthode de Kaplan Meier a pour vocation d'estimer la proportion des entreprises qui peuvent survivre à l'événement étudié « être délistée pour des raisons négatives » une période donnée dans les mêmes circonstances. Cette méthode se base sur les données de vie observées et également sur les données « censurées¹⁷⁴ »

D'un point de vue pratique, il s'agit d'estimer le temps moyen au bout duquel l'événement se produit ou plus exactement la probabilité de l'apparition de cet événement à une période T donnée. Il serait faux de faire une moyenne des différents temps d'apparition de l'événement sans accorder d'importance aux individus qui n'auraient toujours pas connu l'événement à la fin de la période d'étude (Les entreprises toujours en vie au 31/07/2006). Il importe donc de tenir compte non seulement des entreprises « délistées » mais également de celles toujours « en vie » à la fin de la période d'étude considérée.

L'estimation de cette probabilité (être délistée pour des raisons négatives) est réalisée à la date de chaque événement. Elle se calcule par la fraction d'entreprises réellement « délistées » par rapport à l'ensemble des entreprises exposées à la survenue de l'événement.

Le calcul de ces probabilités nous permet de construire le tableau de survie (Cf. Tableau 6.15 -Pour le détail des calculs se référer à l'annexe en fin de thèse)

Le tableau de survie rapporte, à chaque instant, le nombre d'entreprises exposées au risque de « Sortie de marché » et la probabilité associée à ce risque. La probabilité conditionnelle est calculée chaque fois qu'une nouvelle entreprise est délistée du marché. Cette probabilité décroît à partir du 17^{ième} mois de cotation en bourse et se stabilise à partir du 89^{ième} mois pour s'établir à 75,45%. Ce résultat est conforme à celui obtenu par Kauffman et Wang (2003) sur un échantillon de 115 entreprises Internet introduites en bourse sur le marché américain : pour ces auteurs la probabilité de survie se stabilise à partir du 72^{ième} mois¹⁷⁵ pour s'établir à 75%.

¹⁷⁴ Les données censurées sont des observations dont on ne connaît pas l'état à la date de point (date à laquelle on a décidé d'arrêter les observations)

¹⁷⁵ Dans leur article, Kauffman et Wang (2003) estiment la période de survie en trimestres. Nous avons converti la période en mois pour assurer une meilleure comparaison avec notre travail.

Par ailleurs, la procédure de Kaplan Meier s'arrête au 100^{ième} mois de cotation : au-delà de cette date une entreprise à très peu de chance d'être délistée.

Tableau 6.15 : Tableau de survie (Fonction Kaplan Meier)

Mois : Durée en mois entre la date d'entrée dans l'étude et le mois de la survenue de l'événement. Lorsqu'une entreprise est délistée, « Exposée » : Nombre d'entreprises exposées au risque de sortie du marché ; « délistée » : Nombre d'entreprises délistées du marché le mois j ; $P(\text{délistée})$: Probabilité qu'une entreprise soit « délistée » le jour j ; $P(\text{Survie})$: Probabilité qu'une entreprise soit toujours en vie le jour j ; $P_{cum}(\text{Survie})$: la probabilité cumulée de survie au jour j .

Mois	Exposée	« délistée »	$P(\text{délistée})$	$P(\text{Survie})$	$P_{cum}(\text{Survie})$
0	107		0	1	1
17,83	107	1	0,009	0,9907	0,9907
25,77	106	2	0,019	0,9811	0,9720
26,53	104	3	0,029	0,9712	0,9528
...
...

La méthode de Kaplan Meier nous offre également la possibilité de comparer les probabilités de survie de groupes distincts (2 ou plusieurs) en fonction d'un facteur annoncé. La représentation graphique de ces probabilités nous permet d'apprécier d'une manière visuelle l'impact de ce facteur sur les probabilités de survie des entreprises. Cette représentation graphique (appelée fonction de survie ou courbe de survie) permet d'estimer le pourcentage cumulé d'entreprises n'ayant pas subi l'événement (Sortie du marché) à l'instant t . Elle donne la probabilité qu'une entreprise soit toujours cotée en bourse à un instant t .

Dans ce contexte, nous avons étudié la probabilité de survie des entreprises en fonction de l'effort informationnel fourni sur leur capital immatériel au moment de l'introduction en bourse (Graphique 6.1) et en fonction de la période d'introduction (Graphique 6.2).

Le Graphique 6.1 montre que la probabilité de survie des entreprises de notre échantillon décroît avec le temps : cette décroissance est plus importante chez les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort de publications sur le capital immatériel. Nous avons testé statistiquement l'hypothèse nulle selon laquelle toutes les courbes de survie (présentées dans le Graphique 6.1) sont identiques. Les résultats des tests (Test de log-rank et test de Breslow) confortent l'impression visuelle de différence entre les courbes de survie et nous permettent de rejeter l'hypothèse nulle au risque de 95%.

Le graphique montre par ailleurs que les probabilités de survie restent élevées les trois premières années d'existence des entreprises en bourse (qu'elles aient fourni un effort de publication ou non). Durant cette période, la tenue des marchés est assurée par les ITM (pour les entreprises cotées au NM) et les sociétés de bourse (pour les entreprises cotées sur le SM). Ces derniers cotent en permanence le titre et se portent contrepartie face à tout acheteur ou vendeur qui se présente pendant les trois premières années de vie de l'entreprise en bourse. On peut alors penser que certaines entreprises sont maintenues artificiellement à la cote pendant cette période.

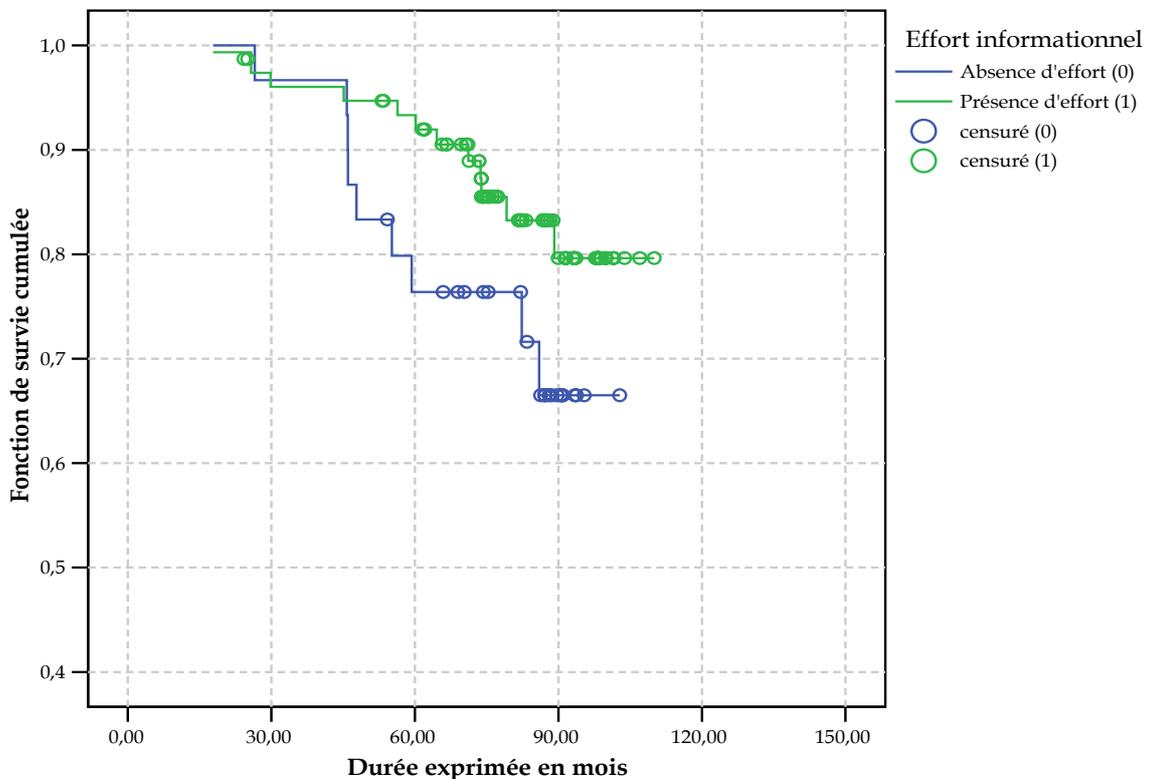
Cette explication peut être plausible dans la mesure où les probabilités de survie baissent d'une manière brutale (au delà de cette période) chez les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort de publication lors de leur introduction en bourse¹⁷⁶. En effet la probabilité de survie est de 86,67% au 46^{ième} mois pour ces entreprises (contre 94,70% pour les entreprises ayant fourni un effort) et de 66,5% au-delà du 85^{ième} mois de cotation (contre 83,26% pour les entreprises ayant fourni un effort de publication)

Nos résultats sont conformes avec ceux de Botman et *al.* (2004). Les auteurs montrent que les probabilités de non survie sont à leur maximum à partir de la troisième vie d'existence des entreprises en bourse.

Par ailleurs, les probabilités de survie se stabilisent au delà d'un certain nombre d'années d'existence en bourse. Cette stabilisation arrive au niveau du 90^{ième} mois d'existence (soit 7 ans et demi). Elle semble déterminante pour la survie à long terme des entreprises introduites en bourse : cette période est plus importante que celle identifiée (72 mois) dans les travaux de Kauffman et Wang (2003).

¹⁷⁶ L'effort de publication reste un acte volontaire qu'on peut penser imitable. Dans la réalité la qualité de l'effort ne peut être « bonne » si l'entreprise ne possède un minimum de qualités identifiable à travers des détails informationnels inimitables tels que les investissements en R&D, les exploits antérieurs des dirigeants, la réalité de la position de l'entreprise sur le marché ...

Graphique 6.1 : Courbes de survie et effort informationnel (selon la méthode de Kaplan Meier)

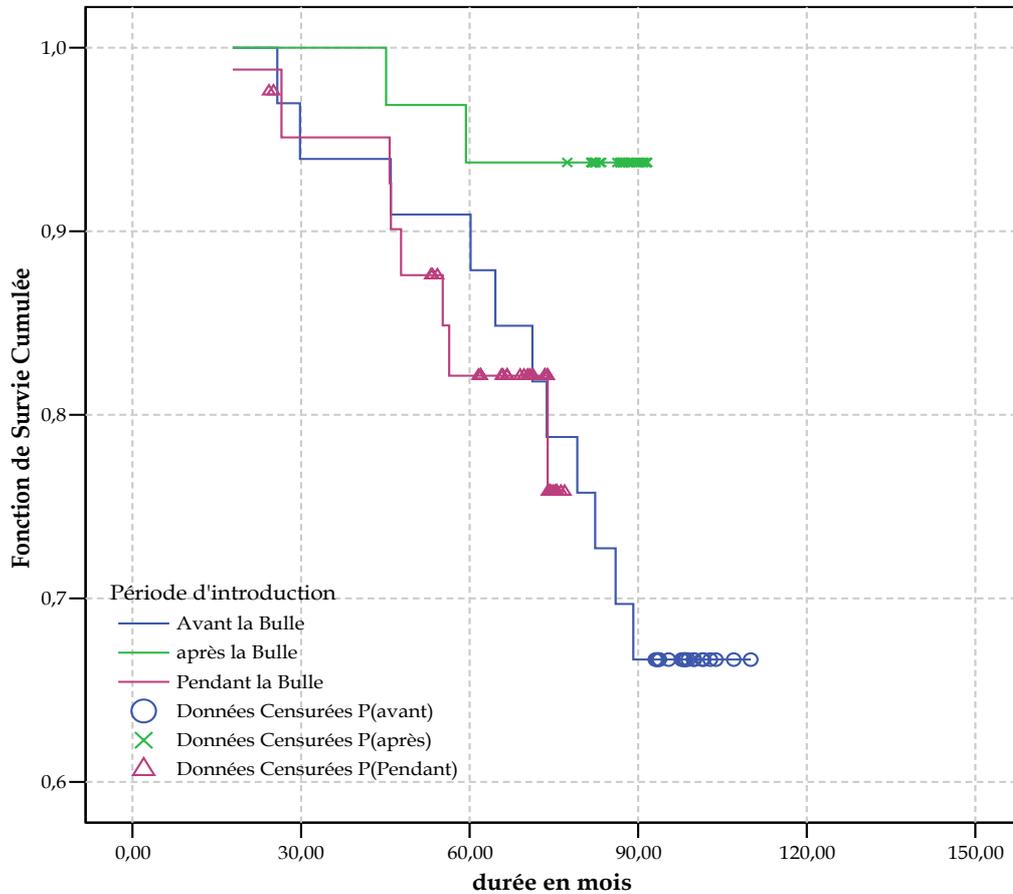


Le résultat que nous avons obtenu est peut être dû à l'étalement de la période d'étude et aux évènements qui l'ont marquée. La méthode de Kaplan Meier détermine les probabilités de survenue d'un événement pour un individu dans les mêmes circonstances : Sur notre période d'étude, les marchés financiers ont subi en 1999-2000 une bulle spéculative. Dans ce contexte, Il est intéressant de mesurer les probabilités de survie des entreprises introduites en bourse avant la bulle et également les probabilités de celles introduites après la bulle.

La comparaison des durées de vie pourrait nous aider dans la compréhension de l'impact d'un phénomène de marché sur les chances de survie des entreprises introduites en bourse.

Nous avons, alors, repris le même travail en subdivisant notre échantillon en sous groupes selon la période d'introduction (Cf. Graphique 6.2). Nous remarquons que la probabilité de survie reste plus élevée chez les entreprises introduites en bourse après la bulle spéculative et que la période de stabilisation intervient plus rapidement que chez les entreprises qui ont été introduites à d'autres périodes.

Graphique 6.2 : Courbes de survies et périodes d'introductions.



Au-delà des 60 mois d'existence, la probabilité de survie décroît avec la période d'introduction. Les entreprises qui se sont introduites en bourse pendant la bulle Internet ont une probabilité de survie plus faible que celles qui se sont introduites (dans l'ordre) avant et après la bulle internet.

Ce résultat peut s'expliquer par le fait que l'exigence de qualité s'est renforcée sur les marchés financiers après l'éclatement de la bulle Internet. Les tests statistiques confirment une différence significative entre les différentes courbes de survie (Cf. Tableau 6.16).

Tableau 6.16 : tests Statistiques et courbes de survies des entreprises introduites à différentes périodes de l'étude

Test	Statistique	Degrés de Liberté	Signification
Log Rank	6,36	2	0,0415**
Breslow	4,99	2	0,0825*
Tarone-Ware	5,67	2	0,0588*

3.3.2 Le modèle de Cox

Dans le modèle de Kaplan Meier, on s'est contenté d'une analyse descriptive des probabilités de survie sans faire intervenir de paramètres pouvant influencer sur ces probabilités. L'apparition de l'événement (entreprise délistée du marché) dépend également de différentes variables (objets de nos hypothèses de recherche).

Dans le modèle étudié (méthode Kaplan Meier) si on voulait tester l'influence d'une variable prédictive, on devrait séparer les individus en différents groupes selon cette variable prédictive (obligatoirement catégorielle). A la limite, on pourrait faire de la régression multiple, cependant sur de telles données on ne tiendrait pas compte des données censurées (c.à.d les données où l'événement ne s'est pas produit à la fin de la période d'étude). Le modèle de Cox permet de pallier à ce handicap en permettant d'évaluer l'effet d'un ensemble de facteurs (appelées covariables) sur la durée de vie.

Nous appliquons ce modèle général à notre étude. La variable STATUT constitue l'événement étudié. Elle a été codée 1 pour les entreprises encore en vie et 0 pour les entreprises « délistées ». Dans la spécification du modèle, l'événement « être délistée du marché » correspond à l'Etat « 0 » de la variable STATUT.

La date d'origine correspond à la date d'introduction en bourse de l'entreprise. Le 31 juillet 2006 correspond à la date des dernières nouvelles. Nous recherchons pour cette date l'état de l'entreprise en bourse.

Euronext communique l'état de l'entreprise sur son marché d'introduction : Nous avons vérifié, pour les entreprises délistées, que l'événement correspond bien à des raisons négatives¹⁷⁷.

Le Tableau 6.17 résume les modèles les plus significatifs obtenus avec le modèle de Cox. Dans les quatre modèles, les coefficients de régression de la variable SCORE sont tous négativement significatifs aux seuils de 5% et 10%. Cette co-variable réduit significativement la probabilité de l'occurrence de l'événement « Sortie du marché ». Ce résultat nous permet de valider notre Hypothèse H3.

¹⁷⁷ Les raisons négatives sont le passage d'un marché à un autre de moindre importance (transfert vers le marché libre par exemple) ou la sortie du marché. Toute entreprise qui passe d'un marché à un autre de plus grande importance ne peut être considérée comme délistée. Les entreprises qui fusionnent et qui restent cotées sur leur nom ou un autre nom ne sont pas non plus considérées comme « délistées ».

L'effort de publication fourni par l'entreprise semble être un indicateur de la performance des entreprises et permet de prédire sa probabilité de survie.

Ce résultat ne nous surprend pas dans la mesure où la construction de la variable « SCORE » fait intervenir des indicateurs de qualité. Cette dernière ne peut pas s'établir à des niveaux élevés si l'entreprise ne possède pas certaines caractéristiques spécifiques dans son capital immatériel¹⁷⁸. Ces caractéristiques apparaissent, dans le calcul de la variable, comme des détails informationnels caractérisant la qualité du SCORE. La valeur de ce dernier est en conséquence corrélée avec la valeur du capital immatériel lui-même.

Par ailleurs, le modèle de Cox confirme les résultats obtenus par la méthode de Kaplan Meier. Dans les modèles présentés dans le Tableau 6.17, les coefficients de régression de la variable BULLE sont tous significativement positifs. Les entreprises qui se sont introduites en bourse pendant la bulle internet semblent avoir moins de chance de survie que les entreprises qui se sont introduites à une autre période.

Le modèle de Cox fait également ressortir une relation négative entre la TAILLE d'une entreprise et la probabilité qu'elle soit délistée du marché (Modèle 4 dans le Tableau 6.17). Les entreprises de grande taille semblent avoir de plus grandes chances de survies que les entreprises de petite taille. Contrairement aux résultats des régressions logistiques, le modèle de Cox nous permet de conclure à l'impact positif de la taille sur la survie des entreprises.

Ce résultat est conforme aux travaux de Schultz (1993), Hensler et *al.* (1997), Jain et Kini (1999a). Ces auteurs mettent en évidence un risque de faillite important pour les entreprises de petite taille.

Notre résultat est également conforme aux travaux de Banz (1981). L'auteur montre que l'effet faillite est plus prononcé sur le NASDAQ (par rapport à d'autres marchés de la place américaine), il attribue ce résultat à la taille des entreprises cotées sur ce marché. Shumway et Warther (1999) critiquent ce résultat et montrent l'existence d'un biais « de listing » présent dans les données NASDAQ. Ce biais fait apparaître un lien entre la TAILLE et la probabilité de l'occurrence de l'événement de faillite. Une fois ce biais corrigé, la relation significative disparaît.

¹⁷⁸ (Exemple : implication des dirigeants, position réelle sur le marché, justification de la dépendance vis-à-vis du capital client, les investissements en R&D...)

Tableau 6.17 : Analyse de Survie : Résultats du modèle de Cox

SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse ; IT_ITM variable dichotomique qui prend la valeur 1 si la banque assume les deux fonctions d'introducteur et de teneur de marché et 0 sinon ; CESSION: la part du capital des deux principaux dirigeants cédée lors de l'introduction en bourse ; TAILLE logarithme de la capitalisation boursière en milliers d'euros calculé le premier jour de cotation ; AMP, variable dichotomique égale à 0/1 si l'entreprise s'est introduite en période de faible/forte activité du marché ; BULLE, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises introduites pendant la bulle Internet sinon 0 ; SECTEUR, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises intensives en R&D et 0 sinon.

Evénement: « Sortie du marché pour des raisons négatives »				
Modèle	1	2	3	4
SCORE	-2,594	-4,632	-4,878	-4,618
Wald	2,883	4,521	4,877	5,153
Sig.	0,090*	0,033**	0,027**	0,023**
Exp(B)	0,075	0,010	0,008	0,010
CESSION	-1,872	-8,267	2,207	
Wald	0,811	0,533	0,056	
Sig.	0,368	0,465	0,813	
Exp(B)	6,502	0,000	9,087	
IT_ITM			-0,971	-0,869
Wald			3,927	3,209
Sig.			0,085*	0,073*
Exp(B)			0,397	0,419
AMP		13,594		
Wald		0,000		
Sig.		0,987		
Exp(B)		8,012E+05		
TAILLE		-0,455		-0,484
Wald		1,574		3,197
Sig.		0,210		0,074*
Exp(B)		0,635		0,616
BULLE	1,875	1,408		1,400
Wald	6,048	3,071		3,438
Sig.	0,014**	0,080*		0,064**
Exp(B)	0,153	0,245		0,247
SECTEUR		-0,165		
Wald		0,066		
Sig.		0,797		
Exp(B)		0,848		
-2 Log Likelihood	87,553	86,275	108,646	136,718
Chi- deux	8,917	11,441	6,851	11,127
Sig.	0,035**	0,076*	0,077*	0,011**

Les astérisques signalent les seuils de signification (*=10% ; **=5% ; ***=1%)

Conformément aux résultats des régressions logistiques, aucune relation significative n'a été trouvée entre la probabilité de survie et les autres variables énoncées dans nos hypothèses. Ni la détention (ou la cession) d'actions par les dirigeants de l'entreprise, ni l'activité du marché n'influencent la probabilité d'occurrence de l'événement étudié « sortie du marché ». Nos résultats restent contraires à ceux de la littérature internationale.

En la matière Yang et Sheu (2006) et Hensler et *al.* (1997) ont trouvé des résultats significatifs entre la rétention de titres lors de l'IPO par des actionnaires d'origine (dirigeants et autres) et la probabilité de survie des entreprises. Hensler et *al.* (1997) ont également montré que les entreprises introduites en bourse durant des périodes de fortes activités ont une plus grande probabilité de subir l'événement « sortie de marché ». De leur côté Beatty et Welch (1996), Hensler et *al.* (1997) et Van der Goot (2003), en utilisant la même mesure de risque que celle que nous avons employée, ont démontré que les risques spécifiques d'une entreprise augmentent sa probabilité de faillite.

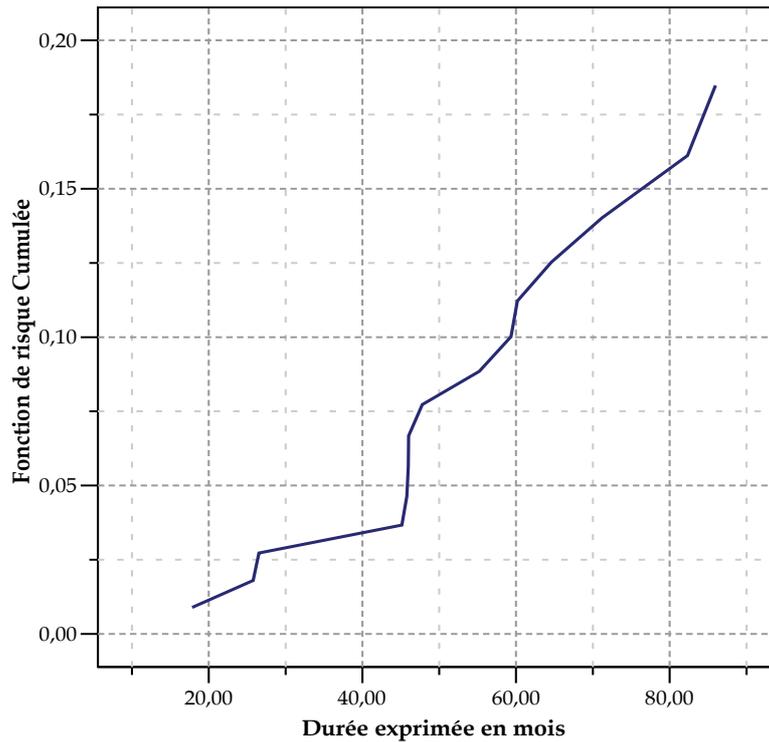
Enfin le modèle de Cox, comme pour les régressions logistiques, fait apparaître une relation significative entre le rôle joué par l'introducteur teneur de marché et la probabilité de survie (ou de non survie) de l'entreprise nouvellement introduite en bourse. L'emploi de la variable « Into_CDF »¹⁷⁹ telle qu'elle a été définie dans la précédente section ne donne aucun résultat significatif dans les régressions. Ce résultat est contraire aux résultats de Jain et Kini (1999a) et Aggarwal (2000) et également à ceux de Botman et Giersbergen (2004).

L'emploi de la variable « IT_ITM » dont la construction nous a été suggérée par les travaux de Hansen et Torregrosa (1992), Macklin et *al.* (1992), fait apparaître une relation négative et significative entre la co-variable définie et la probabilité d'occurrence de l'événement « sortie du marché » (modèle 3 du Tableau 6.17). Nous pouvons dire, à partir de ce résultat que la confiance qu'accorde un introducteur à l'entreprise au moment de son introduction en bourse peut témoigner de sa qualité auprès du marché financier et influencer sa probabilité de survie.

¹⁷⁹ Nous avons établi un classement des banques introductrices en fonction de leur participation (en tant que chef de file) à 253 introductions en bourse réalisées sur le nouveau et second marché français entre 1996 et 2004. La banque introductrice est réputée (et codée 1) si elle a dirigé, en tant que chef de file, un nombre d'opérations supérieur à la médiane.

Comme pour la méthode de Kaplan Meier, les résultats de ces modèles peuvent être représentés graphiquement soit à travers une courbe de survie ou une courbe de risque. Cette dernière représente le taux de décès (pourcentage d'entreprises délistées) à l'instant t des entreprises introduites en bourse.

Graphique 6.3 : Fonction de risque estimée par la méthode de Cox (modèle 4)



Le taux de risque n'est pas vraiment une probabilité, mais plutôt un taux de décès par unité de temps, ainsi ce taux n'est pas forcément inférieur à 1. Notre modèle 3 représenté graphiquement dans le Graphique 6.3 possède la fonction de risque suivante : $h(t) = [h_0(t)]e^{(-4,618*SCORE - 0,980*IT_ITM - 0,523*TAILLE)}$

$h_0(t)$ est la fonction de risque de base qui dépend uniquement du temps, tandis que $e(\beta X)$ dépend uniquement de la valeur de la covariable et du coefficient de régression.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons étudié l'impact de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel à l'occasion de son introduction en bourse sur sa performance enregistrée sur les marchés financiers.

Nous avons apprécié dans la première section le rôle joué par cet effort dans les stratégies de signalisation de l'entreprise. Nous avons montré que l'absence d'effort informationnel est reliée à un phénomène de surévaluation des titres. Ces surévaluations peuvent être la conséquence d'une hétérogénéité des anticipations des acteurs intervenants à l'introduction en bourse (Gouldey, 2006). Nous avons également démontré que la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel réduit, conjointement avec la participation du dirigeant, les asymétries d'informations présentes au moment de l'introduction et baisse le niveau de la sous évaluation initiale des titres.

Dans la deuxième section, nous avons apprécié la contribution de « l'effort informationnel » à la théorie du signal, appliquée au contexte des introductions en bourse. Les régressions menées nous ont permis de conclure à la supériorité du signal « Qualité de l'effort informationnel » sur les signaux classiques de la littérature. Ces derniers ne permettent pas d'expliquer les niveaux de sous évaluations initiales des entreprises de notre échantillon. Par contre certains d'entre eux (réputation du chef de file et niveau d'endettement) déterminent significativement le niveau de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel, leurs rôles se situent dans notre contexte en amont de la stratégie de signalisation.

Enfin, dans la dernière section et à travers une étude de survie, nous avons analysé les performances à long terme des entreprises technologiques introduites en bourse sur les marchés français. Nous avons montré que l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel augmente significativement les probabilités de survie sur les marchés financiers. Le résultat obtenu a été validé, respectivement, par les régressions logistiques et par les méthodes de Cox et de Kaplan Meier.

Les résultats ci dessous cités et les résultats annexes à notre travail sont résumés dans le Tableau 6.18. Les hypothèses de recherche, les signes attendus et obtenus y sont reportés.

Tableau 6.18 : Conclusion Chapitre 6 : les résultats de la recherche

Hypothèse	Facteurs testés	Relation attendue	Relation prouvée	Commentaires
Stratégies de Signalisations des entreprises technologiques				
H1	Effort informationnel, Et Caractéristiques de l'entreprise et de l'opération	Aucune	Aucune	La décision de l'entreprise de fournir ou pas un effort informationnel est un acte volontaire. La qualité de l'effort semble être influencée par l'âge, la période d'introduction et le secteur d'activité
H2.1	Effort informationnel, Et Sous évaluation	(-)	(+)	La présence d'un effort informationnel semble influencer positivement la sous évaluation initiale. L'observation plus approfondie des données montre que l'absence d'effort est reliée à une surévaluation.
H2.2	Qualité de l'effort informationnel, Et Sous évaluation	(-)	(-)	Les régressions effectuées sur l'échantillon d'entreprises considérées comme ayant fourni un effort informationnel (SCORE>0,291) montrent que la qualité de l'effort influence négativement la sous évaluation
H2.3	Qualité de l'effort informationnel (A), Implication des dirigeants (mesurée par le taux de cession d'actions : B), Et Sous évaluation des titres	(-) pour A Et (+) pour B	(-) pour A Et (+) pour B	La cession d'actions par les deux principaux dirigeants est reliée positivement à la sous évaluation des titres dans les régressions effectuées sur l'échantillon global et l'échantillon d'entreprises considérées comme ayant fourni un effort informationnel
Signaux Classiques de la Littérature				
	Niveau d'endettement Et Sous évaluation initiale	(-)	Aucune	Les entreprises moins endettées ne paraissent pas plus sous évaluées que les entreprises de l'échantillon. Elles présentent par contre des Scores plus élevés.
	Qualité d'auditeur Et Sous évaluation initiale	(-)	Aucune	La qualité de l'auditeur ne réduit pas la sous évaluation initiale dans les régressions multivariées. Une relation positive apparaît dans les régressions univariées
	Réputation du chef de file Et Sous évaluation initiale	(-)	Aucune	La réputation du chef de file ne réduit pas la sous évaluation initiale dans les régressions multivariées. Une relation positive apparaît dans les régressions univariées : résultat conforme aux prédictions de Loughran et Ritter (2004) dans un contexte d'agence.

Tableau 6.18 : Conclusion Chapitre 6 : les résultats de la recherche (Suite)

Analyse de Survie des entreprises technologiques				
H3	Qualité de l'effort informationnel Et probabilité de survie	(+)	(+)	La qualité de l'effort informationnel influence positivement les probabilités de survie dans les régressions logistiques et dans le modèle de Cox
	Réputation du Chef de file Et Probabilité de Survie	(+)	Aucune	Aucune relation entre la réputation de chef de file et la probabilité de survie n'a été trouvée. Par contre la confiance qu'accorde un introducteur à l'entreprise au moment de son introduction en bourse (appréciée par la variable IT_ITM) influence positivement sa probabilité de survie
	Rétention des actions par les dirigeants Et Probabilité de survie	(+)	Aucune	Aucun commentaire spécifique
	Taille Et Probabilité de Survie	(+)	(+)	La relation est significative uniquement dans le modèle de Cox. Les régressions logistiques incorporant cette variable n'ont donné aucun résultat.
	Activité des marchés Et Probabilité de survie	(-)	Aucune	L'activité des marchés ne semble pas influencer la probabilité de survie des entreprises. La période d'introduction étudiée uniquement dans la méthode Kaplan Meier montre des différences dans la probabilité de survie
	Bulle Et Probabilité de survie			Les entreprises technologiques introduites pendant la bulle internet semblent avoir moins de chance de survie que les entreprises qui se sont introduites à d'autres périodes.

Tableau 6.19 : Impact de l'effort informationnel sur les mesures de sous évaluation

$RIA_{i,t}$ (*décote*) la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction ($t = 1, 5, 10, 20, 30$ et 40) : elle se calcule de la manière suivante : $RIA_{i,t} = CL_{i,t} / PO_i - M_t / M_0$ Où CL est le cours de clôture de la $t^{\text{ième}}$ séance ($t=1, 5, 10, 20, 30, 40$) pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse; EFFORT, variable dichotomique prenant la valeur 1 pour les entreprises ayant fourni un « Effort informationnel sur leur capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse et 0 sinon.

	RIA_1	RIA_5	RIA_10	RIA_20	RIA_30	RIA_40
Constante	-0,032	-0,007	-0,064	-0,078	-0,105	-0,125
T	-0,514	-0,164	-0,806	-0,913	-1,039	-1,175
P	0,608	0,870	0,422	0,363	0,301	0,243
EFFORT	0,357	0,166	0,423	0,502	0,558	0,576
T	4,917	3,127	4,520	5,009	4,664	4,598
p	0,000***	0,002***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
F	24,172	9,781	20,427	25,089	21,748	21,141
p	0,000***	0,002***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
R2	18,71%	8,52%	16,29%	19,29%	17,16%	16,76%
R2 ajusté	17,94%	7,65%	15,49%	18,52%	16,37%	15,97%
N	107	107	107	107	107	107

Tableau 6.20 : Impact de la qualité de l'effort informationnel sur les mesures de sous évaluation

$RIA_{i,t}$ (*décote*) la rentabilité ajustée par le rendement du marché pour le titre i , le jour t après l'introduction ($t = 1, 5, 10, 20, 30$ et 40) : elle se calcule de la manière suivante : $RIA_{i,t} = CL_{i,t} / PO_i - M_t / M_0$ Où CL est le cours de clôture de la $t^{\text{ème}}$ séance ($t=1, 5, 10, 20, 30, 40$) pour l'entreprise i ; PO : le prix d'offre à l'introduction en bourse figurant dans le prospectus; M_t est la valeur de l'indice « MIDCAC » des valeurs moyennes le jour (t) et M_0 représente le niveau de l'indice du marché la veille de l'introduction du titre i en bourse; SCORE, le Score attribué à l'entreprise en fonction de la qualité de son « Effort informationnel sur son capital immatériel » au moment de l'introduction en bourse

	RIA_1	RIA_5	RIA_10	RIA_20	RIA_30	RIA_40
Constante	1,753	1,148	1,817	2,154	2,296	2,28
t	6,980****	6,104****	5,196****	5,931****	5,139****	4,824****
p	0	0	0	0	0	0
Score	-3,096	-2,145	-3,16	-3,75	-3,996	-3,965
t	-5,749****	-5,320****	-4,216****	-4,817****	-4,172****	-3,914****
p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
F	33,048	28,298	17,778	23,202	17,407	15,319
p	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
R ²	0,306	0,274	0,192	0,236	0,188	0,170
R2 ajusté	0,297	0,264	0,181	0,226	0,178	0,159
N	77	77	77	77	77	77

Conclusion Générale

La présente recherche s'est intéressée à la valeur informationnelle du capital immatériel dans un contexte d'introduction en bourse. Nous avons en particulier apprécié le rôle que peut jouer l'effort informationnel fourni par les entreprises technologiques (sur leur capital immatériel) dans leurs stratégies de signalisations lors des offres publiques initiales. Nous avons étudié un échantillon de 107 entreprises introduites à la cote du Nouveau et Second¹⁸⁰ marché français durant la période 1997-2004.

La démarche suivie pour argumenter cette thèse nous a conduits, dans une première partie, à justifier notre positionnement théorique et à développer nos hypothèses de recherches. Cette première étape nous a orientés vers l'étude de l'environnement des introductions en bourse, l'analyse des concepts qui entourent le capital immatériel et les facteurs qui influencent sa publication.

Dans le chapitre 1, nous avons étudié l'environnement informationnel et institutionnel des introductions en bourse. Nous avons décrit l'opération d'ouverture du capital et exploré les phénomènes qui la caractérisent. Une partie de ce chapitre a été consacrée à la description de l'ensemble des introductions en bourse¹⁸¹ réalisées sur Nouveau et Second Marché durant la période 1996-2004.

Durant cette période, le marché a enregistré de nombreuses introductions en comparaison avec des périodes précédentes. Le nombre d'introductions s'est, cependant, considérablement réduit après l'éclatement de la bulle internet.

¹⁸⁰ Ces marchés ont disparu en 2005. La fusion des marchés a donné naissance à Eurolist et Alternext.

¹⁸¹ Cette étude a intégré l'ensemble des introductions réalisées sur le Nouveau et Second marché à savoir 422 introductions sur la période 1996-2004. Le calcul des sous évaluations initiales s'est fait sur 371 entreprises (51 entreprises transférées ont été exclus de la population)

L'observation des procédures utilisées montre la place accordée à la « procédure de placement ». Cette procédure a été, la plus utilisée sur la période 1996-2004 (70,88% de l'ensemble des introductions si on ne compte pas les transferts).

Par ailleurs, la sous évaluation initiale du marché s'établit à 10,54% le premier jour de cotation. Cette sous-évaluation initiale augmente si on tient compte des 10 premiers jours¹⁸² de cotation (18,55%). Les statistiques montrent également que le phénomène de sous évaluation ne concerne pas uniquement un petit nombre d'entreprises. En effet, sur la période 1996-2004, plus de 53% des entreprises sont sous-évaluées sur la base du cours de clôture de la première journée de cotation. Ce taux augmente d'une manière significative si l'on se base sur des calculs de rentabilité ajustée (67,78%).

Le deuxième chapitre s'est intéressé au capital immatériel et son rôle dans l'évaluation de l'entreprise. Les travaux entrepris dans la littérature ont conceptualisé ce capital à travers des approches managériales et stratégiques. Constatant l'absence d'études sur sa perception par le marché financier, nous avons voulu clarifier le concept aux yeux des investisseurs.

A travers une enquête auprès d'analystes financiers et de gérants de portefeuilles, nous avons défini le capital immatériel en six composantes : « la direction et l'encadrement de l'entreprise », « les ressources humaines », « l'organisation », « l'innovation », « la maîtrise de l'activité et de l'environnement » et « le capital client ».

La définition à laquelle aboutissons n'est pas sensiblement différente des travaux de la littérature. Une correspondance entre l'optique du marché financier et l'optique stratégique est développée dans ce chapitre. Les points communs et les divergences ont été soulignés. A ce titre, les investisseurs semblent accorder une importance particulière aux compétences managériales de l'entreprise. Ces compétences sont séparées des autres ressources humaines et apparaissent comme une composante, à part entière, du capital immatériel.

¹⁸² Degeorge et Derrien (2001) ainsi que Faugeron-Crouzet (1997) estiment que les entreprises nouvellement introduites sur le marché français n'atteignent leurs prix d'équilibre qu'au bout de dix jours. Ged et Lantz (1999) retiennent une période de trente jours.

De la même manière, les connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité et son environnement¹⁸³, les intéressent particulièrement. Les investisseurs reviennent en effet sur les atouts que l'entreprise peut tirer d'une bonne maîtrise de cette composante.

Il ressort par ailleurs de cette enquête l'expression des attentes du marché financier. Ce dernier demande plus de visibilité et une communication plus transparente sur le capital immatériel. Les personnes interrogées mettent en avant la difficulté de sa mesure et son utilité dans l'évaluation de l'entreprise.

Une fois que les concepts clarifiés, nous avons développé dans le troisième chapitre notre problématique et nos hypothèses de recherche. Nous avons construit une argumentation autour du rôle informationnel du capital immatériel dans les stratégies de signalisations des entreprises technologiques. Ces dernières, fortement dotées en immatériels et dépendantes d'équipes innovantes, se signaleraient au marché financier à travers un effort particulier de publication sur leur capital immatériel. La vérification empirique de cette problématique est développée dans la deuxième partie de la thèse. Elle nécessite la définition de l'effort de publication et sa quantification pour pouvoir apprécier statistiquement son rôle dans les stratégies de signalisations.

Dans cette partie nous avons voulu savoir à quelles conditions la communication des entreprises technologiques sur leur capital immatériel est considérée comme un effort de publication de la part des investisseurs et cerner la réaction de ces derniers à cet effort.

Le chapitre 4 est consacré à la définition des attentes de publication des investisseurs¹⁸⁴. Nous avons utilisé dans ce chapitre une méthodologie d'identification de consensus (méthode Delphi) pour rendre compte de la convergence des avis des investisseurs concernant les informations à publier¹⁸⁵.

¹⁸³ Institutionnel, juridique et concurrentiel.

¹⁸⁴ Concernant le capital immatériel des entreprises.

¹⁸⁵ L'identification de cette convergence est essentielle pour la compréhension de tout signal émis par l'entreprise

Nous avons interrogé 19 analystes et gérants de portefeuilles spécialistes des entreprises technologiques. Nous leur avons demandé d'identifier les informations les plus utiles et les plus pertinentes dans un contexte d'introduction en bourse. Les experts interrogés ont retenu 19 informations pour caractériser cinq des six composantes du capital immatériel tel qu'il a été défini dans le chapitre 2 de la thèse. Ils ont par ailleurs laissé à l'initiative de l'entreprise le choix des informations à publier pour rendre compte de la qualité de l'organisation. Chacune des informations choisies est caractérisée par un ensemble de détails informationnels considérés comme les garants d'une information de qualité par les experts.

Une convergence des réponses a été constatée à l'issue de l'enquête. Elle nous a permis de définir « l'effort optimum de publication ». Cet optimum est, selon les experts, révélateur des opportunités de croissance de l'entreprise et de sa vraie valeur. Il est cependant difficile à atteindre mais peut servir de référence aux entreprises qui souhaitent signaler leur qualité au marché financier. L'intensité de l'effort fourni par l'entreprise déterminera la qualité de son signal.

Nous avons voulu confirmer ces résultats à une plus grande échelle et explorer l'appréciation de l'effort informationnel par des experts couvrants des secteurs d'activités autres que technologiques. La méthodologie par questionnaire nous a paru adaptée dans la mesure où elle permet de toucher une plus grande population.

La convergence des réponses identifiée lors du Delphi a été confirmée lors de l'enquête par questionnaire. Les résultats obtenus par les experts couvrant des secteurs technologiques et d'innovation ne sont pas sensiblement différents de ceux obtenus lors du Delphi. Quelques divergences sectorielles apparaissent pour certaines informations sur le capital immatériel. Ces divergences sont à interpréter avec prudence du fait du nombre réduit d'observations.

Le chapitre 5 a été consacré au développement d'un indicateur qui mesure l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. La méthodologie de construction de cet indicateur a été inspirée par celles employées dans les travaux de recherche consacrés aux indices de diffusion de l'information financière.

L'indicateur apprécie, d'un côté, la qualité de l'information publiée par l'entreprise sur son capital immatériel et de l'autre, l'étendue de sa diffusion et son adéquation aux besoins des investisseurs¹⁸⁶.

L'application de cet indicateur à 107 entreprises technologiques introduites en bourse durant la période 1997-2004 a montré que les publications sur le capital immatériel sont peu développées. Le score moyen obtenu par les entreprises de l'échantillon est de « 0,378 » sur un score maximum de « 1 »¹⁸⁷. Les publications sur les ressources humaines ($S2 = 0,459$) et le capital client ($S6 = 0,439$) contribuent d'une manière importante à l'établissement de ce score.

Les résultats obtenus montrent la faible adéquation entre les attentes des investisseurs et les pratiques de publication des entreprises. Ce phénomène a déjà été souligné dans des travaux antérieurs (Wallace, 1988 ; Riahi- Belkaoui, 1997 ; Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001).

L'analyse de l'évolution de l'effort informationnel sur la période d'étude montre une baisse de la qualité et des fréquences de publications en 1999 et 2000. Cette baisse est moins prononcée chez les entreprises du Nouveau Marché. Ces dernières montrent une plus grande régularité dans la qualité de leurs publications par rapport à celles introduites sur le Second Marché.

Une partie du chapitre 5 s'est intéressée à l'appréciation de l'effort informationnel par le marché financier. Les propos des experts recueillis lors de l'enquête du chapitre 4 attribuent à l'effort informationnel fourni par l'entreprise un rôle de signalisation uniquement si ce dernier se rapproche de l'effort optimum de publication. Ces propos nous ont amené à fixer un « seuil d'appréciation » à partir de l'étude des fréquences de publications relevées dans les prospectus d'introductions en bourse.

La subdivision de l'échantillon en fonction de ce seuil montre que les entreprises qui ont choisi de fournir un effort informationnel rédigent des prospectus significativement plus longs que les entreprises qui ont choisi de ne pas en fournir.

¹⁸⁶ Les informations retenues pour composer l'indicateur sont celles identifiées dans le chapitre 4 à travers la méthodologie Delphi. Elles sont pondérées par les notes attribuées par les experts lors de l'enquête par questionnaire.

¹⁸⁷ Le score maximum est attribué à l'entreprise qui atteint l'optimum de publication défini par les experts (Cf. chapitre 4 pour la définition de l'optimum informationnel et les deux premières sections du chapitre 5 pour la construction de l'indicateur de mesure).

Ces mêmes entreprises (celles qui ont fourni un effort informationnel) présentent des sous évaluations initiales à leur introduction en bourse. A l'opposé, une surévaluation des titres est observée chez les entreprises qui ont choisi de ne pas fournir d'effort informationnel. Cette absence d'effort¹⁸⁸ semble entraîner une hétérogénéité dans les anticipations des investisseurs et provoquer un phénomène de surévaluation des titres (Gouldey, 2006).

Dans le chapitre 6, nous avons étudié empiriquement l'impact de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son évaluation. L'indicateur de mesure développé dans le chapitre 5 de la thèse a été notre principale variable explicative dans nos modèles économétriques.

Dans la première section, nous avons mesuré l'impact de cet effort sur l'évaluation de l'entreprise et nous avons montré le rôle de signalisation qu'il joue lors des offres publiques initiales. Dans la deuxième section, nous avons mesuré sa contribution aux explications fournies par la théorie du signal appliquée au contexte des introductions en bourse. Enfin, dans la dernière section, nous avons étudié son pouvoir de prédiction de la survie des entreprises dans le long terme.

Nous avons préalablement prouvé, dans ce chapitre, que la décision de l'entreprise de fournir un effort informationnel sur son capital immatériel est un acte volontaire. La présence de l'effort est indépendante des caractéristiques de l'entreprise et de l'opération d'ouverture du capital.

La qualité de l'effort semble être, quant à elle, influencée par l'âge de l'entreprise, la période d'introduction et le secteur d'activité. Les entreprises plus âgées fournissent un effort informationnel de meilleure qualité. Le même résultat est constaté pour les entreprises appartenant à des secteurs intensifs en R&D. Ces dernières communiquent plus de détails informationnels sur la composante « Innovation » de leur capital immatériel. Par ailleurs, les entreprises introduites hors de la bulle internet font davantage d'effort que celles introduites pendant la bulle internet. Cette évolution est sans doute due aux exigences plus fortes de transparence de la part du marché financier.

¹⁸⁸ L'absence d'effort est en fait une faible communication de la part de l'entreprise sur son capital immatériel (le score accordé à l'entreprise est inférieur au seuil minimum de publication).

Conformément à nos hypothèses de recherches, la qualité de l'effort informationnel fourni est significativement reliée à l'implication du dirigeant dans le capital de son entreprise. Ce dernier décide de son implication en fonction de l'intensité du signal « effort informationnel » qu'il émet au marché financier. Cette stratégie de signalisation semble être efficace. En effet, la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel et l'implication du dirigeant réduisent, conjointement, le niveau de la sous-évaluation initiale des titres.

L'introduction de variables mesurant le niveau de l'asymétrie informationnelle dans nos modèles économétriques montre que seul l'âge de l'entreprise réduit significativement les rentabilités initiales. La taille, le marché et l'appartenance à un secteur intensif en R&D ne semblent pas avoir d'influence sur le comportement des titres à l'introduction.

L'appréciation de la contribution de « l'effort informationnel » à la théorie du signal, conclut à la supériorité du signal « Qualité de l'effort informationnel » sur les signaux classiques de la littérature. Le niveau de la dette, la qualité de l'auditeur et de l'introduitreur ne permettent pas d'expliquer les niveaux de sous-évaluations initiales des entreprises de notre échantillon. Bien que nous ayons obtenu certaines relations significatives dans les régressions univariées, les résultats ne se sont pas confirmés dans les régressions multivariées.

Dans notre contexte, le rôle de ces signaux semble se situer en amont de la stratégie de signalisation. En effet la réputation du chef de file¹⁸⁹, la qualité de l'auditeur et le niveau d'endettement influencent significativement l'effort informationnel fourni par l'entreprise.

La direction de l'introduction par une banque réputée semble influencer positivement le niveau de l'effort informationnel. L'introduitreur réputé serait plus à même d'apporter le meilleur conseil lors de la préparation des documents d'informations que l'introduitreur de moindre réputation.

¹⁸⁹ Nous avons ainsi établi un classement des banques introductrices en fonction de leur participation (en tant que chef de file) à 253 introductions en bourse réalisées sur le nouveau et second marché français entre 1996 et 2004. La banque introductrice est réputée (et codée 1) si elle a dirigé, en tant que chef de file, un nombre d'opérations supérieur à la médiane de l'échantillon.

Contrairement à ces résultats, la réputation de l'auditeur et le niveau de l'endettement de l'entreprise influencent négativement le niveau de l'effort informationnel. L'entreprise semble adopter sa stratégie de signalisation en fonction du coût de ces différents signaux : la qualité de l'auditeur et l'endettement de l'entreprise compensent, en partie, la moindre qualité de l'effort informationnel si les coûts qui leur sont attribués sont inférieurs à ceux de l'effort informationnel.

Nous avons étudié à la fin du chapitre 6 la probabilité qu'une entreprise soit délistée du marché après son introduction en bourse. Les facteurs influençant la survie ont été examinés. Nous avons pu démontrer que la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel influence positivement et significativement la probabilité de survie des entreprises dans le long terme.

Cette probabilité reste élevée les trois premières années d'existence des entreprises en bourse (qu'elles aient fourni un effort de publication ou non). Elle baisse au delà de cette période, d'une manière brutale chez les entreprises qui n'ont pas fourni d'effort de publication lors de leur introduction en bourse.

L'effort informationnel fourni sur le capital immatériel semble être un indicateur de performance des entreprises et permet de prédire leur maintien sur les marchés financiers.

L'introduction de l'impact de la bulle Internet dans l'analyse montre que les probabilités de survie restent plus élevées chez les entreprises introduites en bourse après la bulle spéculative que chez celles qui ont été, respectivement, introduites avant et pendant la bulle internet.

Au même titre que l'effort informationnel, la qualité de l'introducteur teneur de marché (ITM), pour les entreprises introduites sur le Nouveau Marché, influence significativement les probabilités de survie. Les entreprises introduites par une banque qui a choisi au moment de l'introduction d'assumer les fonctions de tenue de marché, semblent avoir de plus fortes probabilités de survie. La confiance qu'accorde un introducteur à l'entreprise au moment de son introduction en bourse témoigne de la qualité de cette dernière puisque sa survie est assurée dans le long terme.

Ces résultats contribuent à plusieurs niveaux aux précédents travaux de la littérature.

Le travail mené dans le premier chapitre contribue à décrire les introductions en bourse réalisées sur le marché français, ces dernières années. Il complète les études empiriques récentes menées sur le sujet (Derrien et Degeorge 2001 ; Ginglinger et Faugeron-Crouzet, 2002 ; Derrien et Woomack, 2003 ; Gajewski et Gresse, 2005) et permet d'apprécier l'impact de la bulle Internet sur le comportement des marchés financiers.

Le deuxième chapitre offre une conceptualisation du capital immatériel tel qu'il est perçu par le marché financier. Il enrichit les définitions présentes dans la littérature et diffère des approches existantes. La plupart des travaux sur le capital immatériel viennent de conceptualisations managériales et stratégiques. La perception du marché financier est rarement directement abordée dans la littérature. Les quelques données disponibles proviennent soit de déclarations spontanées des investisseurs, soit d'enquêtes qui leur demandent, d'attribuer un rang de valeur à des données immatérielles, ou d'établir une liste (ouverte) d'informations qu'ils privilégient (Eccles et Mavrinac, 1995 ; Mavrinac et Siesfeld, 1997 ...).

L'exploration des attentes de publications dans le chapitre 4 contribue aux précédentes recherches sur le recensement des besoins informationnels des investisseurs. Elle confirme par ailleurs l'importance grandissante des informations stratégiques et non financières.

Notre travail se distingue des travaux antérieurs par sa méthodologie. Contrairement aux précédentes recherches, nous n'avons pas cherché à identifier une liste exhaustive des informations à publier mais plutôt la liste des informations les plus utiles aux yeux des investisseurs. Une méthodologie d'identification de consensus a été employée. Elle nous a permis de montrer statistiquement l'unicité des attentes de publication.

Nous avons par ailleurs obtenu dans ce chapitre un résultat annexe à notre travail. La comparaison des réponses avancées par les analystes financiers et par les gérants de portefeuilles montre une coïncidence des attentes de ces deux groupes d'experts. Ce résultat est contraire aux prédictions d'Eccles & Mavrinac (1995). Ces auteurs montrent une divergence dans les avis des analystes et gérants de portefeuilles concernant l'importance relative de certaines informations non financières dans l'évaluation de l'entreprise.

Ce résultat nous permet de justifier l'interrogation exclusive des analystes financiers pour rendre compte des attentes des investisseurs d'une manière générale dans le cadre du marché français. Ce raccourci est souvent utilisé dans la littérature.

Le développement d'une mesure de la qualité de l'effort informationnel dans le chapitre 5, contribue à enrichir la littérature abondante des indices de divulgation et de transparence. Notre travail remet en cause certains aspects de la construction de ces indices et les adapte aux besoins de notre problématique. L'application de cette mesure aux entreprises technologiques confirme les précédentes recherches prônant l'inadéquation de la publication des entreprises avec les besoins en informations des investisseurs. Elle participe à expliquer l'insatisfaction des investisseurs démontrée à un plan international (Wallace, 1988 ; Riahi- Belkaoui, 1997 ; Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001, Labégorre et Boubaker, 2006).

Le chapitre 6 approfondit la connaissance des stratégies de signalisations des entreprises technologiques et teste leur probabilité de survie.

Les entreprises technologiques semblent se signaler par un effort de publication sur leur capital immatériel. A notre connaissance, aucune étude empirique n'a adopté une méthodologie comparable à la notre pour tester cette hypothèse de signalisation. Les travaux antérieurs montrent que certaines variables liées aux spécificités des entreprises de haute technologie sont considérées comme signaux de qualité, au moment de l'introduction en bourse (Deeds et *al.* 1997 ; Deeds et Decarolis, 1999 ; Wilbon, 1999 ; Chahine, 2003 Jeanjean et Cazavan Jeny, 2005). Le degré de prédiction de ces variables, considérées isolément dans le processus de signalisation, reste faible par rapport à d'autres signaux de la littérature (Megginson et *al.* 2001). Ces travaux, contrairement au notre, ne discutent pas la validité du signal et n'abordent pas son coût.

Seuls Van Der Zahn, et Singh (2005) ont testé l'impact des publications autour du capital immatériel sur la sous évaluation initiale des titres. Les auteurs ne se sont pas inscrits dans une optique de signalisation. Contrairement à notre méthodologie, ils définissent un indice de divulgation global qui ne tient pas compte des attentes des investisseurs relatives au capital immatériel et le poids que ces derniers accordent aux différentes informations retenues dans l'indice.

Nous précisons par ailleurs le rôle complémentaire que peuvent avoir certains signaux classiques de la littérature par rapport à l'effort informationnel fourni par l'entreprise. Ceci complète les travaux réalisés sur les déterminants de publication des entreprises et sur les rôles respectifs des différents protagonistes.

Nous expliquons empiriquement l'utilité de l'information véhiculée par le capital immatériel pour l'évaluation de l'entreprise. Notre travail se distingue des travaux antérieurs par son approche globale. La plupart des travaux dans la littérature n'ont étudié qu'une ou plusieurs composantes de ce capital. Ils sont majoritairement fondés sur la R&D (Sougiannis, 1994 ; Lev et Zarowin, 1998 ; Chan et al. 2001) et la propriété intellectuelle souvent estimée par le nombre de brevets déposés. (Griliches, 1981 ; Cockburn et Griliches, 1988).

Cette thèse apporte des éclaircissements sur le devenir des introductions en bourse sur le marché français. L'approche par les études de survie nous a permis d'appréhender de manière dynamique le devenir des introductions en bourse. Ces études n'avaient jusqu'alors été menées que sur les marchés internationaux. A notre connaissance, seul Sentis (2001b), a étudié d'une manière exploratoire, l'avenir des entreprises introduites sur le Marché Français.

L'étude des facteurs qui influencent la survie des entreprises sur le long terme n'a pas permis de confirmer les résultats des études internationales (Schultz, 1993 ; Henslet et al., 1997 ; Jain et Kini, 1999a). Elle a par contre permis de montrer l'impact significatif et positif de la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel sur les probabilités de survie des entreprises technologiques.

Malgré les apports mentionnés, notre recherche présente des limites tant au niveau méthodologique qu'au niveau empirique. Ces limites ouvrent de nouvelles perspectives de recherche.

Premièrement, la définition de l'effort informationnel a nécessité l'adaptation de la méthodologie Delphi aux caractéristiques des experts interrogées. Lors de la première étape du Delphi, la mise en place de séances de brainstorming est nécessaire pour l'identification d'une pré-liste d'informations pour alimenter le premier entretien. Ces séances de brainstorming ont l'avantage de développer une base large d'informations sans courir le risque d'influencer le déroulement du Delphi. Elles rallongent, par contre, le temps de l'enquête dans la mesure où plusieurs entrevues doivent être envisagées avec chaque expert¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Il faut compter un entretien pour le brainstorming, un autre pour affiner la liste et généralement trois entretiens pour l'identification du consensus (s'il existe)

L'indisponibilité des analystes financiers et des gérants de portefeuilles et la difficulté de leur rencontre à plusieurs reprises nous ont conduits à remplacer ces séances de brainstorming par un travail analytique¹⁹¹. Il se peut que ce choix ait légèrement modifié les résultats de l'étude.

Deuxièmement, la mesure de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel fait appel à une certaine subjectivité. D'abord, nous avons utilisé une technique de pondération d'indices pour construire notre indicateur de mesure. Ces pondérations sont estimées à partir de réponses d'experts à un questionnaire. Elles sont donc tributaires de leur jugement au moment de la réponse. Ensuite, nous avons employé une analyse de contenu pour attribuer des scores aux différentes entreprises technologiques introduites en bourse. Cette analyse nécessite un effort d'appréciation important pour identifier et caractériser les informations publiées par les entreprises. Au fil des notations, un effet d'apprentissage se crée et peut influencer notre évaluation. Une deuxième notation peut être effectuée ultérieurement pour vérifier la stabilité de l'échelle dans le temps.

Troisièmement, la mesure de l'impact de la qualité de l'effort informationnel sur les stratégies de signalisations des entreprises est conditionnée par la fixation du seuil d'appréciation défini dans le chapitre 5. Les experts considèrent l'effort informationnel comme signal uniquement s'il se rapproche de l'optimum défini dans le chapitre 4. En les interrogeant, nous n'avons pas pu établir de règles claires d'identification. Ces derniers jugent la qualité de la communication des entreprises par rapport aux pratiques du marché. Le seuil a été fixé en fonction des fréquences d'apparition des informations dans les prospectus des entreprises de l'échantillon.

Bien que l'observation des données fasse ressortir de manière naturelle ce seuil, il est intéressant de le confirmer auprès des investisseurs. Nous pouvons leur présenter différents prospectus et leur demander de juger la qualité de leur publication. Une telle démarche pourrait justifier le seuil fixé.

¹⁹¹ Nous avons constitué une pré-liste d'informations en nous basant sur les résultats de l'enquête développée dans le chapitre 2 de la thèse et sur des travaux antérieurs dans la littérature.

Quatrièmement, nous avons effectué nos études empiriques sur un échantillon d'entreprises et non sur la population totale. L'indisponibilité de certains prospectus d'introductions en bourse et le nombre réduit d'introductions sur la période 2001-2004 nous a imposé ce choix. La collecte additionnelle de données, est intéressante surtout depuis la reprise de l'activité sur les marchés financiers en 2005.

Nous avons identifié lors de ces études empiriques, certaines interactions entre des signaux classiques de la littérature et la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise. Ces mécanismes méritent d'être approfondie : la structure financière des entreprises, les agents intervenants lors de l'ouverture du capital ou encore l'actionnariat influencent-ils la qualité de publication des entreprises ? Et pour quelles raisons ? S'agit de stratégies à court ou long terme ?

Nous avons par ailleurs démontré que la qualité de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel réduit les asymétries d'informations inhérentes aux introductions en bourse et abaisse le niveau de sous évaluation initiale. Nous avons, également montré que ces mêmes entreprises présentent de meilleures performances boursières à long terme. L'étude de ces performances a seulement été appréhendée à travers des études de survie. L'appréciation des rentabilités à long terme de ces entreprises mériterait d'être explorée.

Enfin, la valeur informationnelle du capital immatériel a seulement été étudiée chez les entreprises technologiques dans un contexte d'introductions en bourse. Il serait intéressant d'étudier son évolution dans le temps et apprécier son pouvoir informationnel à chaque étape de la vie d'une entreprise. Le pouvoir explicatif serait-il de moindre importance si l'entreprise devenait plus mature ? Ou si elle exerçait son activité dans des secteurs plus traditionnels ?

L'intérêt du marché financier pour ce capital est récent et laisse présager de nombreux développements. A ce titre P. Cambourg¹⁹² déclare : « ... *Le capital immatériel est un vrai phénomène de marché présent dans tous les secteurs d'activité, ... plus de 50% des secteurs présentent un ratios price-book supérieur à 2 ... ce qui montre qu'on ne peut se contenter des états financiers pour valoriser une entreprise* ».

¹⁹² Colloque « Capital Immatériel : comment valoriser votre entreprise ? » Palais de la Bourse Avril 2000.

Les études récentes (Bukh et *al.* 2003 et 2005 ; Van Der Zahn, et Singh, 2005) explorent différentes facettes de ce capital et ouvrent de nombreuses voies de recherches. Les interrogations des investisseurs et leurs attentes ne peuvent qu'encourager et qu'accentuer l'intérêt porté au sujet.

Les orientations actuelles se concentrent sur les pratiques de divulgation des entreprises. L'OCDE dans son dernier rapport paru en 2006¹⁹³ privilégie le développement de normes sectorielles pour organiser les publications sur le capital immatériel et offrir au marché financier une information fiable et pertinente. « (...) *l'application de normes sectorielles semble être le meilleur moyen de progresser dans cette voie (...) pour que les entreprises soient de plus en plus nombreuses à améliorer leurs pratiques d'information et leurs systèmes internes de gestion, il faut faire connaître plus largement les effets bénéfiques qui peuvent en résulter. Le marché incite vivement les entreprises à améliorer leur information et leur gestion, mais les disparités dans ce domaine sont très marquées (...)* »

Ces disparités résultent-elles d'une volonté de la part des entreprises ? Le niveau de divulgation est-il lié au coût des informations publiées ? Ou plutôt à la présence de systèmes de gestion interne du capital immatériel chez les entreprises qui s'introduisent ? Ces questions mériteraient d'être approfondies pour cerner encore plus les stratégies de communication des entreprises.

¹⁹³ OCDE (2006) « Actifs immatériels et création de valeur » Réunion du Conseil de l'OCDE au niveau ministériel.

Bibliographie

- AFFECK GRAVES J., S. HEGDE, ET R. MILLER, (1994), « Trading Mechanism and the Components of the Bid-Ask Spread », *Journal of Finance*, pp. 1471-1488.
- AGGARWAL R., (2000), « Stabilization activities by underwriters after initial public offerings », *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1075-1103.
- AGGARWAL R., ET P. RIVOLI, (1990), « Fads in the initial public offering market? », *Financial Management*, Vol. 19, pp. 45-57.
- AGGARWAL R., R. LEAL, ET F. HERNANDEZ, (1993), « The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America », *Financial Management*, Vol. 22, pp. 42-53.
- AGGARWAL R., N.R. PRABHALA, ET M. PURI, (2002), « Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence », *Journal of Finance*, vol 57, pp. 1421-1442.
- AICPA, (1994), « Improving Business Reporting - A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors », *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (The Jenkins Report)*. New York : American Institute of Certified Public Accountants.
- AKERLOF G., (1970), « The market for lemons : quality Uncertainty and the market Mechanism », *Quarterly Journal of economics*, Vol. 89, pp. 488-500.
- ALLEN F., ET G. FAULHABER, (1989), « Signaling by underpricing in the IPO market », *Journal of financial Economics*, Vol. 23, pp. 303-323.
- ALPALHÃO R. (1988), « Ofertas públicas iniciais : o caso português », working paper n°100, Lisboa : UNL - Universidade Nova de Lisboa / Faculdade de Economia.
- AMIHUD Y., S. HAUSER, ET A. KIRSH, (2003), « Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange », *Journal of Financial Economics*, vol 68, pp.137-158.

- AMIHUD Y. ET H. MENDELSON, (1986), « Asset pricing and the bid-ask spread », *Journal of Financial Economics*, December, pp. 223-249.
- AMIHUD Y., ET H. MENDELSON, (1988), « Liquidity and Asset Prices : Financial Management Implications », *Financial Management* 17, pp. 5-15.
- ANDRIEU M. A, ET P. FORTIÉE , (1998) : « valeur actionariale et immatérielle » *Analyse financière*, n°116.
- ARGYRIS C., (1994), « On organizational Learning », London Blackwell Publishers.
- BAHAGAT S., ET R. RANGAN, (2003), « IPO valuation in the new and old economies ». Working paper University of Colorado.
- BAKER M., R. RUBACK ET S. WURLER (2006) « Behavioral Corporate Finance » Forthcoming in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume A (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland)*, Chapitre 4.
- BALVERS R. J, B. McDONALD, ET R. E. MILLER, (1988), « Underpricing of New Issues and Choice of auditor as a signal of Investment banker reputation », *The Accounting Review*, Vol 63, N°4, pp. 605-622.
- BANZ R. W., (1981), « The relationship between return and market value of common stocks », *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 103-126.
- BARDES B., (1997), « L'investissement Immatériel » *Bulletin de la Banque de France*, N° 40, pp.121-135.
- BARDIN L., (1998), « L'analyse de contenu », Ed Presse Universitaire de France, Paris.
- BARON D., (1979), «The Incentive Problem and Design of Investment Banking Contracts», *Journal of Banking and Finance*, Vol. 3, pp. 157-175.
- BARON D., (1982), «A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues», *The Journal of Finance*, Vol 37, pp. 955-976.
- BARON D., ET B. HOLMSTRÖM, (1980), « The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information : Delegation and the Incentive Problem », *The Journal of Finance*, Vol. 35, pp. 1115-1138.
- BARRETT M., (1976), « Financial reporting practices: disclosure and comprehensiveness in an international setting », *Journal of Accounting Research*, Vol. 14, pp. 10-26.
- BARRETT M., (1977), « The extent of disclosure in annual reports of large companies in seven countries », *The International Journal of Accounting Education and Research*, Vol. 12, pp.1-25.
- BARRO R. ET X. SALA-I-MARTIN, (1995), « Economic Growth », New York : McGraw Hill.

- BAR-YOSEF S. ET L. HUFFMAN, (1986), « The Information Content of Dividends : A Signalling Approach », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, pp. 47-58.
- BASSI L. ET HACKETT, (1997), « Leveraging intellectual capital », *HRs Executive Review*, Vol 5, N 3.
- BASSI L., (1997), « Harnessing the power of intellectual capital », *Training and Development*, pp. 25-30.
- BEATTIE V., ET K. PRATT, (2002A), « Voluntary annual report disclosures : what users want », *Institute of Chartered Accountants of Scotland*.
- BEATTIE V., ET K. PRATT, (2002B), « Disclosure items in a comprehensive model of business reporting : an empirical evaluation », *Working paper*, University of Stirling.
- BEATTY R. P., (1989), « Auditor reputation and the pricing of Initial Public Offerings », *The Accounting Review*, Vol. 64, N°4, pp. 693-709.
- BEATTY R. P., ET J. R. RITTER, (1986), « Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings », *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.
- BEATTY R., AND I. WELCH, (1996), « Legal liability and issuer expenses in initial public offerings », *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, pp. 545-603.
- BEATTY R., ET J. RITTER, (1986), « Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- BECKER GARY S., (1975), « Human Capital », 2nd ed. Chicago : University of Chicago Press.
- BELKAOUI A., (1992), « Accounting Theory », London, Academic Press.
- BELLER A., T. TERAI, ET R. LEVINE, (1992), « Looks Can Be Deceiving: A Comparison of Initial Public Offering Procedures under Japanese and U.S. Securities Laws », *Law and Contemporary Problems* vol 55, pp. 77-118.
- BELLETANTE B., ET R. PALIARD, (1993), « Does Knowing Who sells matters in IPO pricings », *Cahiers Lyonnais de Recherche en gestion*, Vol 14, pp. 42-74.
- BENVENISTE L., A. LJUNGQVIST, W. WILHELM, ET X. YU, (2003), « Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services », *Journal of Finance*, vol 58, pp. 577-608.
- BENVENISTE L. M., A. LJUNGQVIST, W. J. WILHELM, ET X. YU, (2003), « Evidence of information spillovers in the production of investment banking services », *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 577-608.
- BENVENISTE L., ET P. SPINDT, (1989), « How Investment Bankers Determine the Offer

- Price and Allocation of New Issues », *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 343-361.
- BENVENISTE L., ET W. WILHELM, (1990), « The Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, pp. 134-165.
- BENVENISTE L., W. BUSABA, ET W. WILHELM, (2002), « Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets », *Journal of Financial Intermediation* vol 11, pp. 61- 86.
- BHARATH T. ET K. DITTMAR (2006) « To be or not to be (public : Using going private transactions to examine why firms go public » SSRN working paper
- BHATTACHARYA S., (1979), « Imperfect Information, Dividend policy and the bird in the hand Fallacy », *Bell Journal of Economics*, N° 10.
- BHATTACHARYA S., (1980), « Non dissipative Signaling Structures and dividend Policy », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. XCV, N°1.
- BIGGS S. F., (1984), « Financial analysts information search in the assessment of corporate earning power », *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 9 (3/4), pp. 313-324.
- BILSON C., R. HEANEY, J. G. POWELL, ET J. SHI, (2003), « The decision to voluntarily Provide an IPO Prospectus Earnings Forecast : Theoretical Implications and Empirical Evidence », Document de travail Australian National University.
- BILSON C., R. HEANEY, J.G. POWELL, ET J. SHI (2003), « the decision to voluntarily provide an IPO prospectus earnings Forecast: Theoretical Implication and Empirical Evidence », document de travail, Australian National University.
- BOISSELIER P., (1993), « L'investissement Immatériel, Gestion et comptabilisation », Edition De Boeck.
- BOLTON P., ET VON THADDEN E., (1998), « Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure », *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, pp.177-209.
- BONTIS N., (2001), « Assessing knowledge assets : A review of the models used to measure intellectual capital », *International Journal of Management Reviews*, Vol. 3 (1), pp. 41-60.
- BOONE ET RAMAN, (1997), « Unrecognized R&D Assets and the Market Microstructure », Working paper, University of Texas.
- BOOT A., R. GOPALAN ET A. THAKOR, (2006), « The entrepreneur's choice between private and public ownership », *Journal of Finance* vol 61, issue 2, pp.803-836.
- BOOTH J., ET R. SMITH, (1986), « Capital Raising, Underwriting and the Certification

- Hypothesis », *Journal of Financial Economics* vol 15, pp. 261-281.
- BOTMAN M., P. ROOSENBOOM, ET T. VAN DER GOOT, (2004), « Valuing internet stocks at the initial public offering », in *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Elsevier Publishers, forthcoming.
- BOTOSAN C. A., (1997), « Disclosure level and the cost of equity capital », *The Accounting Review*, Vol. 72, n°3, July, pp. 323-349.
- BOUNFOUR A., (1998), « Le management des ressources immatérielles – maîtriser les nouveaux leviers de l'avantage compétitif », Paris, Dunod.
- BOUNFOUR A., (2000), « L'immatériel », *Revue française de gestion* Octobre , pp. 90-93.
- BOUWMAN M. J. ET P. FRISHKOFF, (1995), « The relevance of GAAP-based information : a case study exploring some uses and limitations », *Accounting Horizons*, Vol. 9 (4), pp.22-47.
- BOUWMAN M. J., P. A. FRISHKOFF, ET P. FRISHKOFF, (1987), « How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision », *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 12 (1), pp 1-30.
- BRANCHEAU, J. C., ET J. C. WETHERBE, (1996), « Key Issues in Information Systems Management », *MIS Quarterly*, Vol. 11 : 1, March 1987, pp. 23-45.
- BRAU J. ET S. FAWCETT, (2006), « Initial Public Offerings : An Analysis of Theory and Practice », SSRN working paper.
- BRAU J., B. FRANCIS, ET N. KOHERS, (2003), *The Choice of IPO versus Takeover : Empirical Evidence* », *The Journal of Business* 76, pp. 583-612.
- BRAV A., ET P.A. GOMPERS, (1997), « Myth or Reality ? The long-run Underperformance of initial public offerings : evidence from venture and nonventure capital-backed Companies », *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1791-1821.
- BRENNAN M. ET J. FRANKS, (1997), « Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K. », *Journal of Financial Economics*, vol 45, pp. 391-413.
- BRENNAN N.,(2000), « An Empirical Examination of Forecast Disclosure by bidding Companies » *Accounting and Business Research*, vol 30, n°3, pp. 175-194.
- BRETON G. ET R. J. TAFFLER, (2001), « Accounting Information And Analyst Stock Recommendation Decisions : A Content Analysis Approach », *Accounting and Business Research*, Vol. 31, N° 2, Spring, pp. 91-101.
- BRETON G., ET R. J TAFFLER, (1995), « Creative accounting and investment analyst response », *Accounting and Business Research*, Vol. 25 (98), pp. 81-92.
- BROYE G. (1998), « Choix d'un auditeur externe de qualité différenciée et évaluation des titres à l'émission », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de

Bourgogne.

- BROYE G. ET A. SCHATT (2003), « Pourquoi certains actionnaires cèdent plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse », *Banque et Marché* N°65, pp. 29-35.
- BROYE G., (2001), « Choix d'un auditeur externe de qualité différenciée et évaluation des titres à l'émission », *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 7, pp. 105-124.
- BROYE G., ET A. SCHATT, (2003), « Sous évaluation à l'introduction et cession d'actions par les actionnaires d'origine : Le Cas français, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6, N° 2, pp. 67-89.
- BUCKLAND R., P. J. HERBERT, ET K. A. YEOMANS, (1981), « Price Discount on New Equity Issues in the UK and their Relationship to Investor Subscription in the Period 1965-75 », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 8, pp. 79-95.
- BUKH N., (2003), « The relevance of intellectual capital disclosure : a paradox ? » *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16, Issue 1, pp. 49-56.
- BUKH N., C. NIELSEN, P. GORMSEN, ET J. MOURITSEN, (2005), « Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 18, Number 6, pp. 713-732.
- BUZBY S.L., (1974), « Selected items of information and their disclosure in annual reports », *The Accounting Review*, juillet pp.423-435
- BUZBY S.L., (1975), « Company size, listed versus unlisted stocks, and the extend of financial disclosure », *Journal of Accounting Research*, Spring pp.16-37.
- CAI J., ET K. WEI, (1997), «The investment and operating performance of Japanese IPO», *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, pp. 389-417.
- CAI J., ET T. LOUGHRAN, (1998), «The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992», *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, pp. 395-426.
- CAMERER C., (1989), «Bubbles and fads in asset prices : A review of theory and evidence», *Journal of Economic Surveys*, Vol. 3, pp. 3-41.
- CAMPBELL T., (1979), «Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, pp. 913-924.
- CAÑIBANO L., GARCÍA-AYUSO M. ET SÁNCHEZ P., (1999), « The Value Relevance and Managerial Implications of Intangibles : A Litturature Review »Article rédigé pour le MERITUM (Measuring Intangibles to Understand and Improve Innovation Management)
- CAÑIBANO, L. GARCÍA-AYUSO ET M., SÁNCHEZ P., (2000), « Accounting for intangibles : a literature review. » *Journal of Accounting Literature*, vol 19, pp. 102-30.

- CARTER R. B., ET S. MANASTER, (1990), « Initial public offerings and underwriter reputation », *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 1045-1067.
- CARTER R. B., F. H. DARK, ET A. K. SINGH, (1998), « Underwriter reputation, initial returns and the long-run performance of IPO stocks », *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 285-311.
- CASPAR P. ET C. AFRIAT, (1988), « L'investissement intellectuel : essai sur l'économie de l'immatériel », Edition Economica.
- CASTA J.F. ET O. RAMOND (2005) « Investissement en capital immatériel et utilité de l'information comptable : Étude comparative des marchés financiers britannique, espagnol et français » Cahier de Recherche N° 7. CEREG Université Paris Dauphine.
- CASTANIAS R.P., ET C.E. HELFAT, (1992), « Managerial and Wind fall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, Vol. 18, pp. 153-184.
- CAZAVAN JENY A., (2004), « Le ratio market-to-book et la reconnaissance des immatériels - Une étude du marché français », *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 10, vol. 2, décembre.
- CERF, (1961), « Corporate Reporting and Investment Decisions », Berkeley, University of California Press.
- CHAHINE S., (2004), « Underpricing versus Gross Spread: New Evidences on the Effect of Sold Shares at the Time of IPOs », EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- CHAHINE S., ET J-P MATHIEU, (2003), « Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau marché », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 6, issue 2, pp. 91-114.
- CHAN L., LAKONISHOK J. ET SOUGIANNIS T., (2001), « The stock market valuation of research & development expenditures », *Journal of Finance*, 56(6), pp. 2431-56.
- CHANEY P., T. DEVINNEY, ET R. WINER, (1991), « The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms », *Journal of Business*, Vol 64, pp. 573-610.
- CHANG J., (1998), « The decline in the value relevance of earnings and book values », Harvard University.
- CHANG J., T. KHANNA, ET J. PALEPU, (2001), « Analyst activity around the world », document de travail Havard Business School.
- CHARREAUX G., (1997), « Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits », Economica.
- CHEMMANUR T., ET P. FULGHIERI, (1999), « A Theory of the Going Public Decision »,

- Review of Financial Studies, Vol. 12, pp. 249-79.
- CHEN G. ET M. FIRTH ET KISHNAN G.V., (2001), « Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and their Association with Initial Stock Returns » *Journal of Multinational Financial Management*, vol 11, pp.225-240
- CHEN G. ET M. FIRTH, (1999), « the Accuracy of profit Forecasts and their roles and Associations with IPO Firm Valuations » *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol 10, n°3, pp.202-226.
- CHERUBINI U., ET M. RATTI, (1992), « Underpricing of initial public offerings in the Milan Stock Exchange, 1985-1991 », Rome : Banco Commerciale Italiana, Economic Research Unit.
- CHIGAS D.C., N. IRIOTIS, A. PAPADAKI, ET M. WALKER, (2000), « Fundamental Analysis and the Valuation of IPOs in the Construction Industry », *The International Journal of Accounting*, Vol. 35, N° 2, pp. 227-241.
- CHOI D.S., (1973), « Financial disclosure and entry to the european capital market », *Journal of Accounting Research*, Vol. 11, N°2 pp. 159-157.
- CHOW C.W ET A. WONG BOREN, (1987), « Voluntary financial disclosure by mexican corporations », *The Accounting Review*, Vol LXII, n° 3, Juillet, pp.533-541.
- CLARKSON P. M., A. DONTI, G. D. RICHARDSON, ET S. E. SEFCIK, (1992), « The Voluntary inclusion of earnings forecasts in ipo prospectuses », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 2, pp. 601-626.
- CLARKSON P. M., ET J. MERKLEY, (1994), « Ex ante uncertainty and the underpricing of initial public offerings : Further Canadian evidence », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 2, pp. 54-67.
- CLARKSON P.M, A. DONTI, G. RICHARDSON, ET S. E. SEFCIK, (1991), « Retained ownership and the valuation of initial public offerings : canadian evidence », *Contemporary Accounting Research*, N°8, pp. 115-131.
- COCKBURN I. ET GRILICHES Z., (1988), « Industry effects and appropriability measures in the stock market's valuation of R&D and patents », *American Economic Association Papers and Proceedings*, vol 78, pp. 419-23.
- COLLINS D., E. MAYDEW, ET I. WEISS, (1997), « Changes in the value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years », *Journal of Accounting and Economics* Decembre, Vol. 24, N° 1, pp. 39-67.
- COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE, (1996), « Instruction prise en application du règlement N° 95-01 relatif au Nouveau Marché », Bulletin 355 de la COB.
- COOK D., S. JARRELL, ET R. KIESCHNICK, (2003), « Investor Sentiment and IPO Cycles », unpublished working paper, University of Texas at Dallas.

- COOKE T.E, (1989), « Disclosure in the corporate annual report of swedish companies », *Accounting and Business Research*, Vol 19, n° 74, pp. 113-124.
- CORE J. E., (2001), « A review of the empirical disclosure literature », *Discussion Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issues 1-3 , pp. 441-456.
- CORNELLI F. ET D. GOLDREICH, (2001), « Bookbuilding and Strategic Allocation », *Journal of Finance* vol 56, pp. 2337-2369.
- CORNELLI F., ET D. GOLDREICH, (2003), « Bookbuilding: How Informative is the Order Book? », *Journal of Finance* vol 58, pp. 1415-1443.
- COX D. R., (1972), « Regression models and life tables (with discussion) », *Journal of the Royal Statistical Society*, Vol. B, 74, pp. 187-220.
- CUSATIS P. J., J. A. MILES ET J. R. WOOLRIDGE, (1993), « restructuring through spinoffs », *Journal of Financial economics*, Vol. 33, pp. 293-311.
- DATAR S., G. FELTHAM, ET J. HUGHES, (1991), « The role of audits and audit quality in valuing new issues », *Journal of Accounting and Economics*, vol 14, pp. 3-49.
- DAVID P., ET D. FORAY, « Accessing and Expanding the science and technology knowledge base », *STI Review*, N° 16, OECD PARIS.
- DAWSON ET REINER, (1988), « Raising Capital with Initial Public Share Issues in Germany 1977-1985 », *Management International Review*, Vol. 28, pp. 64-72.
- DAWSON S. M. ET T. HIRAKI, (1985), « Selling unseasoned new shares in Hong Kong and Japan, A test of primary market efficiency and underpricing Hong Kong » *Journal of Business Management*, Vol 3, pp. 125-134.
- DAWSON S., (1987), « Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-84 », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 14, pp. 65-76.
- DEBONDT W., ET R. THALER, (1985), « Does the stock market overreact? », *The Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 793-808.
- DEBONDT W., ET R. THALER, (1987), « Further Evidence of Investor overreaction and stock market seasonality », *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 557-82.
- DECAROLIS D. M, ET D. L. DEEDS, (1999), « The impact of stocks and flows of organizational knowledge on firm performance : An empirical investigation of the biotechnology industry », *Strategic Management Journal*, Vol. 20, pp. 953-968.
- DEEDS D. L., D. M. DECAROLIS, ET J. E. COOMBS, (1997), « The impact of firm-specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering : Evidence from the biotechnology industry », *Journal of Business Venturing*, Vol. 12, pp. 31-46.

- DEGEORGE F. ET F. DERRIEN, (2001), « Les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse: le cas français », Nov-Dec, Revue Banque et Marchés.
- DENISON E. F., (1967), « Why Growth rates Differ : Post-war Experience in Nine Western countries », Brooking Institution, Washington DC.
- DEPOERS F., (1998), « L'offre volontaire d'information dans les rapports annuels des sociétés cotées : la cas français », Revue française de comptabilité, n° 305, novembre pp. 69-75.
- DERRIEN F., (2005), « IPO pricing in « hot » market conditions : who leaves money on the table ? », Journal of Finance, Vol. 60, Issue 1, pp. 487-521.
- DERRIEN F., ET K.L. WOMACK, (2003), « Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets », Review of Financial studies, Vol. 16, pp. 31-61.
- DEWENTER K. ET P. MALATESTA, (1997), « Public offerings of state-owned and privatelyowned enterprises: an international comparison », Journal of Finance, Vol. 52, pp. 1659-1679.
- DIAMOND D., ET R. VERRECCHIA, (1991), « Disclosure, liquidity and the cost of equity capital », Journal of Finance, September, pp. 1325-1360.
- DORN D., (2002), « Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs? », unpublished working paper, Columbia University.
- DOWNES D., ET R. HEINKEL, (1982), « Signalling and the valuation of unseasoned new issues », Journal of finance, Vol. 37, N°1, mars.
- DYE R., (1990), « Mandatory versus voluntary disclosures : the case of financial and real externalities », Accountring Review, Vol. 65, (1), pp 1-24.
- DYE R., (1985a), « Disclosure of non-proprietary information », Journal of Accounting Research, Vol. 23, pp. 123-145.
- DYE R., (1985b), « Proprietary and Nonproprietary Disclosures », The Journal of Business, pp. 331- 366.
- EASLEY D., N. KIEFER ET M. O'HARA, (2004), « Information and the cost of capital », The Journal of Finance, vol 59, N°4, pp.1553-1583.
- ECCLES R. G. , ET S. MAVRINAC, (1995), « Improving the corporate disclosure process », Sloan Management Review, Summer, pp. 11-25.
- ECCLES R. G., R. H. HERTZ, E. M. KEEGAN, ET D. M. PHILLIPS, (2001), « The Value Reporting Revolution : Moving Beyond the Earnings Game », New York, New York, United States of America : John Wiley and Sons.
- EDVINSSON L., ET M. MALONE, (1997), « Intellectual capital, realizing your company's

- true value by finding its hidden brain-power », Harper Business.
- ELLIS K., R. MICHAELY, ET M. O'HARA, (2000), « When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO After-market », *Journal of Finance*, vol 55, pp. 1039-1074.
- EVARD Y., B. PRAS, ET E. ROUX, (1993), « Market », Dunod Edition.
- FERANADEZ E., J. M. MONTES ET C. J. VAZQUEZ, (2000), « Typology and Strategic analysis of intangible resources : A resource-based approach » *Technovation*, Vol. 20, pp. 81-92.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), (1985), « Elements of financial statements », *Statement of financial Accounting Concepts N°6*, Stamford, CT : FASB.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), (2001), « Improving business reporting : insights into enhancing voluntary disclosures », *Steering Committee Business, Reporting Research Project*, Financial Accounting Standard Board.
- FIRER C. ET G. METH, (1986), « Information disclosure in annual reports in south Africa », *Omega International journal of Management Science*, Vol 14 n° 5, pp. 373-382.
- FIRTH M. ET A. SMITH, (1992), « Selection of Auditor Firms by Companies in the new issue Market », *Applied Economics*, vol 24., N°2, pp.247-255.
- FIRTH M., (1997), «An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand», *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, pp. 63-85.
- FOUGERON-CROUZET A. M, (1997), « Les introductions en bourse : théories et analyse empirique du cas français », *Thèse en Sciences de Gestion*, Université de Toulouse.
- FOUGERON-CROUZET A. M, (2001), « les procédures d'introductions en bourse en France », *Banque et Marché*, Vol. 55, pp. 43-51.
- FRANCIS J. ET K. SCHIPPER, (1999), « Have Financial Statements Lost Their Relevance ? », *Journal of Accounting Research*, Automne, Vol 37, N ??, pp. 319-52.
- FRANKEL R., M. MCNICHOLS ET G.P. WILSON, (1995), « Discretionary Disclosure and External financing », *Accounting Review*, vol. 70, N° 1, pp.135-150.
- FRIEDLAN J. M., (1993), « Accounting information and the pricing of initial public offerings », *Working Paper*, York University, York, United Kingdom.
- GAJEWSKI J.F., ET C. GRESSE, (2005), « A survey of the European IPO market » *European Capital Market Institute*.
- GARCIA-MECA E., L. PARRA, M. LARRAN, ET I. MARTINEZ, (2005), « The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts », *The European Accounting Review*, Vol. 14 (1), pp. 63-94.

- GED A., ET J. S LANTZ, (1999a), « L'intermédiation financière en capital-investissement et l'évaluation de l'entreprise par le marché financier lors d'offres publiques initiales », En cours de révision à Banque et Marché, WP N° 559, CEROG IAE d'Aix.
- GED A., ET J. S LANTZ, (1999b), « L'évaluation de l'entreprise par le marché financier lors d'IPO et la contribution de l'information produite par l'intermédiation en capital-investissement », WP N° 560, CEROG IAE d'Aix.
- GELB D. ET P. ZARROWIN, (2000), « Corporate disclosure policy and the informativeness of tock prices », WP, ssrn.com.
- GENTRY J. A., P. NEWBOLD, ET D. T. WHITFORD, (1984), « Bankruptcy, working capital and funds flows », *Managerial Finance*, Vol. 10 (3/4), pp. 26-39.
- GINGLINGER E., ET A. M. FOUGERON-CROUZET, (2002), « Introduction en bourse, Signal et émission d'actions nouvelles sur le second marché Français », *Revue Finance*, Vol. 22 N°2, pp. 51-74.
- GLASER B., ET A. STRAUSS, (1967), « the discovery of grounded theory : Strategies for qualitative Research », Chicago, Aldine.
- GOULDEY B., (2006), « Uncertain Demand, Heterogeneous Expectations, and Unintentional IPO Underpricing », *The Financial Review*, Vol. 41, Issue 1, pp. 33 - February 2006.
- GRILICHES Z., (1981), « Market value, R&D, and patents », *Economic Letters*, vol 7, pp. 183-87.
- GRINBLATT M., ET C. HWANG, (1989), « Signalling and the Pricing of New Issues», *The Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 393-420.
- GRINBLATT M., ET S. TITMAN, (1998), « Financial markets and corporate strategy », Int ed., Boston, McGraw-Hill.
- GUO R. J, B. LEV, ET N. ZHOU, (2005), « The Valuation of Biotech IPOs », *Journal of accounting, auditing & finance*, Vol. 20 N°4, pp. 423-459.
- GUPTA, G. UMA, ET R. E. CLARKE, (1996), « Theory and Applications of the Delphi Technique : A Bibliography (1975-1994) », *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 53, pp. 185-211.
- HAMMERER G., (1996), « Intangible investments in Austria », Paper presented at the OCDE Workshop on New Indicators for the knowledge based economy, Paris.
- HANLEY K., (1993), « Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon», *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 231-250.
- HANLEY K., ET W. WILHELM, (1995), « Evidence on the Strategic Allocation of IPOs », *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 239-257.

- HANSEN R. S. ET P. TORREGROSA, (1992), « Underwriter compensation and corporate monitoring », *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1537-1555.
- HAYNE S. C., ET C. E. POLLARD, (2000), « A comparative analysis of critical issues facing Canadian information systems personnel : a national and global perspective », *Information and Management*, Vol. 38 N°2, pp. 73-86, Dec. 1.
- HEALY P., A. HUTTON ET K. PALEPU, (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increased in disclosure », *Contemporary Accounting Research*, 16, 3, pp. 485-520.
- HEALY P., ET K. PALEPU, (2001), « A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics* », Vol. 31, Issues 1-3.
- HEINKEL R., (1978), « dividend policy as a signal of firm value in essays on financial markets with imperfect information », Phd. Dissertation, University of California Berkeley.
- HELMER O., (1983), « Looking forward : a guide to futures research », Sage publications.
- HELWEGE J., ET F. PACKER, (2004), « The decision to go public: evidence from mandatory SEC filings of private firms », Working paper, Ohio State University.
- HENDRIKSEN E., ET M. DAN VAN BREDA, (1992), « Accounting Theory », 5^{ième} édition, Chicago, Richard D. Irwin Inc.
- HENSLER D. (1995), « Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Managerial and Decision Economics* vol 16, pp. 111-128.
- HENSLER D., R. RUTHERFORD, ET T. SPRINGER, (1997), « The survival of initial public offerings in the aftermarket », *Journal of Financial Research*, Vol. 20, pp. 93-110.
- HIRSCHEY M., (1982), « Intangible capital aspects of advertising and R&D expenditures », *Journal of Industrial Economics*, vol 30, issue 4, pp. 375-90.
- HOGAN C. (1997), « Costs and benefits of audit quality in the IPO market : A self-selection analysis », *The Accounting Review*, Janvier, pp. 67-86.
- HOLLAND J., (1997), « Corporate Communications with Institutional Shareholders : Private Disclosures and Financial Reporting », Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- HOLMSTROM B. ET J. TIROLE, (1993), « Market Liquidity and Performance Monitoring », *Journal of Political Economics*, Vol. 101, pp. 678-709.
- HOLSAPPLE C. W., ET K. D. JOSHI, (2002), « Knowledge manipulation activities : results of a Delphi study », *Information and Management*, Vol. 39 N°6, pp. 477-490.
- HOSSAIN M. & ADAMS M., (1995), « Voluntary financial disclosure by australian listed companies », *Australian Accounting Review*, Vol 5, n° 2, pp. 45-55.
- HOSSAIN M., TAN L. & ADAMS M., (1994), « Voluntary disclosure in an emerging capital

- market: some empirical evidences from companies listed on the kuala lumpur stock exchange », *The International Journal of Accounting*, Vol 29, n° 4, pp. 334-351.
- HOW J. C. Y ET J. G. LOW, (1993), « Fractional ownership and underpricing : Signals of IPO firm value ? » *Pacific-basin Finance Journal*, N° 1, pp. 47-65.
- HUGHES J. S., (1989), « Discussion of The valuation of initial public offering », *Contemporary Accounting Research*, N°5, pp. 519-525.
- HUGHES P. J., (1986), « Signalling by direct disclosure under asymmetric information », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8 N°2, pp. 119- 143.
- HUGHES P.J., ET A. THAKOR (1992) « Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Review of Financial Studies*, vol 5, pp. 709-742.
- HUSSON. B. ET B. JACQUILLAT, (1989), « Sous évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché », *Cahier de Recherche*, 8904 CEREG.
- HWANG L., C. JAN ET S. BASU, (1998), « International variation in accounting measurement rules and analyst' earnings forecast errors », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol 25, (9/10), pp. 1207-1247.
- IBBOTSON R., (1975), « Price performance of commun stock new issues », *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 235-272.
- IBBOTSON R., ET J. RITTER, (1995), « Chapter 30 : Initial public offerings», in V. Maksimovic R. Jarrow, et W. Ziemba, ed. : *Handbooks in Operations Research and Management Science; Finance 9*, North-Holland, Amsterdam.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, (1989), « Cadre de préparation et de présentation des états financiers », London IASC.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, (1998a), « Business Combinations », *International Accounting Standard 22*, London.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, (1998b), « International Accounting Standards », N°38 Intangible asset. London IASC.
- ITTNER C. D., ET D. LARCKER, (1996), « Measuring the impact of Quality Initiatives on Firm Financial Performance », in D.B Fedor and S. Gosh (eds) *Advances in the management of Organisations Quality*, Vol. 1, pp. 1-37.
- JACQUILLAT B., (1994), « L'introduction en bourse », *Edition PUF*, 2^e édition, pp. 127.
- JACQUILLAT B., J. MAC DONALD, ET J. ROLFO, (1978), « French auctions of common stock: New issues», *Journal of Business Finance*, Vol. 2, pp. 305-322.
- JAIN B. A., ET O. KINI, (1999a), « The life cycle of initial public offering firms », *Journal of Financial Management*, Vol. 33, N°3, pp. 5-37.

- JAIN B. ET O. KINI, (1999b), « On investment banker monitoring in the new issues market », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, pp 49-84.
- JAIN B., ET O. KINI, (1994), «The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms», *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1.699-1.726.
- JAMES C., (1992), « Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services », *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1865-1885.
- JAMES C., ET P. WIER, (1990), « Borrowing Relationships, Intermediation and the Cost of Issuing Public Securities », *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, pp. 149-172.
- JARRELL S. L., ET G. S. EASTON, (1996), « An exploratory empirical investigation of the effects of total quality management on corporate performance”, in P. Lederer (ed.) *The Practice of Quality management*. Boston : Harvard University Press.
- JEANJEAN T. ET A. CAZAVAN JENY (2005) « Pertinence de l'inscription à l'actif des frais de R&D : une étude empirique », *Comptabilité Contrôle Audit, Tome 11, vol. 1*, mai.
- JEGADEESH N., M. WEINSTEIN, ET I. WELCH, (1993), « An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings », *Journal of Financial Economics* vol 34, pp. 153-175.
- JENKINSON T. , (1990) « Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol 4, pp. 428-449.
- JENKINSON T., ET A. LJUNGQUIST, (2001), « Going Public : The theory and Evidence of how companies raise equity finance », 2nd edition, Oxford : Oxford University Press.
- JENKINSON T., ET H. JONES, (2004), « Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding », *Journal of Finance* 59, pp. 2013-2040.
- JENSEN M. C., ET W. H. MECKLING, (1976), « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- JOG V., ET A. L. RIDING, (1987), « Underpricing in Canadian ipos», *Financial analysts Journal* Nov-Dec, pp. 48-55.
- JOG V., ET B. J. MCCONOMY, (2003), « Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses », *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30 (1/2), pp. 125-167.
- JOHNSON W. H. A., (1999), « An integrative taxonomy of intellectual capital : measuring the stock and flow of intellectual capital components in the firm », *International Journal of Technology Management*, Vol. 18, pp. 562-575.

- JUNG K., C. KIM, ET R. STULZ, (1996), «Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision », *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 159-185.
- KALAY A., (1980), « Signaling, information content and the reluctance to cut dividends », *Journal of financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15 N°4.
- KANG J., C. KIM, ET R. STULZ, (1999), «The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: Evidence from Japan», *Review of Financial Studies*, Vol. 12, pp. 519-534.
- KAPLAN E. L, ET P. MEIER, (1958), « non parametric estimation from incomplete observations » *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 53, pp. 457-481.
- KAUFFMAN R., ET B. WANG, (2003), « A Survival Theory Of Internet Firm Duration », Working paper, Carlson School of Management, University of Minnesota.
- KEASEY K. ET P. MCGUINNESS, (1991), « Prospectus Earnings Forecasts and the pricing of New Issues on The Unlisted Securities Market » *Accounting and Business Research*, vol 21, pp. 133-145
- KEASEY K., ET P. MCGUINNESS, (1992), « An empirical investigation of the role of signaling in the valuation of unseasoned equity issues », *Accounting and Business Research*, Vol. 22, pp. 133-142.
- KELOHARJU M., (1993), «The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in the Finland», *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 251-277.
- KENDALL J. E., K. E. KENDALL, S. SMITHSON, ET I. O. ANGELL, (1992), « SEER : a divergent methodology applied to forecasting the future roles of the systems analyst », *Human Systems Management*, Vol. 11 (3), pp. 123-135.
- KIM E. H. ET Y. K. LEE, (1990), « issuing stocks in Korea » , in S. G. Rhee and R. P. Chang, eds, *Pacific-basin capital markets research* (North-Holland, Amsterdam), pp. 243-253.
- KIM J., I. KRINSKY, ET J. LEE, (1994), « the valuation of initial public offerings and accounting disclosures in prospectuses : New evidence from Korea», *The International Journal of accounting*, N° 29, pp. 46-61.
- KIM J., I. KRINSKY, ET J. LEE, (1995), « The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea », *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, pp. 429-448.
- KIM M., ET J. R. RITTER, (1999), « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, Vol. 53 (3), pp. 409-437.
- KIM, W. ET M. WEISBACH, (2005), « Do Firms Go Public to Raise Capital ? », SSRN working paper.

- KLEIN B. ET K. LEFFLER, (1981), « The role of market forces in assuring contractual performance », *Journal of Political Economy*, Août, pp. 615-641.
- KOH F., ET T. WALTER, (1989), « A Direct Test of Rock' s Model and the Pricing of Unseasoned Issue», *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 251-272.
- KREPS E. ET R. WILSON (1982) ; « Sequential equilibrium », *Econometrica*, juillet, pp. 111-136
- KRINSKY I. ET W. ROTENBERG, (1989b), « Signalling and the valuation of unseasoned new issues revisited», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, N°24, pp. 257-266.
- KRINSKY I., ET W. ROTENBERG, (1989a), « the valuation of initial public offerings », *Contemporary Accounting Research*, N°5, pp. 501-515.
- KUNZ R., ET R. AGGARWAL, (1994), « Explaining the underpricing of initial public offerings : Evidence from Switzerland », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, pp. 705-723.
- LABEGORRE F., (2003), « L'environnement informationnel des introductions en bourse», Thèse de doctorat en Science de gestion, Université Paris 12.
- LABEGORRE F., ET S. BOUBAKER, (2005), « Publication volontaire de prévisions et rentabilités initiales : le cas des admissions à la cote du second marché français (1994-2000) », *Banque et Marché*, N°77, pp. 35-46.
- LABEGORRE F. ET S. BOUBAKER (2006) « L'utilité des prospectus d'introduction en bourse pour les analystes financiers: une enquête exploratoire », document de travail.
- Lang M.H. et R.J. Lundholm, (1996), « Corporate disclosure policy and analyst behavior », *The Accounting Review*, 71, 4, pp. 467-492.
- LARRÊCHÉ J. C. ET D. B. MONTGOMERY, (1977), « A framework for the comparison of marketings models : a Delphi study », *Journal of Marketing Research*, Novembre, pp. 487-498.
- LEE I., (1997), « Do firms knowingly sell overvalued equity? », *The Journal of Finance*, Vol. 52, N° 4, pp. 1439-1466.
- LEE P., ET S. WAHAL, (2004), « Grandstanding, Certification, and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs », *Journal of Financial Economics* vol 73, pp. 375-407.
- LEE P., S. TAYLOR, ET T. WALTER, (1996), «Australian IPO underpricing in the short and long run », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, pp. 1189-1210.
- LELAND H. E., ET D. H. PYLE, (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-388.
- Leleux B., (1993), « Post-IPO Performance : a French Appraisal », *Finance*, Vol.14, N° 2,

- pp. 79-106.
- LEONE A. J., S. ROCK, ET M. WILLENBORG, (2003), « Mandatory voluntary disclosure : The intended use of proceeds in initial public offerings », Working Paper, University of Michigan, Michigan, United States of America.
- Leuz C. et R.E. Verrecchia, (2000), « The economic consequences of increased disclosure », *Journal of Accounting Research*, 38, supplement, pp. 91-124.
- LEV B. ET SOUGIANNIS T., (1996), « The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D », *Journal of Accounting and Economics* vol 21, pp. 107-38.
- LEV B., (1992), « Information disclosure strategy », *California Management Review*, Vol. 34, pp. 49-76.
- LEV B., (1996), « Boundaries on Financial Reporting », Symposium SEC, Avril.
- LEV B., (1998a), « Fair market values of R&D in Progress », New York University.
- LEV B., (1998b), « Intangibles and gains from insider trading », New York University.
- LEV B., (2000), « Communicating Knowledge Capabilities », Working paper, Leonard N. Stern School of Business, New York University.
- LEV B., (2001), « Intangibles - management, measuring and reporting », Brookings Institution Press.
- LEV B., (2002), « Communicating Knowledge Capabilities », disponible à l'adresse <http://pages.stern.nyu.edu/~blev/communicating.doc>.
- LEV B., ET E. AMIR, (1996), « Value Relevance of non financial information : the wireless communications industry », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, pp. 3-30.
- LEV B., ET P. ZAROUIN, (1998), « The market valuation of R&D expenditures », working paper, New York Stern University.
- LEV B., ET P. ZAROUIN, (1999), « The Boundaries of Financial Reporting and How to extend Them », *Journal of Accounting Research*, Automne, Vol. 37, N° 2, pp. 353-385.
- LEV B., ET S. PENMAN, (1990), « Voluntary forecast disclosure, nondisclosure and stock prices », *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, pp. 49-76.
- LEVIS M., (1990), « The Winner' s Curse problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Economic Journal*, Vol. 100, pp. 76-89.
- LEVIS M., (1993), « The long-run performance of initial public offerings : The UK experience 1980-1988 », *Financial Management*, Vol. 22, pp. 28-41.
- LI, X., AND R. MASULIS, (2003), « Venture Capital Investments by IPO Underwriters: Certification or Conflict of Interest? », unpublished working paper, Vanderbilt University.

- LJUNGQVIST A., (1997), « Pricing Initial Public Offerings : Further Evidence from Germany », *European Economic Review*, Vol. 41, pp. 1309-1320.
- LJUNGQVIST A., (2005), « IPO underpricing, In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance : Empirical Corporate Finance* », New York, New York, United States of America : Elsevier/North-Holland.
- LJUNGQVIST A., (2006), « IPO underpricing » Forthcoming in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume A (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland)*, Chapitre 7.
- LJUNGQVIST A., ET W. J. WILHELM, (2003), « IPO pricing in the Dot-Com bubble », *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 723-752.
- LJUNGQVIST A., V. NANDA ET R. SINGH, (2004), « Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing », *Journal of Business*, forthcoming.
- LOGUE D., (1973), « On the pricing of unseasoned equity issues : 1965-69 », *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol. 8, pp. 91-103.
- LOUGHRAN T. ET J. RITTER, (1995), « The New Issues Puzzle », *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23- 52.
- LOUGHRAN T. ET J. RITTER, (2001), « Why has IPO Underpricing Increased over Time? », *Financial Management*, Vol. 33, N°3, p. 5-37.
- LOUGHRAN T. ET J. RITTER, (2002), « Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? », *Review of Accounting Studies*, Vol. 15, pp. 413-443.
- LOUGHRAN T. ET J. RITTER, (2004), « Why has IPO underpricing increased over time? », *Financial Management*, Vol. 33, pp. 5-37.
- LOUGHRAN T., (1993), « NYSE vs. NASDAQ Returns : Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 241-260.
- LOUGHRAN T., J. RITTER, ET K. RYDQVIST, (1994), « Initial Public Offerings : International Insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, pp. 165-199.
- LOWRY M. ET G. W. SCHWERT, (2002), « IPO market cycles : Bubbles or sequential learning? », *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1171-1200.
- LOWRY M. ET S. SHU, (2002), « Litigation Risk and IPO Underpricing », *Journal of Financial Economics* 65, 309-335.
- LUCAS R. E, (1988), « On the mechanics of economic development », *Journal of monetary economics*, Vol. 22, N°2.
- MACKLIN G. S., A. M. ADLERMAN ET K .Y. HAO, (1992), « Going public and the NASDAQ market », in *The NASDAQ Handbook*, Probus Publishing Company, Chicago.

- MAKSIMOVIC V., ET P. PICHLER, (1999), « Private versus Public offerings : Optimal Selling Mechanisms with adverse selection », Working Paper Boston Collège.
- MANDELKER G., ET A. RAVIV, (1977), « Investment Banking : An Analysis of Optimal Underwriting Contracts », *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 683-694.
- MAVRINAC S. ET T. BOYLE, (2001), « Sell-side analysis, non-financial performance evaluation, & the accuracy of short-term earnings forecasts », Working Paper, The Ernst & Young Centre for Business Innovation. Transmis par l'auteur.
- MAVRINAC S., ET A. SIESFELD, (1997), « Measures that matter, An exploratory investigation of investors information needs and value properties », In *Enterprise Value in the Knowledge Economy*, OECD and Ernst & Young Center for Business innovation, Cambridge, MA.
- MCDONALD J. G., ET B. JACQUILLAT, (1974), « L'efficacité de la procédure bancaire d'introduction en bourse », *Revue Banque*, pp. 31-39.
- MCGUINNESS P., (1993), « The Post-Listing Return Performance of Unseasoned Issues of Common Stock in Hong Kong », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, pp. 167-194.
- MCLAUGHLIN R., G. VASDEVAN, ET A. SAFFIEDDINE, (1996), «The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers : Free Cash Flow and Post-Issue Performance», *Financial Management*, Vol. 25, pp. 41-53.
- MEGGINSON W, K. WANG ET W. CHUA, (2001), « Signal Power of Technological and Financial Variables in venture Capital », Working Paper, Michael F. Price College of Business, The University of Oklahoma.
- MEGGINSON W., ET K. A. WEISS, (1991), « Venture capitalist certification in initial public offerings », *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 879-903.
- MELLO A., ET J. PARSONS, (1998), « Going Public and the Ownership Structure of the Firm », *Journal of Financial Economics* 49, pp. 79-109.
- MENSAH Y., X. SONG ET S. HO, (2003), « The long term payoff increased Corporate Disclosures », *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 22, pp.107-150.
- MERTON R. C., (1987), « Presidential address : A simple model of capital market equilibrium », *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 483-510.
- MICHAELLY R., ET W. SHAW, (1994), « The pricing of initial public offerings, Tests of adverse selection and signaling theorie », *The Review of Financial Studies*, Vol. 2, pp. 279-319.
- MICHAILESCO C., (1998), « Contribution à l'étude des déterminants de la qualité de l'information comptable diffusée par les entreprises françaises », Thèse de Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine.

- MICHAÏLESCO C., (1998), « Contribution a l'étude des déterminants de la qualité de l'information comptable diffusée par les entreprises françaises » thèse de doctorat, soutenue à l'université Paris Dauphine.
- MICHAÏLESCO C., ET C. SARANON-BOITEAU, (2001), « la stratégie de communication financière des entreprises : le cas de la diffusion d'information sur le capital immatériel ».
- MIKKELSON W., M. PARTCH, ET K. SHAH, (1997), « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, pp. 281-307.
- MILLER M., ET ROCK M., (1985) « Dividend policy under Asymmetric Information », *Journal of Financial Economics* 6, 1978, pp. 333-64
- MIRAT B., (1984), « Les introductions sur le second marché », *Banque*, pp. 1148-1155.
- MODIGLIANI F. ET MILLER M., (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- MODIGLIANI F., ET MILLER D., (1961), « dividend policy, Growth and valuation of shares », *Journal of business*, Vol. 34 , Octobre.
- MORCK R. ET YEUNG B. (1991), « Why investors value multinationality ». *Journal of Business*, April, pp. 165-87.
- MORTENSEN, EUSTACE ET LANNOO, (1997), « intangibles in the European economy », Paper presented at the CEPS Workshop on intangibles in the European economy, Brussels.
- MULLIGAN P., (2002), « Specification of a capability-based IT classification framework », *Information and Management*, Vol. 39 N° 8, pp. 647-658.
- MUSCARELLA C., ET M. VETSUYPENS, (1989), «A Simple Test of Baron' s Model of IPO Underpricing», *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 125-135.
- NAMBISAN S., R. AGARWAL ET M. TANNIRU, (1999), « Organizational mechanisms for enhancing user innovation in information technology », *MIS Quarterly*, Vol. 23, N°3, pp. 365-395.
- NOE T. ET PARKER G., (2000), « Winner Take All: Competition, Strategy, and the Structure of Returns in the Internet Economy », Miméo, Tulane University.
- OCDE (1998b), « Human Capital Investment: An International Comparison », Paris, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, 1998.
- OCDE, (1992a), « Technology and the Economy : The Key relationships », Paris.
- OCDE, (1992b), « OECD proposed guidelines for collecting and interpreting technological innovation data », Oslo Manuel, Paris.
- OCDE, (1996a), « Oslo Manuel », second Edition, PARIS.

- OCDE, (1996b), « Employment and growth in the knowledge based economy », Paris.
- OCDE, (1998a), « Technology, Productivity and Job Creation», Best Policy parctices, DSTI/STP/ICCP (98) Vol. 2/ PART2.
- OKOLI C., ET S. D. PAWLOWSKI, (2004), « The Delphi Method as a research tool : an example, design considerations and applications », Information and management, December, Vol. 42, pp. 15-29.
- OU J, ET S. PENMAN, (1989), « Financial Statement Analysis and the Prediction of Stocks Returns », Journal of Accounting and Economics, Vol. 11, pp. 295-329.
- OU J., (1990), « The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers As Earnings Predictors », Journal of Accounting Research, Vol. 28, No. 1, pp. 144-163.
- PAGANO M., ET A. ROELL, (1998), « The Choice of Stock Ownership Structure : Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public », Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, pp. 187-225.
- PAGANO M., F. PANETTA, ET L. ZINGALES, (1998), « Why Do Companies Go Public ? », The Journal of Finance, Vol. 53 N°1, Février, pp. 27-64.
- PATELL J. M, (1976), « Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior : Empirical tests », Journal of Accounting Research, Vol. 14, pp. 246-276, Fall.
- PAUDYAL K., B. SAADOUNI, ET R. BRISTON, (1998), «Privatisation initial public offerings in Malaysia : Initial premium and long-term performance», Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 6, pp. 427-451.
- PENMAN S. H, (1980), « An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts », Journal of Accounting Research, Vol. 18, pp. 132-160.
- PENMAN S. H, (1983), « The predictive content of forecast and dividends », The Journal of Finance, Vol. 38, N° 4, pp. 1385-1399.
- PETER J.P., (1979), « Reliability: A review of psychometric basics and recent marketing practices », Journal of Marketing Research, 16, pp. 6-17.
- PIERRAT C., (1995), « La justification des méthodes d'évaluation avancées pour capitaliser les actifs immatériels à l'actif du bilan », Cahier du CREFIGE N° 9501 Université Paris-Dauphine.
- PIERRAT C., ET B. MARTORY, (1996), « La gestion de l'immatériel », Edition NATHAN.
- POURTIER F., (2004), « La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussion », Comptabilité - Contrôle - Audit, Tome 10, Vol. 1, pp. 79-102.
- POWNALL G., ET WAYMIRE G., (1989), « Voluntary disclosure credibility and security

- prices : evidence from management earnings forecasts », *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, N°2, pp 85-105, fall.
- POWNALL G., WASLEY C., ET WAYMIRE G., (1993), « The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts », *Accounting Review*, Vol. 68, N°4, pp. 896-912.
- PREVITS J., R. BRICKER, T. ROBINSON, ET S. YOUNG, (1994), « A content analysis of sell-side financial analysts company reports », *Accounting Horizons*, Vol. 8 (2), pp. 55-70.
- PURNANANDAM K., ET B. SWAMINATHAN, (2002), «Are IPOs Undepriced», Working Paper, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, NewYork.
- PURNANANDAM K., ET B. SWAMINATHAN, (2004), « Are IPOs really underpriced? », *Review of Financial Studies*, Vol. 17, N°3, pp. 811-848.
- R., (1987), « The Costs of Going Public », *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, N° 2 Décembre, pp. 269-81.
- RAHNEMA A., P. FERNANDEZ, ET E. MARTINEZ-ABASCAL, (1992), « initial public offering : the Spanish experience », in Leleux, (1993), « Post ipo performance : a French appraisal », *Finance*, Vol. 14, Issue 2.
- RAJAN R., (1992), « Insiders and Outsiders : The Choice between Informed and Arm's-length Debt », *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1367-1400.
- RAJAN R., ET H. SERVAES, (1997), « Analyst Following of initial Public Offerings », *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 507-529.
- RAVAZ G. (2003) « L'introduction en bourse: l'expérience des chefs d'entreprise », Editions Gualino.
- REILLY F. K., (1977), « New issues revisited », *Financial Management*, Vol. 6, pp. 28-42.
- RIAHI-BELKAOUI A., (1997), « The Nature and Determinants of Disclosure Adequacy : An International Perspective », Greenwood Publishing Group.
- RIDDER A. DE., (1986), « Access to the stock market - an empirical study on the efficiency of the British and the Swedish primary markets », Casion Press, Stockholm.
- RITTER J., (1987), « The costs of going public. », *Journal of Financial Economics*, Vol 19, issue N° 2, pp. 269-281.
- RITTER J., (1991), « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, Vol. 46 N° 1, pp. 3-27.
- RITTER J., ET I. WELCH, (2002), « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », *Journal of Finance* vol 57, pp. 1795-1828.
- RIVA F. ET L. DEVILLE (2005), « The Determinants of the Time to Efficiency in Options

- Markets: A Survival Analysis Approach », FMA European Conference, Sienne, Juin.
- ROCK K., (1986), «Why new issues are underpriced», *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.
- ROGERS R. K., ET J. GRANT, (1997), «Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts ». *Journal of Financial Statement Analysis*, Fall, Vol 3, N° 1, pp. 17-30.
- ROGIERS B., ET S. MANIGART, (1992), « Empirical examination of the underpricing of initial public offerings on Brussels Stock Exchange, in Leleux B. (1993), *Post-IPO performance : a French appraisal* », *Finance*, Vol. 14, Issue 2.
- ROMER P. M., (1986), « Increasing returns and long run growth », *Journal of Political Economy*, Vol. 94, N°5.
- RONEN J. ET J. LIVNAT, (1981), « Incentives for segment reporting », *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 N°2, pp. 459-481.
- ROSS S., (1977), « the determination of financial structure : the incentive signaling approach », *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, N°1, printemps.
- RUBIN H. J, ET I. S. RUBIN, (1995), « *Qualitative Interviewing : the art of Hearing Data* », Thousand Oaks : Sage.
- RULAND W., S. TUNG, ET N.E. GEORGE, (1990), « Factor associated with the disclosure of managers' forecast », *The Accounting review*, vol 65., N°3, pp. 710-721.
- RUUD J., (1993), « Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle », *Journal of Financial Economics* vol 34, pp. 135-151.
- RYDQVIST K., (1994), « Compensation, Participation Restrictions and the Underpricing of Initial Public Offerings », mimeo, Stockholm School of Economics.
- RYDQVIST K., (1997), « IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation », *Journal of Banking and Finance* vol 21, pp. 295-313.
- SAADA T., (1994), « La Communication Financière de L'entreprise et Son Impact sur L'évaluation par Le Marché : Une Synthèse de La Littérature », *Economies et Sociétés, série sciences de gestion*, Vol. 5, N°20, pp. 85-112.
- SAINT-ONGE H., (1996), « Tacit Knowledge : the key of strategic alignment of intellectual capital », *Strategy and Leadership*, Mars-Avril pp. 10-14.
- SCHATT A., ET T. ROY, (2001), « Modification de la structure de propriété et valorisation des introduction en bourse », *Banque et Marché*, N°55, pp. 19-29.
- SCHATT A., ET T. ROY, (2002), « Analyse empirique des écarts de prévisions de bénéfices dans les prospectus d'introduction », *Actes du 23ème congrès de l'AFC*.
- SCHIPPER K., ET R. THOMPSON, (1983), « The impact of merger related regulations on the

- shareholders of acquiring firms » *Journal of Accounting Research*, Vol. 21, pp. 184-221.
- SCHMIDT R., (1997), « Managing Delphi surveys using nonparametric statistical techniques », *Decision Sciences*, Vol. 28 N°3, pp. 763-774.
- SCHMIDT R., K. LYYTINEN, M. KEIL ET P. CULE, (2001), « Identifying software Project Risks : An international Delphi Study », *Journal of Management Information Systems*, Spring, Vol. 17, N°4, pp. 5-36.
- SCHRAND C., ET R. E. VERRECCHIA, (2004), « Disclosure choice and cost of capital : Evidence from underpricing in initial public offerings », Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, United States of America.
- SCHULTZ P., (1993), « Unit initial public offerings : A form of staged financing », *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 199-229.
- SCHULTZ P., ET M. ZAMAN, (2001), « Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued? », *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, pp. 347-381.
- SCHULTZ T. Z., (1971), « Investment in human capital », The Free Press.
- SENTIS P., (2001a), « Performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995 », *Revue Finance*, Vol. 22, pp. 87-118.
- SENTIS P., (2001b), « Devenir des introductions en bourse de la période 1991-1998 sur le marché français : une étude exploratoire » *Banque et Marchés* N° 55 Novembre décembre, pp.30-35.
- SENTIS P., (2004), « Introduction en bourse : une approche internationale », Edition Economica.
- SFAF ET EURONEXT, (2002), « s'informer, recommander et arbitrer en environnement incertain », Mars.
- SHAW D., (1971), « The Performance of Primary Common Stock Offerings : A Canadian Comparison », *The Journal of Finance*, Vol. 26, pp. 1.101-1.113.
- SHEVLIN T., (1996), « Value Relevance of non financial information : the wireless communications industry : a discussion », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, pp. 31-42.
- SHILLER R., (1990), « Speculative prices and popular models », *Journal of Economic perspectives*, Vol. 4, pp. 55-65.
- SHUMWAY T., ET V. A. WARTHER, (1999), « The delisting bias in CRSP's NASDAQ data and its implications for the size effect », *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 2361-2379.
- SIMON C., (1989), « The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues », *The American Economic Review*, Vol. 79, pp. 295-

318.

- SINGVHI S.S. & DESAI H.B.,(1971),« An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure »,The accounting Review, Janvier pp.129-138.
- SKINNER D. J, (1994), « Why firms Voluntarily disclose bad news?" », Journal of accounting Research, Vol. 32, pp. 38-60.
- SMITH GORDON V., ET PARR RUSSEL L. , (1989), « valuation of intellectual Propriety and Intangible assets », 431 pages, Edition John Wiley and Sons.
- SOFRES, (2005), « Communication corporate et financière : quelles sont les évolutions prioritaires pour les marchés financiers européens ? », pour le Salon COMFI 2005 et L'Agefi.
- SONDHI, ET D. FRIED, (1994), «The Analysis and Use of Financial Statements», Éd. Wiley.
- SOUGIANNIS T., (1994), « The accounting based valuation of corporate R&D » The Accounting Review, vol 69, issue 1, pp. 44-68.
- SPENCE M., (1973), « Job Market Signalling», Quarterly Journal of economics, Vol. 87, pp. 355-374.
- SPENCE M., (1974a), « Competitive and optimal responses to signals : an analysis of efficiency and distribution », Journal of Economic Theory, March, pp. 296-332.
- SPENCE M., (1974b), « Market signaling, informationnal Transfer in Hiring and related screening Processes », Havard University Press.
- STOUGHTON N. ET J. ZECHNER, (1998), « IPO Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure », Journal of Financial Economics vol 49, pp.45-78.
- STOUGHTON N., K. WONG ET J. ZECHNER, (2001), « IPO and Product Quality », Journal of Business, vol 74, pp.375-408.
- SU D., ET B. M. FLEISHER, (1999), « An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs», Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 7, pp. 173-202.
- SVEIBY K. ET MAZARS (2000) « la nouvelle richesse des entreprises » Edition Maxima.
- TARANTO M., (2003), « Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings », unpublished working paper, University of Pennsylvania.
- TEASE W., (1993), « The stock Market and investement », OCDE Economic studies, N°20, pp. 41-63.
- TEECE D., (1998), « Capturing value from Knowlege assets : the new economy, markets for know-how, and intangible asssets », California Management Review, Vol. 40, N°3, pp. 55-79.
- TEOH S. H., I. WELCH, ET T. J. WONG, (1998), « Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings», Journal of Finance, Vol. 53,

- N°6, pp. 1935-1974.
- TINIC S. (1988) « Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock », *Journal of Finance* vol 43, pp.789-822.
- TITMAN S., ET B. TRUEMAN, (1986), « Information Quality and the valuation of new Issues », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, N°2, pp. 159-172.
- TRUEMAN B., (1996), « Why do managers voluntarily release earnings forecasts? », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, pp. 53-71.
- VAN DER GOOT T., (2003), « Risk, the quality of intermediaries and legal liability in the Netherlands IPO market », *International Review of Law and Economics*, Vol. 23, pp. 121-140.
- VAN DER ZAHN J-L. M., ET I. SINGH (2005) « Intellectual Capital Disclosures and the Cost of Capital : Empirical Analysis of Underpricing in IPOs » Article présenté à l'International Meeting of the American Accounting Association August 2006, Washington, D. C.
- VERRECCHIA R., (1983), « Discretionary disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, December, pp. 179-194.
- VERRECCHIA R., (1990), « Information quality and discretionary disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12 N°4, pp. 365-380.
- VERRECCHIA R., (2001), «Essays on disclosure», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- VICKERY G., (2000), « Accounting for intangibles : issues and projects », in P.Buigues, A. Jacquemin, J-F. Marpichont (eds), *Completeness and the value of intangible Assets*. Edward Elgar Publishing, Juillet.
- WAGENHOFER A., (1990), «Voluntary disclosure with strategic opponent », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, N°4, pp. 341-363.
- WALLACE R. S. O., (1988), « Intranational and international consensus on the importance of disclosure items in financial reports : a Nigerian case study », *The British Accounting Review*, Vol. 20, pp. 223-265.
- WAYMIRE G., (1984), «Additional evidence on the information content of management earnings forecasts », *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, pp. 703-718.
- WAYMIRE G., (1986), « Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure », *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, pp. 268-295.
- WEATHLEY J., ET J. S. CHIU, (1979), «The influence of intrinsic and extrinsic cues on product quality evaluations of experts and non experts », *Proceedings AMA*, pp. 205-209.
- WELCH I., (1989), «Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial

- Public Offerings», *The Journal of Finance*, Vol. 44, pp.421-449.
- WELCH I., (1992), « Sequential Sales, Learning and Cascades », *Journal of Finance*, vol 47, pp : 695-732.
- Welker M., (1995), « Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets », *Contemporary Accounting Research*, 11, 2, pp. 801-827.
- WERNER, HAMMERER, ET SCHWARZ, (1998), «Intangible investment from an evolutionary perspective », *Institut für Volkswirtschaftstheorie und Politik Wirtschaftsuniversität & OCDE*.
- WHITE H., (1980), «A Heteroscedasticity - Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity », *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.
- WILBON A., (1999), «An empirical investigation of technology strategy in computer software initial public offering », *Journal of Engineering and Technology Management*, Vol. 16, pp. 147-169.
- WOOLRIDGE R., (1988), «Competitive Decline and Corporate Restructuring : Is a Myopic Stock Market to Blame? », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, pp. 26-36.
- WRISTON W., (1992), « The Twilight Sovereignty Scribner », *Gestion PUF Paris*.
- YOSHA O., (1995), « Information disclosure costs and the choice of financing source », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4, pp. 3-20.
- ZHAO R., (2002), « Relative value relevance of R&D reporting : An international comparison », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2): 153-174
- ZHOU H., (1997) « La diffusion d'informations financières par les sociétés françaises et britanniques » thèse de doctorat, soutenue à l'université Paris Dauphine.
- ZINGALES L., (1995), « Insider ownership and the decision to go public », *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, pp. 425-448.

Annexes

Annexe 1.1 : Sous évaluations initiales observées entre 1996 et 2004 sur le Nouveau Marché (Détail par année)	362
Annexe 1.2 : Sous évaluations initiales observées entre 1996 et 2004 sur le Second marché (Détail par année)	364
Annexe 1.3 : Sous évaluations initiales observées entre 1996 et 2004 sur le Marché français (Détail par année)	366
Annexe 4.1 : Fiche d'identification d'experts.....	368
Annexe 4.3 : Informations présentées aux experts lors du premier entretien.....	369
Annexe 4.4 : Informations présentées aux experts lors du deuxième entretien.....	370
Annexe 4.4 : Exemple de présentation de l'opinion du groupe à un analyste financier (X) lors du deuxième entretien.	371
Annexe 5.1: Exemple de Grille de Notation.....	372
Annexe 6.1 : Analyse de Survie	383

ANNEXE 1.1 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE NOUVEAU MARCHÉ (DETAIL PAR ANNEE)

		Rentabilité initiale non ajustée (%)						Rentabilité initiale ajustée (%)					
		1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour	1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour
1996-2004	Moyenne	13,71%	21,39%	22,39%	26,89%	29,31%	31,74%	13,81%	22,13%	23,38%	27,21%	28,48%	30,56%
	Médiane	0,01%	6,54%	4,18%	4,33%	3,66%	3,66%	0,01	8,85%	9,17%	8,66%	10,79%	12,58%
	Ecart type	35,61%	42,20%	54,42%	69,43%	72,73%	84,23%	0,36	40,06%	48,77%	61,38%	61,09%	69,30%
	Minimum	-24,85%	-20,97%	-38,02%	-49,26%	-55,56%	-55,53%	-0,42	-18,49%	-30,46%	-34,76%	-46,06%	-49,60%
	Maximum	240,91%	232,33%	341,27%	582,86%	447,30%	611,43%	2,44	226%	273%	533%	389%	516%
	Entreprises sous évaluées (%)	53,14%	64,00%	58,86%	61,14%	56,57%	57,14%	64,00%	69,14%	68,00%	68,00%	67,43%	65,14%
1996	Moyenne	6,85%	8,20%	8,97%	7,66%	9,43%	15,13%	7,11%	9,38%	11,02%	13,68%	18,49%	24,00%
	Médiane	0,02%	4,65%	2,15%	0,64%	0,26%	2,51%	1,03%	5,80%	5,36%	7,09%	13,16%	12,09%
	Ecart type	12,32%	16,95%	20,13%	28,18%	37,76%	54,22%	12,71%	16,93%	19,36%	25,41%	32,62%	46,06%
	Minimum	-0,03%	-20,97%	-20,97%	-26,40%	-29,49%	-30,06%	-1,17%	-18,49%	-17,67%	-19,01%	-19,10%	-19,71%
	Maximum	40,57%	40,00%	61,21%	106,07%	143,34%	213,63%	41,76%	52,79%	60,88%	97,77%	132,56%	192,23%
	Entreprises sous évaluées (%)	72,22%	72,22%	66,67%	55,56%	50,00%	55,56%	66,67%	77,78%	77,78%	83,33%	83,33%	83,33%
1997	Moyenne	8,33%	16,88%	16,59%	15,97%	24,35%	30,57%	8,09%	17,32%	17,24%	14,58%	21,87%	28,21%
	Médiane	0,01%	10,06%	0,07%	4,44%	4,12%	5,98%	0,07%	12,50%	8,76%	3,02%	7,87%	13,17%
	Ecart type	20,54%	27,05%	33,01%	38,54%	46,19%	66,13%	19,70%	25,24%	30,33%	36,23%	41,80%	60,09%
	Minimum	-9,08%	-16,24%	-24,50%	-26,42%	-21,24%	-27,52%	-8,53%	-17,61%	-22,43%	-28,66%	-20,34%	-28,77%
	Maximum	73,77%	76,25%	86,89%	116,25%	138,82%	260,78%	70,44%	72,33%	82,79%	109,29%	121,99%	228,33%
	Entreprises sous évaluées (%)	55,00%	70,00%	50,00%	60,00%	55,00%	60,00%	50,00%	75,00%	60,00%	55,00%	60,00%	55,00%
1998	Moyenne	6,42%	23,26%	23,04%	24,97%	25,28%	19,64%	6,61%	22,66%	21,89%	22,48%	23,16%	21,06%
	Médiane	0,01%	11,08%	13,26%	12,02%	8,68%	10,80%	0,57%	9,63%	9,81%	7,33%	8,34%	12,57%
	Ecart type	15,95%	37,92%	40,53%	43,97%	47,32%	46,65%	16,39%	36,70%	39,12%	42,16%	44,90%	42,08%
	Minimum	-24,85%	-14,49%	-30,30%	-40,03%	-29,72%	-41,67%	-24,80%	-16,03%	-26,66%	-34,76%	-32,14%	-37,84%
	Maximum	68,97%	148,77%	156,23%	166,65%	221,42%	203,61%	69,94%	140,93%	142,55%	172,07%	197,80%	170,67%
	Entreprises sous évaluées (%)	53,49%	74,42%	69,77%	74,42%	67,44%	62,79%	65,12%	72,09%	74,42%	72,09%	72,09%	69,77%

SUITE ANNEXE 1.1 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE NOUVEAU MARCHÉ (DETAIL PAR ANNEE)

1999	Moyenne	17,20%	30,56%	44,42%	57,01%	61,79%	77,05%	15,65%	27,24%	38,42%	44,36%	42,11%	51,28%
	Médiane	0,00%	5,73%	10,10%	18,92%	19,17%	21,25%	0,37%	6,78%	6,03%	9,26%	12,59%	10,79%
	Ecart type	36,54%	55,75%	89,49%	121,34%	116,44%	147,40%	37,63%	50,72%	78,34%	105,64%	94,88%	118,18%
	Minimum	-2,08%	-12,76%	-16,04%	-21,67%	-34,17%	-43,71%	-41,73%	-11,75%	-16,24%	-21,37%	-39,96%	-38,48%
	Maximum	134,92%	232,33%	341,27%	582,86%	447,30%	611,43%	133,26%	225,53%	272,57%	533,28%	388,81%	516,07%
	Entreprises sous évaluées (%)	31,25%	56,25%	65,63%	68,75%	62,50%	65,63%	62,50%	59,38%	65,63%	65,63%	62,50%	59,38%
2000	Moyenne	24,77%	24,79%	20,78%	28,51%	30,46%	28,99%	25,56%	28,43%	25,44%	34,15%	34,31%	32,38%
	Médiane	3,40%	5,89%	2,43%	2,44%	1,70%	0,45%	6,52%	11,37%	11,65%	15,34%	12,33%	20,04%
	Ecart type	53,22%	48,69%	52,44%	62,99%	73,23%	67,69%	53,48%	47,41%	48,36%	58,23%	65,02%	62,07%
	Minimum	-22,22%	-18,56%	-38,02%	-49,26%	-55,56%	-49,70%	-21,63%	-15,45%	-30,46%	-34,74%	-46,06%	-49,60%
	Maximum	240,91%	224,55%	272,05%	250,91%	330,30%	287,88%	244,19%	217,68%	246,29%	253,67%	334,33%	290,21%
	Entreprises sous évaluées (%)	61,54%	61,54%	53,85%	55,77%	51,92%	51,92%	73,08%	75,00%	67,31%	71,15%	69,23%	63,46%
2001	Moyenne	-1,73%	-3,05%	-10,11%	-17,11%	-23,05%	-18,29%	0,50%	2,25%	4,61%	5,43%	7,13%	15,23%
	Médiane	-5,12%	-4,58%	-10,78%	-19,36%	-25,42%	-10,60%	-1,97%	-2,15%	6,58%	1,03%	6,14%	18,00%
	Ecart type	11,98%	13,29%	14,41%	16,25%	18,60%	22,30%	12,53%	14,25%	16,64%	17,46%	20,99%	26,15%
	Minimum	-14,17%	-16,42%	-31,67%	-34,43%	-49,51%	-55,53%	-12,79%	-14,85%	-19,22%	-17,21%	-18,74%	-21,95%
	Maximum	21,78%	25,93%	18,59%	11,11%	1,11%	14,07%	23,80%	30,19%	31,87%	35,60%	36,71%	61,75%
	Entreprises sous évaluées (%)	25,00%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	50,00%	37,50%	62,50%	50,00%	50,00%	75,00%
2002	Moyenne	4,54%	7,95%	6,30%	5,43%	4,58%	0,17%	4,69%	8,09%	9,36%	9,55%	14,83%	0,16%
	Médiane	4,54%	7,95%	6,30%	5,43%	4,58%	0,17%	4,69%	8,09%	9,36%	9,55%	14,83%	0,16%
	Ecart type	3,00%	8,11%	8,43%	7,48%	5,98%	0,24%	2,46%	6,02%	6,18%	10,86%	2,82%	0,16%
	Minimum	-24,85%	-21,24%	-32,18%	-52,96%	-55,56%	-51,97%	2,95%	3,83%	4,99%	1,87%	12,84%	0,05%
	Maximum	6,67%	13,69%	12,26%	10,71%	8,81%	0,35%	6,43%	12,35%	13,73%	17,23%	16,83%	0,28%
	Entreprises sous évaluées (%)	100%	100%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Ce tableau présente la moyenne et la médiane des rendements anormaux ajustés et non-ajustés des introductions en bourse pour l'ensemble de la période 1996-2004 sur le Nouveau Marché Français. Les rendements sont mesurés sur différentes périodes : le 1^{er}, 5^{ème}, 10^{ème}, 20^{ème} et 40^{ème} jour des négociations.

ANNEXE 1.2 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE SECOND MARCHÉ (DETAIL PAR ANNEE)

		Rentabilité initiale non ajustée (%)						Rentabilité initiale ajustée (%)					
		1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour	1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour
1996-2004	Moyenne	6,93%	11,97%	12,82%	13,07%	12,67%	13,77%	6,97%	12,15%	13,05%	13,49%	12,64%	13,76%
	Médiane	0,84%	6,36%	5,53%	5,61%	5,39%	5,21%	1,08%	6,84%	5,85%	7,68%	5,91%	6,61%
	Ecart type	12,93%	21,82%	25,39%	29,86%	29,80%	32,87%	12,94%	21,51%	25,21%	29,12%	28,54%	31,73%
	Minimum	10,39%	-36,17%	-30,56%	-35,64%	-32,45%	-38,55%	-10,76%	-36,43%	-24,71%	-25,51%	-29,31%	-46,04%
	Maximum	74,32%	101,45%	132,19%	195,08%	163,96%	162,89%	74,21%	100,53%	129,33%	190,05%	149,37%	146,12%
	Entreprises sous évaluées (%)	53,90%	71,43%	67,53%	61,69%	61,69%	62,34%	70,78%	75,97%	68,83%	64,29%	61,69%	58,44%
1996	Moyenne	10,60%	20,40%	23,18%	26,36%	25,29%	27,70%	10,63%	20,27%	23,10%	25,60%	23,87%	25,38%
	Médiane	7,26%	15,87%	15,52%	20,12%	17,14%	19,25%	7,55%	14,92%	13,86%	18,39%	16,43%	22,18%
	Ecart type	15,67%	23,58%	31,44%	42,60%	38,89%	40,24%	15,74%	23,62%	31,16%	41,35%	36,71%	38,52%
	Minimum	10,39%	-13,99%	-15,19%	-19,00%	-18,09%	-19,53%	-10,76%	-14,18%	-13,42%	-13,84%	-14,04%	-20,96%
	Maximum	74,32%	101,45%	132,19%	195,08%	163,96%	162,89%	74,21%	100,53%	129,33%	190,05%	149,37%	146,12%
	Entreprises sous évaluées (%)	70,00%	83,33%	73,33%	73,33%	76,67%	83,33%	80,00%	83,33%	73,33%	76,67%	73,33%	70,00%
1997	Moyenne	10,69%	18,51%	21,24%	21,19%	22,36%	26,03%	10,94%	19,02%	21,34%	21,03%	21,18%	24,53%
	Médiane	8,76%	15,40%	17,96%	18,48%	16,97%	22,03%	9,47%	15,56%	17,06%	17,61%	14,24%	22,97%
	Ecart type	12,85%	23,48%	27,14%	29,97%	30,77%	37,35%	12,74%	22,40%	26,62%	29,21%	29,87%	37,05%
	Minimum	-3,84%	-25,47%	-26,83%	-31,81%	-32,45%	-38,55%	-0,83%	-20,10%	-23,02%	-24,11%	-29,31%	-32,75%
	Maximum	51,20%	79,22%	82,38%	84,61%	100,00%	143,11%	52,57%	77,27%	83,44%	80,83%	94,52%	143,08%
	Entreprises sous évaluées (%)	65,79%	76,32%	81,58%	73,68%	78,95%	78,95%	84,21%	84,21%	73,68%	71,05%	73,68%	71,05%
1998	Moyenne	4,92%	5,18%	3,30%	1,25%	1,10%	-0,85%	5,09%	6,17%	4,90%	4,94%	5,60%	7,40%
	Médiane	2,32%	3,44%	3,34%	0,00%	-2,35%	-1,39%	2,30%	4,35%	4,96%	3,55%	5,53%	4,55%
	Ecart type	8,79%	13,97%	14,98%	13,16%	19,40%	18,90%	8,90%	13,46%	15,09%	14,49%	20,30%	19,31%
	Minimum	-5,53%	-18,76%	-19,94%	-14,47%	-26,02%	-31,31%	-4,59%	-14,63%	-21,83%	-17,48%	-26,84%	-15,38%
	Maximum	41,54%	50,67%	53,32%	44,40%	72,00%	60,01%	41,63%	50,28%	53,39%	49,70%	80,72%	77,00%
	Entreprises sous évaluées (%)	55,56%	70,37%	62,96%	44,44%	40,74%	37,04%	81,48%	74,07%	74,07%	59,26%	62,96%	62,96%
1999	Moyenne	0,63%	6,77%	8,79%	9,93%	7,95%	3,99%	0,63%	6,16%	7,75%	8,02%	4,71%	-0,76%
	Médiane	0,00%	2,72%	1,12%	0,32%	-0,97%	0,00%	-0,21%	1,69%	1,04%	-2,77%	-2,46%	-5,80%
	Ecart type	5,44%	19,49%	26,54%	31,32%	30,92%	29,67%	5,33%	19,48%	26,62%	30,59%	30,03%	29,27%
	Minimum	-9,75%	-25,86%	-22,51%	-16,29%	-22,50%	-33,13%	-10,22%	-25,50%	-23,58%	-18,32%	-28,28%	-46,04%
	Maximum	16,70%	69,10%	95,35%	127,91%	123,26%	103,72%	16,38%	67,84%	93,41%	121,48%	112,43%	91,70%
	Entreprises sous évaluées (%)	30,77%	57,69%	61,54%	53,85%	46,15%	46,15%	38,46%	61,54%	57,69%	42,31%	42,31%	30,77%

SUITE ANNEXE 1.2 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE SECOND MARCHÉ (DETAIL PAR ANNEE)

2000	Moyenne	9,22%	11,34%	6,29%	4,78%	5,86%	10,98%	8,83%	11,22%	5,91%	5,64%	6,08%	10,06%
	Médiane	1,86%	2,94%	0,00%	4,76%	2,00%	1,18%	1,23%	4,33%	0,40%	3,02%	4,34%	-1,16%
	Ecart type	19,80%	27,35%	16,93%	14,20%	13,75%	24,30%	19,95%	27,54%	18,87%	17,88%	15,42%	23,66%
	Minimum	-7,63%	-13,94%	-5,46%	-22,54%	-15,25%	-13,51%	-8,17%	-18,49%	-8,36%	-22,38%	-17,64%	-17,26%
	Maximum	60,79%	95,07%	60,31%	43,61%	32,42%	70,21%	60,95%	93,67%	65,20%	49,60%	35,36%	60,65%
	Entreprises sous évaluées (%)	66,67%	80,00%	46,67%	66,67%	66,67%	66,67%	73,33%	80,00%	66,67%	66,67%	66,67%	53,33%
2001	Moyenne	7,95%	12,01%	10,66%	11,73%	12,25%	14,24%	7,46%	11,59%	10,79%	12,40%	13,49%	14,84%
	Médiane	0,00%	8,33%	8,89%	12,71%	7,78%	11,11%	-0,32%	12,93%	10,84%	12,63%	11,81%	14,95%
	Ecart type	14,63%	12,12%	14,85%	13,05%	18,19%	17,24%	14,42%	12,79%	15,12%	12,63%	15,02%	15,63%
	Minimum	-2,78%	0,00%	-12,44%	-12,69%	-15,66%	-12,77%	-2,12%	-4,50%	-11,18%	-8,35%	-12,27%	-7,47%
	Maximum	38,52%	36,63%	35,24%	26,64%	42,42%	39,39%	37,62%	36,51%	36,66%	31,75%	31,78%	38,79%
	Entreprises sous évaluées (%)	42,86%	85,71%	85,71%	85,71%	85,71%	85,71%	42,86%	85,71%	71,43%	85,71%	85,71%	85,71%
2002	Moyenne	-0,01%	-6,64%	-1,76%	-3,77%	-6,60%	-5,94%	-0,05%	-6,36%	0,78%	-2,07%	-4,50%	-2,15%
	Médiane	0,00%	-5,60%	-2,96%	-6,57%	-9,67%	-6,65%	-0,38%	-5,68%	-3,54%	-8,24%	-11,30%	-11,78%
	Ecart type	5,41%	18,90%	20,67%	19,90%	15,77%	18,26%	4,78%	19,04%	20,47%	18,97%	16,68%	19,94%
	Minimum	-8,39%	-36,17%	-30,56%	-35,64%	-27,90%	-31,03%	-6,74%	-36,43%	-24,71%	-25,51%	-20,74%	-21,47%
	Maximum	8,72%	13,28%	30,47%	24,22%	18,59%	20,63%	8,15%	12,92%	31,36%	23,87%	21,34%	27,52%
	Entreprises sous évaluées (%)	16,67%	50,00%	50,00%	33,33%	33,33%	33,33%	50,00%	50,00%	50,00%	33,33%	33,33%	33,33%
2004	Moyenne	0,00%	-0,47%	-0,89%	-1,33%	-5,38%	-1,86%	0,21%	0,31%	0,73%	1,75%	-1,49%	0,76%
	Médiane	0,00%	-1,28%	-0,56%	-0,85%	-7,65%	-3,11%	0,19%	0,22%	0,24%	1,62%	-3,20%	-0,17%
	Ecart type	0,00%	3,13%	5,94%	5,03%	9,26%	7,87%	0,29%	2,83%	5,67%	4,90%	8,68%	7,70%
	Minimum	0,00%	-4,19%	-8,14%	-9,07%	-17,44%	-8,69%	-0,24%	-2,83%	-6,95%	-5,27%	-11,33%	-6,03%
	Maximum	0,00%	4,42%	5,10%	4,94%	7,79%	10,65%	0,54%	4,64%	6,97%	8,23%	12,37%	13,76%
	Entreprises sous évaluées (%)	0,00%	20,00%	40,00%	20,00%	20,00%	20,00%	80,00%	60,00%	60,00%	80,00%	20,00%	40,00%

Ce tableau présente la moyenne et la médiane des rendements anormaux ajustés et non-ajustés des introductions en bourse pour l'ensemble de la période 1996-2004 sur le Nouveau Marché Français. Les rendements sont mesurés sur différentes périodes : le 1^{er}, 5^{ème}, 10^{ème}, 20^{ème} et 40^{ème} jour des négociations.

ANNEXE 1.3 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE MARCHE FRANÇAIS (DETAIL PAR ANNEE)

		Rentabilité initiale non ajustée (%)						Rentabilité initiale ajustée (%)					
		1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour	1 ^{er} Jour	5 ^{ème} jour	10 ^{ème} jour	20 ^{ème} jour	30 ^{ème} jour	40 ^{ème} jour
1996-2004	Moyenne	10,54%	17,35%	17,92%	20,09%	21,31%	23,42%	10,61%	17,46%	18,55%	20,79%	21,07%	22,70%
	Médiane	0,02%	6,36%	5,10%	5,56%	5,00%	4,22%	0,89%	7,48%	6,33%	7,85%	7,41%	8,96%
	Ecart type	27,61%	38,57%	42,78%	55,22%	56,94%	67,98%	27,84%	33,05%	39,81%	49,41%	49,22%	55,57%
	Minimum	-24,85%	-36,17%	-32,18%	-52,96%	-55,56%	-51,97%	-41,73%	-36,43%	-30,46%	-34,76%	-46,06%	-49,60%
	Maximum	240,91%	367,62%	319,05%	588,89%	433,65%	687,30%	244,19%	225,53%	272,57%	533,28%	388,81%	516,07%
	Entreprises sous évaluées (%)	53,50%	68,09%	63,83%	60,79%	58,05%	59,88%	67,78%	72,95%	69,00%	66,87%	65,35%	62,61%
1996	Moyenne	9,19%	15,71%	18,06%	19,05%	19,21%	22,63%	9,31%	16,19%	18,57%	21,13%	21,85%	24,86%
	Médiane	3,91%	10,08%	12,12%	10,81%	11,01%	12,36%	3,11%	12,38%	12,89%	12,51%	14,49%	16,06%
	Ecart type	14,49%	21,65%	28,44%	38,71%	38,08%	45,95%	14,64%	21,83%	27,74%	36,36%	34,98%	41,03%
	Minimum	-10,39%	-19,04%	-21,91%	-26,40%	-27,00%	-30,06%	-10,76%	-18,49%	-17,67%	-19,01%	-19,10%	-20,96%
	Maximum	74,32%	101,45%	132,19%	195,08%	163,96%	213,63%	74,21%	100,53%	129,33%	190,05%	149,37%	192,23%
	Entreprises sous évaluées (%)	70,83%	79,17%	70,83%	64,58%	64,58%	72,92%	75,00%	81,25%	75,00%	79,17%	77,08%	75,00%
1997	Moyenne	9,88%	17,94%	19,46%	19,45%	22,09%	27,46%	9,95%	18,43%	19,92%	18,81%	21,42%	25,80%
	Médiane	0,85%	12,89%	11,66%	12,66%	14,49%	16,51%	1,97%	12,98%	14,06%	14,00%	13,56%	18,71%
	Ecart type	15,78%	25,39%	28,56%	32,96%	35,63%	47,00%	15,38%	23,21%	27,76%	31,64%	34,08%	45,80%
	Minimum	-9,08%	-25,47%	-26,83%	-31,81%	-32,45%	-38,55%	-8,53%	-20,10%	-23,02%	-28,66%	-29,31%	-32,75%
	Maximum	73,77%	93,45%	85,23%	116,41%	134,41%	239,21%	70,44%	77,27%	83,44%	109,29%	121,99%	228,33%
	Entreprises sous évaluées (%)	62,07%	74,14%	72,41%	68,97%	70,69%	74,14%	72,41%	81,03%	68,97%	65,52%	68,97%	65,52%
1998	Moyenne	5,84%	18,24%	15,28%	16,17%	16,17%	12,40%	6,02%	16,30%	15,33%	15,71%	16,39%	15,79%
	Médiane	0,01%	5,44%	5,10%	5,05%	3,22%	2,15%	0,95%	6,16%	5,73%	6,63%	6,57%	6,85%
	Ecart type	13,59%	48,85%	33,81%	37,11%	41,08%	40,09%	13,92%	30,88%	32,97%	35,14%	38,16%	35,54%
	Minimum	-24,85%	-18,76%	-32,18%	-39,44%	-26,02%	-51,97%	-24,80%	-16,03%	-26,66%	-34,76%	-32,14%	-37,84%
	Maximum	68,97%	367,62%	139,97%	166,65%	230,95%	209,55%	69,94%	140,93%	142,55%	172,07%	197,80%	170,67%
	Entreprises sous évaluées (%)	54,29%	74,29%	70,00%	62,86%	57,14%	52,86%	71,43%	72,86%	74,29%	67,14%	68,57%	67,14%
1999	Moyenne	9,77%	19,86%	27,86%	35,94%	36,48%	45,33%	8,91%	17,79%	24,67%	28,07%	25,35%	27,95%
	Médiane	0,00%	3,07%	2,90%	4,18%	3,23%	2,31%	0,05%	2,98%	3,07%	2,31%	0,21%	-2,32%
	Ecart type	28,43%	45,16%	69,00%	97,72%	89,39%	123,72%	28,97%	40,95%	62,33%	82,54%	75,12%	93,02%
	Minimum	-9,75%	-25,86%	-22,51%	-25,00%	-34,17%	-43,71%	-41,73%	-25,50%	-23,58%	-21,37%	-39,96%	-46,04%
	Maximum	134,92%	252,67%	319,05%	588,89%	433,65%	687,30%	133,26%	225,53%	272,57%	533,28%	388,81%	516,07%
	Entreprises sous évaluées (%)	31,03%	60,34%	62,07%	60,34%	53,45%	58,62%	51,72%	60,34%	62,07%	55,17%	53,45%	46,55%

SUITE ANNEXE 1.3 : SOUS EVALUATIONS INITIALES OBSERVEES ENTRE 1996 ET 2004 SUR LE MARCHE FRANÇAIS (DETAIL PAR ANNEE)

2000	Moyenne	21,28%	21,61%	17,90%	21,19%	25,71%	24,45%	21,81%	24,57%	21,07%	27,77%	27,99%	27,38%
	Médiane	2,56%	4,76%	1,33%	3,26%	2,00%	1,06%	5,07%	7,07%	4,18%	10,60%	7,07%	9,13%
	Ecart type	48,11%	45,04%	46,75%	53,73%	67,69%	59,93%	48,42%	44,16%	44,16%	53,21%	58,80%	56,43%
	Minimum	-22,22%	-21,22%	-30,99%	-52,96%	-55,56%	-49,63%	-21,63%	-18,49%	-30,46%	-34,74%	-46,06%	-49,60%
	Maximum	240,91%	225,00%	272,73%	244,55%	324,24%	287,58%	244,19%	217,68%	246,29%	253,67%	334,33%	290,21%
	Entreprises sous évaluées (%)	62,69%	62,69%	52,24%	56,72%	53,73%	55,22%	73,13%	76,12%	67,16%	70,15%	65,67%	59,70%
2001	Moyenne	2,79%	4,30%	1,12%	-3,36%	-6,95%	-4,37%	3,75%	6,61%	7,49%	8,68%	10,10%	15,05%
	Médiane	0,00%	1,90%	-2,86%	-4,86%	-4,86%	-4,76%	-0,32%	5,07%	10,22%	9,22%	11,81%	16,19%
	Ecart type	13,73%	14,26%	16,90%	20,08%	26,08%	26,51%	13,44%	13,96%	15,70%	15,29%	18,11%	21,14%
	Minimum	-14,17%	-16,83%	-26,83%	-39,02%	-53,69%	-51,72%	-12,79%	-14,85%	-19,22%	-17,21%	-18,74%	-21,95%
	Maximum	38,52%	36,63%	35,24%	26,64%	42,42%	39,39%	37,62%	36,51%	36,66%	35,60%	36,71%	61,75%
	Entreprises sous évaluées (%)	33,33%	53,33%	46,67%	46,67%	46,67%	46,67%	46,67%	60,00%	66,67%	66,67%	66,67%	80,00%
2002	Moyenne	1,13%	-3,00%	0,26%	-1,47%	-3,81%	-4,41%	1,13%	-2,75%	2,93%	0,84%	0,34%	-1,57%
	Médiane	0,00%	1,34%	1,17%	-3,17%	-4,63%	-2,33%	0,23%	2,01%	3,71%	-2,08%	1,30%	-5,72%
	Ecart type	5,16%	17,61%	18,15%	17,58%	14,48%	15,69%	4,69%	17,57%	17,90%	17,40%	16,73%	16,89%
	Minimum	-8,39%	-36,17%	-30,56%	-35,64%	-27,90%	-31,03%	-6,74%	-36,43%	-24,71%	-25,51%	-20,74%	-21,47%
	Maximum	8,72%	13,69%	30,47%	24,22%	18,59%	20,63%	8,15%	12,92%	31,36%	23,87%	21,34%	27,52%
	Entreprises sous évaluées (%)	37,50%	62,50%	62,50%	50,00%	50,00%	37,50%	62,50%	62,50%	62,50%	50,00%	50,00%	50,00%
2004	Moyenne	0,00%	-0,47%	-0,89%	-1,33%	-5,38%	-1,86%	0,21%	0,31%	0,73%	1,75%	-1,49%	0,76%
	Médiane	0,00%	-1,28%	-0,56%	-0,85%	-7,65%	-3,11%	0,19%	0,22%	0,24%	1,62%	-3,20%	-0,17%
	Ecart type	0,00%	3,13%	5,94%	5,03%	9,26%	7,87%	0,29%	2,83%	5,67%	4,90%	8,68%	7,70%
	Minimum	0,00%	-4,19%	-8,14%	-9,07%	-17,44%	-8,69%	-0,24%	-2,83%	-6,95%	-5,27%	-11,33%	-6,03%
	Maximum	0,00%	4,42%	5,10%	4,94%	7,79%	10,65%	0,54%	4,64%	6,97%	8,23%	12,37%	13,76%
	Entreprises sous évaluées (%)	0,00%	20,00%	40,00%	20,00%	20,00%	20,00%	80,00%	60,00%	60,00%	80,00%	20,00%	40,00%

Ce tableau présente la moyenne et la médiane des rendements anormaux ajustés et non-ajustés des introductions en bourse pour l'ensemble de la période 1996-2004 sur le Marché Français. Les rendements sont mesurés sur différentes périodes : le 1^{er}, 5^{ème}, 10^{ème}, 20^{ème} et 40^{ème} jour des négociations.

ANNEXE 4.1 : FICHE D'IDENTIFICATION D'EXPERTS

	Cadre réservé Date : Code Expert :
FICHE D'IDENTIFICATION	
<u>VOS REFERENCES :</u>	
Société :	
Nom :	
Prénom :	
Titre :	
Adresse :	
Téléphone :	
Fax :	
E_mail :	
<u>VOTRE PROFIL :</u>	
1 Quelle fonction occupez-vous ?	Analyste sell-side <input type="checkbox"/> Analyste buy-side <input type="checkbox"/> Gestionnaire de portefeuille <input type="checkbox"/>
<i>Si vous êtes analyste :</i>	
Quelle est votre ancienneté moyenne dans le domaine de l'analyse financière ?	0 à 3 ans <input type="checkbox"/> 4 à 10 ans <input type="checkbox"/> + de 10 ans <input type="checkbox"/>
Avez-vous une expérience professionnelle antérieure à l'analyse financière ?	Oui <input type="checkbox"/> Non <input type="checkbox"/>
<i>Si vous êtes Gestionnaire de portefeuille :</i>	
Quelle est votre ancienneté moyenne dans le domaine de gestion de portefeuille ?	0 à 3 ans <input type="checkbox"/> 4 à 10 ans <input type="checkbox"/> + de 10 ans <input type="checkbox"/>
Avez-vous une expérience professionnelle antérieure dans l'analyse financière ?	Oui <input type="checkbox"/> Non <input type="checkbox"/> Durant _____ années
2- Dans combien de secteurs exercez-vous votre activité ?	1 à 5 <input type="checkbox"/> 6 à 10 <input type="checkbox"/> + de 10 <input type="checkbox"/>
Précisez les principaux secteurs :	
3- Combien d'entreprises suivez-vous en moyenne ?	1 à 10 <input type="checkbox"/> 11 à 20 <input type="checkbox"/> + de 20 <input type="checkbox"/>
4- Dans quel type d'organisation exercez-vous vos fonctions ?	
Société de bourse	<input type="checkbox"/>
Banque	<input type="checkbox"/>
bureau d'analyse indépendant	<input type="checkbox"/>
Investisseur indépendant	<input type="checkbox"/>
Autres	<input type="checkbox"/>
	Précisez :

ANNEXE 4.2 : INFORMATIONS PRESENTEES AUX EXPERTS LORS DU PREMIER ENTRETIEN

Cadre réservé
Date :
Code Expert :

Direction et encadrement de l'entreprise

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Ressources Humaines

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Ressources innovatrices

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Ressources Organisationnelles

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Le capital client

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Compétence du cadre dirigeant	<input type="checkbox"/>						
Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	<input type="checkbox"/>						
Capacité de maintien des salariés dans l'entreprise	<input type="checkbox"/>						
Présence de comités spécialisés (Audit, rémunération, ...)	<input type="checkbox"/>						
Présence d'administrateurs indépendants	<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Productivité des ressources humaines	<input type="checkbox"/>						
Stabilité des compétences dans l'entreprise	<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Investissements en R&D	<input type="checkbox"/>						
Productivité de la R&D	<input type="checkbox"/>						
Position dominante en recherche	<input type="checkbox"/>						
Valeur commerciale des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	<input type="checkbox"/>						
Bénéfices tirés des licences ou droit de propriété intellectuelle	<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Qualité de la structure organisationnelle	<input type="checkbox"/>						
Efficacité des systèmes d'informations	<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Position concurrentielle dominante	<input type="checkbox"/>						
Appréciation de la qualité de la concurrence	<input type="checkbox"/>						
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	<input type="checkbox"/>						
Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Part de Marché de l'entreprise	<input type="checkbox"/>						
Appréciation de la rentabilité des clients	<input type="checkbox"/>						
Satisfaction du capital client	<input type="checkbox"/>						
Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	<input type="checkbox"/>						
Fidélisation de la clientèle	<input type="checkbox"/>						

Cadre réservé
Date :
Code Expert :

ANNEXE 4.3 : INFORMATIONS PRESENTEES AUX EXPERTS LORS DU DEUXIEME ENTRETEN

Direction et encadrement de l'entreprise

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Ressources Humaines

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Innovation

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Organisation de l'entreprise

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

Le capital client

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

	1	2	3	4	5	6	7
Compétence du cadre dirigeant	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Capacité de maintien des salariés dans l'entreprise	Intégrée dans « stabilité des compétences »						
Présence de comités spécialisés (Audit, rémunération, ...)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Présence d'administrateurs indépendants	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	1	2	3	4	5	6	7
Productivité des ressources humaines	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Stabilité des compétences dans l'entreprise	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	1	2	3	4	5	6	7
Investissements en R&D	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Efficacité de la R&D	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Position dominante en recherche	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Valorisation des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bénéfices tirés des licences ou droit de propriété intellectuelle	Intégrée dans « valorisation licences... »						
	1	2	3	4	5	6	7
Qualité de la structure organisationnelle	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Efficacité des systèmes d'informations	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	1	2	3	4	5	6	7
Position concurrentielle dominante	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Appréciation de la qualité de la concurrence	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Analyse du risque technologique	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	1	2	3	4	5	6	7
Part de Marché de l'entreprise	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Appréciation de la rentabilité des clients	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Satisfaction et fidélisation du capital client	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fidélisation de la clientèle	Intégrée dans « Satisfaction et fidélisation »						

ANNEXE 4.4 : EXEMPLE DE PRESENTATION DE L'OPINION DU GROUPE A UN ANALYSTE FINANCIER (X) LORS DU DEUXIEME ENTRETIEN.

Le tableau ci dessous résume les résultats du premier tour des entretiens. La médiane vous donne une indication sur la concentration des réponses. La note minimale et la note maximale vous donnent une idée sur les réponses extrêmes.

Min Max Moyenne Médiane Votre Note

Direction et encadrement de l'entreprise	3	7	5,57	6	6
Ressources Humaines	2	6	4,00	4	5
Ressources innovatrices	4	7	5,43	5	5
Ressources Organisationnelles	1	7	4,14	4	4
Activité, concurrence et environnement	5	7	6,57	7	6
Clients de l'entreprise	4	6	5,14	5	5

Compétences du cadre dirigeant	3	6	4,86	5	4
Position concurrentielle dominante	4	6	5,14	5	4
Productivité de la R&D	2	5	3,86	4	2
Présence de comités spécialisés (audit, rémunération,...)	2	5	2,86	3	3
Productivité des Ressources humaines	2	4	2,86	3	3
Stabilité des compétences dans l'entreprise	3	5	3,71	4	3
Capacité de l'entreprise à maintenir des salariés dans l'entreprise	3	5	3,71	4	3
Appréciation de la rentabilité des clients	2	6	4,29	4	4
Position dominante en recherche	1	6	4,14	4	3
Bénéfices tirés des licences ou droit de propriété intellectuelle	1	4	3,00	3	3
Investissements en R&D	3	6	4,43	4	4
Efficacité des systèmes d'informations	0	5	2,43	3	4
Présence d'administrateurs indépendants	1	5	2,71	2	4
Part de marché de l'entreprise	3	7	5,00	5	4
Appréciation de la qualité de la concurrence	4	6	5,00	5	4
Qualité de la structure organisationnelle	2	5	3,43	3	4
Fidélisation de la clientèle	3	6	4,57	5	4
Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	3	6	5,00	5	4
Bénéfices tirés des partenariats et alliances	2	6	3,86	4	4
Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talents	3	5	4,29	5	5
Satisfaction du capital client	3	5	4,57	5	5
Valeur commerciale des licences ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	3	5	4,14	4	4
Analyse la dépendance vis-à-vis des clients	3	6	4,71	5	5

ANNEXE 5.1: EXEMPLE DE GRILLE DE NOTATION

« P_i » le poids accordé par les experts à chacune des composantes du capital immatériel (ces composantes ont été préalablement définies au chapitre 2 de la thèse suite à une enquête auprès du marché financier); "C" les différentes composantes du capital immatériel (elles sont au nombre de 6), « p_i » ; le poids accordé par les experts à chaque information sur le capital immatériel (plusieurs informations sont retenues pour caractériser chacune des composantes du capital immatériel); « **Information** » les différentes informations sur le capital immatériel retenus par les experts comme étant les plus utiles pour révéler la qualité d'une entreprise; « **Significativité** » la significativité de l'information par rapport aux caractéristiques de l'entreprise; « **note Dinfo** » = p_i / nombre de détails informationnels; « **échelle** » les différents détails informationnels (définis par les experts) caractérisant chaque information; « **détails** » les principaux points de la communication de l'entreprise; « **qualité** » la qualité de la publication de chaque détail informationnel (b signifie une information correspondant à l'attente des experts et précise; m signifie une information correspondant aux attentes des experts mais non précise ou incomplète, 0 signifie une absence de l'information); « **note entreprise** » = note détail informationnel si la qualification de la note est « b », = (note détail informationnel)/2 si la qualification de la note est « m » sinon 0; **S1,S2, S3, S4, S5 et S6** les scores attribués à l'entreprise en fonction de leur publication, ces scores se calculent par le ratio "Total des points récoltés par l'entreprise pour chaque catégorie/ Total maximum des points que l'entreprise peut obtenir en fonction de ces caractéristiques"

Date d'introduction en bourse	12/03/2002
Secteur d'activité	ingénierie informatique
Chp_6 direction et CA	4
Taille prospectus	144
Pages consacrées à l'activité	36
Nom	Entreprise X

Cette colonne précise la significativité de l'information par rapport aux caractéristiques de l'entreprise : le but est de ne pas sanctionner une entreprise du fait d'une non publication alors qu'à la base elle n'est pas concernée par cette information.

Cette colonne nous permet de mieux qualifier l'information publiée par l'entreprise. (b,m,0)
En procédant à la notation, il nous est avéré que la qualité du détail informationnel attendu diffère d'une entreprise à une autre.

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
----	---	----	-------------	-----------------	------------	---------	---------	---------	-----------------	--------------------------------------	------

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
5,83	Direction et encadrement de l'entreprise	6,02	INFO_1 Compétences du cadre dirigeant	Indépendant de l'activité	1,505	1. Référence directe à l'information	oui	b	1,505	Rubrique Ressources/ sous rubrique management+ Risques départ hommes clefs	3,681
					1,505	2. Justification de la compétence à l'aide d'indicateurs classiques (Age, Nombre d'années d'exercice de la profession...)	Age, CV	m	0,753		
					1,505	3. Référence aux autres atouts du dirigeant : Exploits antérieurs ou réalisations reconnues...		0	0,000		
					1,505	4. maîtrise de la Dépendance à l'égard du cadre dirigeant (Principes de management, mesures prises par entreprise, justifications: absence de turnover; implication des dirigeants dans l'entreprise)	Equipe et non une personne clef (miser sur transmission de savoir; fortes implications des dirigeants dans l'entreprise 51% participation	b	1,505		
		5,21	INFO_2 Capacité de l'entreprise à attirer les personnes de talents	Indépendant de l'activité	1,737	1. Référence directe à l'information	pas de référence directe... mais plus tard présentation du recrutement	0	0,000	Rubrique Ressource/ Sous rubrique gestion des ressources humaines	0,868
					1,737	2. Justification (Moyens mis en œuvre pour atteindre cet objectif : descriptif concret et convaincant. Exemple. : Politique de recrutement ; gestion personnalisée de carrières ...Appréciation de l'entreprise par le marché : exp des classifications par des écoles dans le secteur. présence sur forums.		0	0,000		
						3. Données chiffrées exprimant l'aboutissement de la politique :		0			
					0,868	3.1 évolution du recrutement dans le temps	oui (sur trois ans)	b	0,868		
					0,868	3.2 évolution du recrutement par rapport au secteur			0,000		

	3,29	INFO_3 Composition et fonctionnement du conseil d'administration	Du fait des obligations légales, certaines entreprises ne possèdent pas de comités spécialisés	0,823	1, descriptif du CA avec min d'infos sur les administrateurs	Très peu d'informations/ la description n'est pas compétente.	m	0,411	Chap. 6 : Direction de l'entreprise	1,234
				0,823	2. présence d'administrateurs indépendants avec Précision des critères d'indépendances retenus.	non	0	0,000		
				0,823	3 Présence de comités spécialisés (rôle et fonctions de ces comités)	oui	b	0,823		
				0,823	4. éventuelles influences sur la performance de l'entreprise	non	0	0,000		
	4,67	INFO_4 Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires	Indépendant de l'activité	1,557	Politique de rémunération : chiffres clefs	Chiffre globale non détaillé par personne	m	0,778	0,778	
				1,557	Descriptif de l'évolution de la politique de rémunération	non	0	0,000		
				1,557	Explication de l'évolution de la politique (enrichissement de l'entreprise) et éventuels liens avec la performance.	non	0	0,000		

= somme des notes attribuées aux différentes informations caractérisant chaque composante du Capital immatériel. (Dans ce Cas les notes attribuées aux INFO_1,2,3 et 4 qui caractérisent la "Direction et Encadrement de l'entreprise")

Total Entreprise	6,643
total max selon caractéristiques	19,190
S1	0,346

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
4,19	Ressources Humaines	4,01	INFO_5 Productivité des Ressources Humaines	Indépendant de l'activité	1,003	1. Référence directe à l'information	oui	b	1,003	Rubrique Ressource/ Sous rubrique gestion des ressources humaines	3,008
					1,003	2. justification des compétences à l'aide d'indicateurs classiques et reconnus (âge moyen, proportion d'expert dans l'entreprise, niveau de formation initiale, expérience par experts...)	proportion internes % sous traitance... partie très peu développée	m	0,501		
					1,003	3. Justification à l'aide d'indicateurs élaborés développés par l'entreprise (indicateurs de productivité, des taux d'activités ...)	taux d'activité de 80% comparaison de ce que rapporte un salarié % coût salarial (3,9 contre 1,6)	b	1,003		
					1,003	4. moyens mis en œuvre par l'entreprise pour maintenir et améliorer cette efficacité (investissements en formation ...)	2,5 j/100 pour la formation	m	0,501		
		4,79	INFO_6 Stabilité des ressources humaines	Indépendant de l'activité	1,198	1. Référence directe à l'information (stabilité ou non)	oui (référence non appuyée)	m	0,599	Rubrique Ressource/ Sous rubrique gestion des ressources humaines	2,994
					1,198	2. Justification de la stabilité : taux de rétention du personnel, turnover...	turnover 2,5%	m	0,599		
					1,198	3. Références aux programmes de fidélisation	mise en place de Business Unit (pour réactivité), taille humaine, participation au K stock option	b	1,198		
					1,198	4. Références aux programmes de transmission de savoir.	oui: mise en place d'une procédure interne de transmission de savoir	m	0,599		

Correspond à la somme des coefficients des informations correspondant une même catégorie d'informations (dans ce cas: De INFO_5 et l'INFO_6).

Total Entreprise	6,001
Total max selon caractéristiques	8,800
S2	0,682

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note			
5,12	Innovation	5,16	INFO_7 Investissement en R&D	Concerne la plupart des entreprises qui ont décidé d'externaliser ou d'internaliser cette fonction. Pour une partie des entreprises informatiques, l'information n'est pas spécialement claire.	1,823	1. Référence directe à l'information (nature des investissements couverts par la R&D)	domaines couverts	b	1,720		2,580			
					2. chiffrage des investissements :									
					0,912	2.1 descriptions générales	3% du temps des salariés en R&D; 4% du CA	b	0,860					
					0,912	2.2 évolutions dans le tps et par rapport au secteur		0	0,000					
					1,823	3. Politique d'investissement de l'entreprise : Prévisions des investissements dans les années à venir		0	0,000					
		5,42	INFO_8 Efficacité de la R&D	Concerne la plupart des entreprises qui ont décidé d'externaliser ou d'internaliser cette fonction. Pour une partie des entreprises informatiques, l'information n'est pas spécialement claire.	1,807	1. Référence à l'information (référer à des résultats des investissements, un plus...)	oui	b	1,807	Descriptifs produits SWORD	3,613			
					1,807	2. Justification par des données statiques.	résultats décrits (Chiffrés en années Hommes)	b	1,807					
					3. Bénéfices pour l'entreprise									
					0,903	3.1 : Descriptif des bénéfices obtenus par l'entreprise : mettre en avant le savoir-faire acquis, la meilleure productivité ou encore les gains de part de marché		0	0,000					
					0,903	3.2 Chiffrage des bénéfices : revenus générés, contribution aux chiffres d'affaire, à la marge...		0	0,000					

	5,67	INFO_9 Position dominante en recherche	Pour les entreprises ayant opté pour des projets de recherche en interne. (difficile de la prouver dans les cas d'entreprises informatiques)	1,890	1. Des dires clairs sur la réalité de la position dominante en Recherche	non	0	0,000	0,000
				1,890	2. Justification de cette position par des Données chiffrées		0	0,000	
				1,890	3. Moyens mis en œuvre pour maintenir cette position		0	0,000	
	5,11	INFO_10 Valorisation des licences, brevets ou droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise	Cette information peut ne pas concerner certaines entreprises qui innovent pour le compte de tiers. Certaines entreprises informatiques sont dans ce cas.	1,703	1. Référence directe à l'information	Cette information ne concerne que partiellement l'entreprise. Le développement de vente de licence relève dans ce cas de la conquête de parts de marché	NC	0,000	NC
				1,703	2. Justification de la valeur commerciale attribuée à ces biens et bénéfices tirés (vente de licences, revenus supplémentaires...)		NC	0,000	
				1,703	3. politique de développement (amélioration augmentation de vente de licences, réduction ... et justification de la politique		NC	0,000	

Correspond à la somme des coefficients des informations correspondant une même catégorie d'informations (dans ce cas: De INFO_7 jusqu'à l'INFO_9). L'INFO_10 ne concerne pas l'entreprise dans le sens ou elle peut se confondre avec le développement de part de marché

Total Entreprise	6,193
Total max selon caractéristiques	16,250
S3	0,381

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
3,91	Organisation de l'entreprise	1,00	Pour cette catégorie d'information, les experts n'ont pas retenus d'informations pour qualifier l'organisation : la justification de la qualité, l'efficacité et la pérennité de l'organisation sont laissés à l'initiative de l'entreprise	Oui	0,250	1. référence directe à l'information	oui/ organigramme/ évolution sur 2 ans/ organisation du travail	b	0,250	Dans l'intro avec l'organisation juridique + organisation fonctionnelle dans Rubrique "ressources" / sous rubrique "Organisation"	0,750
					0,250	2. reconnaissance de la qualité de l'organisation ; Objectifs de l'organisation ; Descriptif du fonctionnement et clefs de réussite ou avantage d'une telle organisation	mise en place de procédure interne de qualité en adéquation avec la norme iso 9001	b	0,250		
					0,250	3. Efficacité de l'organisation : gains constatés, amélioration dans le travail ...	réduction du risque commercial du fait de l'application de la norme de qualité interne (chiffres à l'appui)	b	0,250		
					0,250	4. Justification de sa pérennité		0,000	0,000		

Total Entreprise	0,750
Total max selon caractéristiques	1,000
S4	0,750

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
6,26	Connaissance de l'activité...	5,49	INFO_11 Position concurrentielle dominante	Indépendant de l'activité	1,830	1. des dires clairs sur la réalité de la position concurrentielle dominante	position de leader	b	1,830	sous rubrique pour exposer la position de leader	2,745
					1,830	2. Justification de la position concurrentielle dominante (des données chiffrées, clientèle de choix)	Justifications essentiellement axées sur la clientèle/ sans aucune réf au positionnement de la concurrence	m	0,915		
					1,830	3. Moyens mis en œuvre pour maintenir cette position		0	0,000		
		5,62	INFO_12 Appréciation de la qualité de la concurrence	Indépendant de l'activité	1,873	1. référence directe à l'information (appréciation de la concurrence)	présentation des concurrents par secteurs d'activité	b	1,873	Rubrique : Analyse de l'environnement commercial : sous rubrique concurrence	3,747
					1,873	2. justification (une mesure chiffrée ou par exemple un Descriptif du Positionnement ou les atouts du positionnement de l'entreprise)	taux de réussite dans les appels d'offres % à ces concurrents (dépasse 50% plus de 80% dans une niche particulière)	b	1,873		
					1,873	3. Démarches développées pour contrer et atténuer la concurrence (ambitions de l'entreprise et mesures mises en place)	n'envisage pas de risque	0	0,000		
		5,42	INFO_13 Bénéfices tirés des partenariats et alliance	Indépendant de l'activité	1,807	1. référence directe à l'item : descriptif et explicatif des bénéfices pour l'entreprise	détails des partenariats	b	1,807	4,517	
					1,807	2. valorisation du partenariat : nature du partenariat durable ou pas ?	plusieurs types de partenariats dont des durables parce que mutuelles	b	1,807		
					1,807	3. descriptif et éventuellement données chiffrées des bénéfices éventuels	impact de certains partenariats sur CA	m	0,903		

4,1	INFO_14 Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise	Indépendant de l'activité	2,050	1. référence directe à l'information (analyse et qualification des risques et non un descriptif)	oui	m	1,025	1,0255
			2,050	2. Démarches développées pour contrer ces risques			0,000	
5,61	INFO_15 Analyse du risque technologique	oui pour les entreprises de notre échantillon	1,870	1. Analyse et qualification du risque technologique	oui / uniquement le risque présent ... ne parle pas de l'évolution de ce risque	m	0,935	1,870
			1,870	2. Appréciation de son impact sur l'entreprise (chiffrage éventuel des risques; Vitesse d'apparition des nouvelles technologies...) ou		0	0,000	
			1,870	3. Politique de l'entreprise pour contrer ces risques ou les réduire.	maîtrise du risque actuel (ne communique pas autour d'une politique futur mais uniquement actuelle)	m	0,935	

Total Entreprise	13,903
Total max selon caractéristiques	26,240
S5	0,530

Pi	C	pi	information	Significativité	note Dinfo	échelle	détails	qualité	note entreprise	rubriques ou les infos sont publiées	Note
5,21	Capital client	5,78	INFO_16 Part de marché de l'entreprise	Oui	1,445	1. Référence directe à l'item (présentation chiffrée de la part de marché (chiffre statique) avec définition précise du marché)	présentée en CA	m	0,723	activité	2,168
					1,445	2. Justification de la mesure par la définition de la mesure et éventuellement la méthode de calcul, nature éventuellement les clients les plus importants		0	0,000		
					1,445	3. Croissance de la part de marché, taux de croissance, évolution annuelle ...	taux de croissance sur 2 ans calculé en fonction de la croissance de marché (aucune précision sur les hypothèses de calcul)	m	0,723		
					1,445	4. Perspectives de la part de marché en fonction de la nature, l'étendue et les possibilités d'évolution du marché (se recentrer sur ces métiers de base ou évoluer ? Adaptabilité de l'entreprise aux évolutions	Présentation du marché du point de vu de l'entreprise (pas de détails sur l'évolution du marché) pour évoluer sa part de marché l'entreprise envisage les acquisitions de part de marché	m	0,723		
		5,32	INFO_17 Appréciation de la rentabilité des clients	Oui	1,773	1. Référence directe à l'information	Pas de référence directe mais justification implicite	0	0,000	Rubrique: Analyse environnement commercial/ sous rubrique : clients	0,887
					1,773	2. Répartition du chiffre d'affaires par client ou types de client	répartition par activité	m	0,887		
					1,773	2. moyens mis en œuvre pour améliorer cette rentabilité : moyens commerciaux mis en place, organisation de la vente ...		0	0,000		

	5,91	INFO_18 Fidélisation et Satisfaction de la clientèle	Indépendant de l'activité	1,970	1. Référence directe à l'information	oui	b	1,970	3,940
				1,970	2. Justification (exemple : pas de litiges/ client depuis x années dans l'entreprise)	taux de fidélisation (+explication du calcul du taux)	b	1,970	
				1,970	3. Politique pour maintien ou amélioration de la tendance (enquête auprès de la clientèle, politique de suivi de la clientèle...)		0	0,000	
	5,53	INFO_19 Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients	Indépendant de l'activité	1,383	1. Référence directe à l'information (dépendance ou non dépendance)	oui	b	1,383	2,765
				1,383	2. Justification par un descriptif chiffré (descriptif de la clientèle, parts de marchés par les gros clients, nature des contrats...)	CA par les 10 premiers clients; CA par les 20 premiers clients : faible dépendance	b	1,383	
				1,383	3. Politiques pour amélioration ou maintien de la tendance (évolutions futures)		0	0,000	
				1,383	4. Justification de l'amélioration de la dépendance suite à l'effort de l'entreprise (données chiffrées si réelle amélioration) (évolutions passées)		0	0,000	

Total Entreprise	9,759
Total max selon caractéristiques	22,540
S6	0,433

Score global	15,348
SCORE	0,502

ANNEXE 6.1 : ANALYSE DE SURVIE

L'analyse de Survie est une technique couramment utilisée en Médecine et en Biochimie. Elle a fait son entrée en Finance ces dernières années (Botman et *al.* 2004 ; Kauffman et Wang, 2003 ;...) et reste méconnue des financiers. Le précédent travail de Labégorre (2003) nous a aidés dans la construction de cette annexe.

1. Caractéristiques des données de survie

Ces données comportent deux notions:

- une notion qualitative : le décès (l'entreprise est délistée du marché financier pour des raisons négatives) ou la survie (l'entreprise est toujours cotée en bourse au moment de l'étude)
- une notion quantitative : le moment de la survenue de l'événement : (compté dans notre étude en nombre de mois de vie depuis l'introduction en bourse).

Par ailleurs, ces données sont, par nature incomplètes. En effet, les entreprises de l'échantillon sont soit « délistées » (ayant subi l'événement étudié) soit toujours « cotées » (n'ayant pas subi l'événement) à la fin de la période étudiée. Ces entreprises « vivantes » peuvent subir l'événement comme elles peuvent ne jamais le subir. Les modèles de survie permettent justement de calculer la probabilité d'occurrence d'un événement en fonction du temps de surveillance (période durant laquelle l'entreprise est cotée sur le marché).

Les données se présentent sous la forme suivante

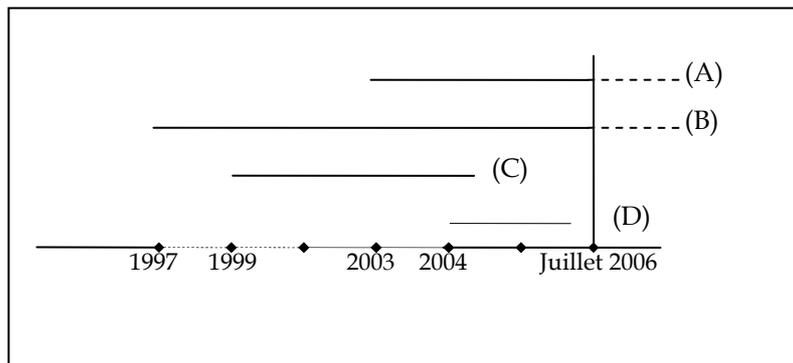
- LA DATE D'ORIGINE : correspond à la date de la première observation ($t=0$). Elle correspond dans notre travail à la date d'introduction en bourse.
- L'ETAT (e_i) est une variable dichotomique qui caractérise la survenue de l'événement. Une entreprise toujours cotée sur le marché financier est codée « 1 » et une entreprise délistée est codée « 0 ». Dans les spécifications de notre modèle, l'évènement « sortie du marché pour des raisons négatives » est codé « 0 »
- LA DATE DES DERNIERES NOUVELLES : est la date de fin des observations : elle correspond au 31 Juillet 2006 pour notre étude.
- LA DUREE DE SURVEILLANCE est égale à la différence entre la date des dernières nouvelles et la date d'origine : elle est exprimée en nombre de mois d'existence dans notre travail.
- LA DATE DE POINT est la date au delà de laquelle on ne tiendra pas compte des informations. Dans notre travail, cette date se confond avec la date des dernières nouvelles soit le 31 Juillet 2006. La définition d'une date de Point, différente de la date

des dernières nouvelles est utile si on veut déterminer la probabilité de faillite au delà de x années d'existence et non à l'issue de la période d'étude.

- LE TEMPS DE PARTICIPATION est la différence entre la date des dernières nouvelles et la date d'origine lorsque la date des dernières nouvelles est antérieure à la date de point. Si par contre la date des dernières nouvelles est postérieure à la date de point, le temps de participation se calcule par la différence entre la date de point et la date d'origine.

L'ensemble de ces données caractérise chacune des entreprises de l'échantillon : nous pouvons ainsi avoir des entreprises censurées et des entreprises non censurées. Celles censurées sont des entreprises dont l'état est inconnu à la date de point. Les entreprises non censurées sont celles qui ont subi l'événement avant la date de point (Cf. exemple sur le graphique ci dessous).

Graphique 6.4 : Exemple de durée de vie



- (A) Observation censurée : entreprise introduite en 2003, toujours en vie à la date de point.
 (B) Observation censurée : entreprise introduite en 1997, toujours en vie à la date de point.
 (C) Observation non censurée : entreprise introduite en 1999 et délistée en 2004.
 (D) Observation non censurée : entreprise introduite en 2004 et délistée en 2006.

2. Lois de Probabilité

La durée de survie (Y) est une variable continue, aléatoire positive ou nulle. Deux fonctions définissent sa loi de probabilité : la fonction de risque et la fonction de survie.

La fonction de risque, notée h , est définie, pour tout t de \mathbb{R}^+ , par :
$$h(t) = \frac{f(t)}{1 - F(t)} = \frac{f(t)}{S(t)}$$

$h(t)$ est la fonction de risque ; $f(t)$ est la densité de probabilité de Y , (Y étant une variable

aléatoire définie dans R^+ ; $F(t)$ est la fonction de répartition de Y . Elle n'est autre que la complémentaire de la fonction de survie $S(t)$. Nous avons ainsi :

$$S(t) = 1 - F(t) = p(Y > t) = 1 - \sum_0^t f(x)dx$$

Avec

$$\left\{ \begin{array}{l} S(0) = 1 \\ \text{et} \\ \lim S(t) = 0 \end{array} \right.$$

Cette fonction (la fonction risque¹⁹⁴) est la dérivée de la probabilité qu'une durée soit comprise entre t et dt , sachant que l'on a atteint la période t . Plus pratiquement il s'agit d'un taux instantané de sortie de l'état à la date t .

3. Table de Survie et Méthode Kaplan Meier

A partir des durées de vie observées des entreprises introduites en bourse, la méthode de Kaplan Meier estime la proportion des entreprises qui survivraient suite à une introduction en bourse sans intervention d'un événement extérieur. L'estimateur est appelé produit-limite et se construit à partir de la table de survie.

Tableau 6.22 : Tableau de survie (Fonction Kaplan Meier appliquée à notre échantillon)

Mois	Exposée	Délistée	$P(\text{délistée})$	$P(\text{Survie})$	e	$P_{cum}(\text{Survie})$
0	107		0	1		1
17,83	107	1	$1/107=0,009$	$1-0.009= 0,9907$	0,0093	$1*0.9907 = 0,9907$
25,77	106	2	$2/106=0,019$	$1-0.019 = 0,9811$	0,0132	$0.9907*0.9811 = 0,9720$
26,53	104	3	$3/104=0,029$	$1- 0.029 = 0,9712$	0,0162	$0.9720*0.9712 = 0,9528$

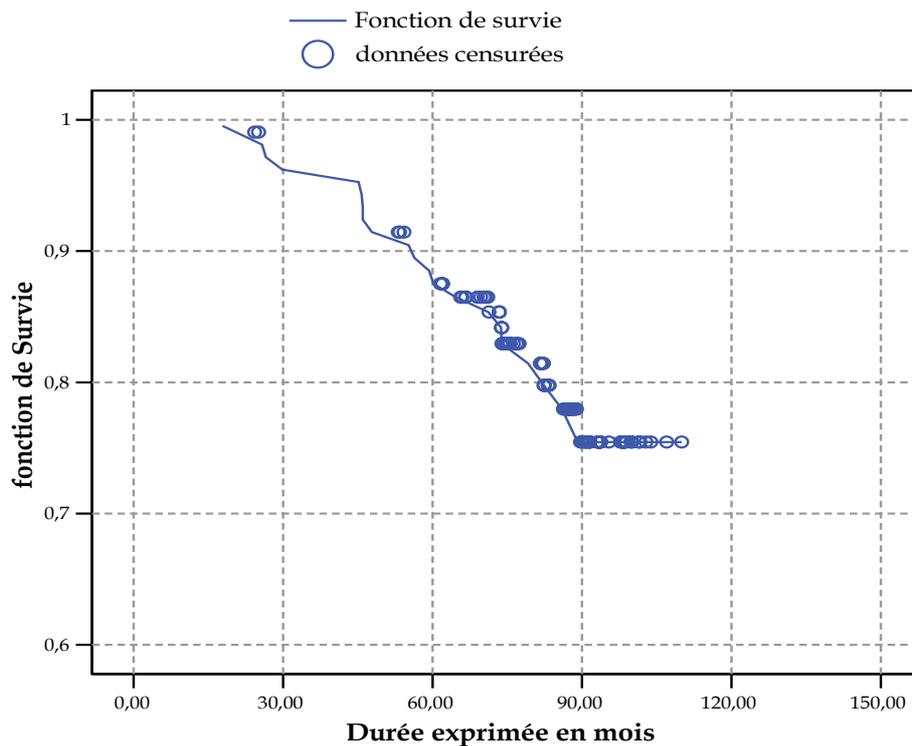
- Mois : Durée en mois entre la date d'entrée dans l'étude et le mois de la survenue de l'événement. Lorsqu'une entreprise est délistée, l'intervalle temps est délimité.
- « Exposée » : Nombre d'entreprises exposées au risque de sortie du marché
- « délistée » : Nombre d'entreprises délistées du marché le mois j

¹⁹⁴ $h(t)$ est le risque instantané d'occurrence de l'événement (dans notre cas l'entreprise est délistée du marché), il est traduit parfois à tort par fonction de hasard (en anglais hazard veut dire risque).

- $P(\text{délistée})$: Probabilité qu'une entreprise soit « délistée » le jour j . Cette probabilité se calcule par la fraction d'entreprises réellement délistée divisée par l'ensemble d'entreprises exposées.
- $P(\text{Survie})$: Probabilité qu'une entreprise soit toujours en vie le jour j
- E : Erreur standard
- $P_{cum}(\text{Survie})$: la probabilité cumulée de survie au jour j . Elle se calcule par le produit des probabilités de survie en $j_0, j_1, j_2 \dots j_n$

Il est possible de représenter graphiquement les données de cette table à travers une courbe qu'on appelle « Courbe de Survie » (Cf. Graphique 6.5). Cela permet une visualisation plus rapide des différentes fonctions de survie.

Graphique 6.5 : Courbe de Survie (Méthode Kaplan Meier)



On peut également séparer le fichier en différentes typologies (variable dichotomique ou polytomique) et comparer les différentes courbes de survie afférentes à chaque groupe. Si la population étudiée a fait l'objet d'une analyse typologique préalable, il peut être très intéressant de comparer les différentes courbes de survie.

Des tests statistiques existent pour conforter l'impression visuelle de différence entre les courbes de survie (Test de log-rank, Breslow et Tarone-Ware). SPSS permet de tester l'hypothèse nulle où toutes les courbes de survie sont identiques (algorithme de LEE & DESU 1972). On rejette l'hypothèse nulle si $p < 0,05$ au risque de 95%.

Dans notre travail une comparaison de survie a été effectuée en fonction de la présence ou de l'absence d'un effort de publication de la part de l'entreprise sur son capital immatériel et également en fonction de la période d'introduction.

4. Modèles non paramétriques : le modèle de Cox

Jusqu'ici, on s'est contenté d'une analyse descriptive des probabilités de survie sans faire intervenir de paramètres pouvant influencer sur ces probabilités de survie. L'apparition de l'événement (entreprise délistée du marché) peut également dépendre de différentes variables (SCORE, CESSION ...).

Dans le modèle de Kaplan Meier, pour tester l'influence d'une variable prédictive, on devait séparer les individus en différents groupes selon cette variable prédictive (obligatoirement catégorielle). Le modèle de Cox permet de pallier à ce handicap en permettant d'évaluer l'effet d'un ensemble de facteurs (appelés covariables) sur la durée de vie. Le modèle de Cox est un modèle de régression où l'on tient compte de ces données dites censurées et où on fait intervenir un ensemble de variables explicatives.

La forme générale du modèle représentée par sa fonction de risque est la suivante :

$$h(t) = [h_0(t)]e^{(\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p)}$$

Où les X_i représentent les covariables. Ces dernières peuvent être des variables continues ou catégorielles.

On aurait pu penser, intuitivement, que la fonction cumulative de survie est le concept qui caractérise le mieux les études de survie. Cependant, on utilise souvent d'autres fonctions, comme la fonction de risque qui représente le taux de décès (pourcentage d'entreprises délistées) à l'instant t .

Le taux de risque n'est pas vraiment une probabilité, mais plutôt un taux de décès par unité de temps, ainsi ce taux n'est pas forcément < 1 . $h_0(t)$ la fonction de risque de base dépend uniquement du temps, tandis que $e(\beta X)$ dépend uniquement de la valeur de la covariable et du coefficient de régression.

Liste des tableaux

Tableau 1.1 : Les motivations et réticences de la prise de décision de l'ouverture du capital au public.....	13
Tableau 1.2 : Synthèse des principales études sur les performances boursières à court terme des titres des sociétés introduites en bourse.....	21
Tableau 1.3 : Évidences internationales sur la performance boursière à long terme	37
Tableau 1.4 : Les sanctions infligées par l'AMF durant l'année 2004.....	47
Tableau 1.5 : Les besoins en informations des investisseurs institutionnels selon le SRI.....	49
Tableau 1.6 : Les Besoins en informations selon le rapport Jenkins	51
Tableau 1.7 : Les mesures les plus appréciées par les investisseurs selon Eccles & Mavrinnac (1995)	52
Tableau 1.8 : Les données financières les mieux et les moins bien appréciées selon Mavrinnac et Siesfeld (1997).....	53
Tableau 1.9 : Place de l'information non financière dans sur le marché (Andrieu et Fortiée, 1998)	55
Tableau 1.10 : Descriptif des méthodes d'estimation des réservations de cotation.....	58
Tableau 1.11 : Statistiques des introductions en bourse sur la place de Paris	60
Tableau 1.12 : Les procédures d'introduction en bourse sur le marché français sur la période 1996-2004.....	63
Tableau 1.13 : Sous évaluations initiales observées entre 1996 et 2004 sur le Marché français (petites et moyennes entreprises)	66
Tableau 2.1 : Classification des immatériels selon Hendriksen et Van Breda (1992).	75
Tableau 2.2 : Classification des immatériels selon Hammerer (1996)	76
Tableau 2.3 : Classification du capital immatériel selon la Stern School of business	78
Tableau 2.4 : Perception du capital immatériel par le marché financier : Guide d'entretien.	83
Tableau 2.5 : Les composantes du capital immatériel telles que décrites dans la littérature	84
Tableau 2.6 : Perception du capital immatériel par le marché financier : Profil des experts interrogés	85
Tableau 2.7 : Perception du capital immatériel par le marché financier : thèmes abordés lors des entretiens	87
Tableau 2.8 : Perception du capital immatériel par le marché financier et adéquation avec la définition d'Edvinsson et Malone (1997).....	88
Tableau 2.9 : Définition du capital immatériel selon le marché financier.....	89
Tableau 2.10 : Résumé : Schématisation du capital immatériel tel que perçu par le marché financier.	93

Tableau 3.1 : Pouvoir informationnel des signaux technologique et des signaux classiques de la littérature (Megginson et <i>al.</i> 2001).....	122
Tableau 4.1 : Enquête Delphi : les étapes de la méthodologie.....	147
Tableau 4.2 : Enquête Delphi : Profil des experts interrogés.....	150
Tableau 4.3 : Enquête Delphi : Identification de la pré-liste d'information.....	154
Tableau 4.4 : Réponses des experts obtenus lors du premier entretien (catégories d'informations).....	160
Tableau 4.5 : Réponses des experts obtenus lors du premier entretien (informations).....	160
Tableau 4.6 : Comparatif des résultats obtenus lors des deux premiers entretiens (catégories d'informations).....	164
Tableau 4.7 : Comparatif des résultats obtenus lors des deux premiers entretiens (informations retenues).....	164
Tableau 4.8 : Résultats du regroupement des variables suite au premier entretien.....	165
Tableau 4.9 : Résultats des regroupements effectués suite au deuxième entretien.....	167
Tableau 4.10 : Informations caractérisant le capital immatériel, retenues pour composer « l'effort informationnel optimum ».....	168
Tableau 4.11 : Ordre de priorité accordé aux différentes informations.....	169
Tableau 4.12 : Coefficient de concordance de Kendall (les composantes).....	171
Tableau 4.13 : Coefficient de concordance de Kendall (les informations).....	171
Tableau 4.14 : Appréciation de l'optimum informationnel par les analystes et gérants de portefeuilles.....	173
Tableau 4.15 : Profil des répondants au questionnaire administré en 2005.....	181
Tableau 4.16 : Profil des répondants au questionnaire administré en 2006.....	181
Tableau 4.17 : secteurs d'activités couverts par les experts ayant répondu à l'enquête.....	182
Tableau 4.18 : composantes du capital immatériel et appréciation des experts.....	183
Tableau 4.19 : informations sur le capital immatériel et appréciation des experts.....	185
Tableau 4.20 : Appréciation des informations sur le capital immatériel et spécificités sectorielles.....	186
Tableau 5.1 : Indices de diffusion et mesure de la qualité de l'« effort informationnel ».....	193
Tableau 5.2 : Indicateur de mesure : pondérations des informations et des catégories d'informations.....	196
Tableau 5.3 : Importance relative des composantes du capital immatériel : données de l'exemple d'illustration.....	198
Tableau 5.4 : Importance relative des composantes du capital immatériel : Résultats de l'exemple d'illustration.....	199
Tableau 5.5 : Protocole de Notation : Informations sur la « Direction et l'encadrement de l'entreprise ».....	204
Tableau 5.6 : Protocole de Notation : informations sur les « Ressources Humaines ».....	208
Tableau 5.7 : Protocole de Notation : Informations sur l'innovation.....	212
Tableau 5.8 : Protocole de Notation : Informations sur l'organisation de l'entreprise.....	214
Tableau 5.9 : Protocole de Notation : Informations sur « l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise ».....	217
Tableau 5.10 : Protocole de Notation : Informations Sur le Capital Client.....	220
Tableau 5.11 : Procédure de sélection de l'échantillon.....	223
Tableau 5.12 : Distribution des introductions en bourse de l'échantillon.....	224
Tableau 5.13 : Secteurs d'activité des entreprises constituant l'échantillon.....	225

Tableau 5.14 : Statistiques descriptives du Chapitre 5	226
Tableau 5.15 : Mesure de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel.....	231
Tableau 5.16 : Effort informationnel sur le capital immatériel et marché d'introduction	231
Tableau 5.17: Evolution de l'effort informationnel sur la période d'étude : test de Kruskal Wallis	234
Tableau 5.18 : Fréquences d'apparition des Détails informationnels par année d'introduction	236
Tableau 5.19 : Composition des Scores par secteur d'activité	239
Tableau 5.20 : Exemple : fréquences d'apparition des informations sur l'organisation de l'entreprise.....	240
Tableau 5.21 : Effort informationnel minimum et seuil d'appréciation des experts	242
Tableau 5.22 : Effort informationnel et caractéristiques des entreprises introduites en bourse	244
Tableau 5.23 : Effort informationnel, période d'étude et marché d'introduction.....	248
Tableau 5.24 : Fréquences d'apparition des détails informationnels dans les prospectus de l'échantillon	250
Tableau 6.1 : Statistiques descriptives (Chapitre 6)	261
Tableau 6.2 : Caractéristiques de l'opération et Effort informationnel	265
Tableau 6.3 : Probabilité de l'occurrence d'un effort informationnel.....	267
Tableau 6.4 : Qualité de l'effort informationnel et implication du dirigeant	270
Tableau 6.5 : Explication de la rentabilité initiale par l'effort informationnel sur le capital immatériel.....	272
Tableau 6.6 : Explication de la rentabilité initiale par la qualité de l'effort informationnel sur le capital immatériel.....	275
Tableau 6.7 : Statistiques descriptives : Intégration des signaux classiques de la littérature....	283
Tableau 6.8 : Les déterminants du niveau de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital Immatériel.....	286
Tableau 6.9 : Effort informationnel et signaux classiques de la littérature : Résultats des régressions univariées.....	288
Tableau 6.10 : Effort informationnel et signaux classiques de la littérature : Résultats des régressions multivariées	291
Tableau 6.11 : Définition des variables des modèles de survie	296
Tableau 6.12 : Statistiques descriptives des données de Survie	297
Tableau 6.13 : Matrice des corrélations : facteurs de survie.....	300
Tableau 6.14 : Résultats des régressions logistiques.....	301
Tableau 6.15 : Tableau de survie (Fonction Kaplan Meier).....	304
Tableau 6.16 : tests Statistiques et courbes de survies des entreprises introduites à différentes périodes de l'étude	307
Tableau 6.17 : Analyse de Survie : Résultats du modèle de Cox.....	310
Tableau 6.18 : Conclusion Chapitre 6 : les résultats de la recherche	314
Tableau 6.19 : Impact de l'effort informationnel sur les mesures de sous évaluation	316
Tableau 6.20 : Impact de la qualité de l'effort informationnel sur les mesures de sous évaluation	317
Tableau 6.21 : Matrice des Corrélations de Sperman appliquée à l'échantillon total	318
Tableau 6.22 : Tableau de survie (Fonction Kaplan Meier appliquée à notre échantillon)	385

Liste des graphiques

Graphique 1.1 Exemple de processus d'introduction en bourse	17
Graphique 2.1 : Conceptualisation du capital immatériel	90
Graphique 4.1 : Schématisation de l'effort informationnel optimum attendu par les investisseurs	174
Graphique 5.1 : Evolution par année de la qualité d'information publiée par l'entreprise sur son capital immatériel entre 1997 et 2004.....	249
Graphique 6.1 : Courbes de survie et effort informationnel (selon la méthode de Kaplan Meier)	306
Graphique 6.2 : Courbes de survies et périodes d'introductions.....	307
Graphique 6.3 : Fonction de risque estimée par la méthode de Cox (modèle 4)	312
Graphique 6.4 : Exemple de durée de vie	384
Graphique 6.5 : Courbe de Survie (Méthode Kaplan Meier).....	386

Tables des matières

Remerciements.....	5
Introduction Générale	1

Première Partie

Positionnement théorique et Hypothèses de Recherche

Chapitre 1. Environnement institutionnel et informationnel des introductions en bourse....	11
Section 1. Caractéristiques des introductions en bourse.....	12
1.1 L'organisation de l'introduction en bourse.....	12
1.1.1 Les motivations de l'opération	12
1.1.2 Les étapes de l'opération	15
1.1.2.1 Processus et choix inhérents à l'introduction en bourse sur le marché français15	
1.1.2.2 Les procédures d'introduction en bourse	16
1.2 La sous évaluation des titres : un phénomène généralisé sur les marchés financiers....	19
1.2.1 Constat international.....	19
1.2.2 Les explications liées aux asymétries d'informations.....	22
1.2.2.1 Sous évaluation et asymétries d'information entre investisseurs.	22
1.2.2.2 Sous évaluation et asymétries d'informations entre émetteur et intermédiaires financiers	30
1.2.2.3 Sous évaluation et asymétries d'informations entre émetteur et investisseurs	31
1.2.3 Les autres explications de la sous évaluation.....	32
1. 2.3.1 Raisons institutionnelles	32
1.2.3.2 Contrôle et participation au capital	34
1.2.3.3 Hypothèse comportementale	35
1.3 La sous-performance des titres à long terme	36
1.3.1 Constat international.....	36

1.3.2 Les théories explicatives de la sous-performance	38
Section 2. L'environnement informationnel des introductions en bourse	43
2.1 Les obligations de publication lors d'une offre publique initiale	43
2.1.1 La réglementation.....	43
2.1.2 Le contrôle légal.....	44
2.1.3 Les sanctions	45
2.2 Les besoins en information du marché financier.....	48
2.2.1 Une évolution sensible des besoins.....	48
2.2.2 La place accordée à l'information non financière	52
Section 3. Les caractéristiques des entreprises introduites en bourse sur le Marché français.	56
3.1 Base de données	56
3.1.1 Origine des données.....	56
3.1.2 Base de donnée des cours et réservation de cotation	57
3.1.3 Statistiques descriptives	57
3.2 Le comportement des cours à l'introduction en bourse	64
3.2.1 Les mesures de la décote initiale	64
3.2.2 Constats empiriques pour le marché français	65
Conclusion	68

Chapitre 2. Perception du capital immatériel par le marché financier et sa contribution à l'évaluation de l'entreprise 69

Section 1. Les Concepts de l'immatériel : L'ambiguïté d'une terminologie.....	70
1.1 Définition des immatériels : Une prédominance comptable	70
1.1.1 Dépenses et Investissements immatériels	71
1.1.2 Actif immatériel.....	72
1.2 Classification des immatériels.....	74
1.2.1 Un attachement manifeste aux valeurs comptables	74
1.2.2 De nouvelles conceptions pour les classifications des immatériels.....	75
1.3 L'émergence du concept de capital immatériel.....	77
1.3.1 Dépassement de la problématique comptable et émergence de la notion de capital immatériel.....	77
1.3.2 Définition du capital immatériel selon Edvinsson & Malone (1997).....	78
Section 2. Perception du capital immatériel par le marché financier Français : une étude exploratoire.	80
2.1 Méthodologie	80
2.1.1 Une enquête par entretien.....	80
2.1.1.1 Choix d'utilisation de l'entretien	80
2.1.1.2 Caractéristiques de l'entretien.....	82
2.1.2 Guide d'entretien.....	82
2.1.3 Identification des experts	84
2.1.3.1 Principes d'identification	84

2.1.3.2 Profil des experts interrogés	85
2.2 Conceptualisation du capital immatériel tel que perçu par le Marché financier Français	86
2.2.1 Exploration du concept et identification de ces composantes.....	86
2.2.2 Définition.....	89
Section 3. La place accordée au capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise	94
3.1 L'émergence du capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise	94
3.1.1 Les écarts de valeur dans l'évaluation de l'entreprise.....	94
3.1.2 Le capital immatériel au centre des justifications de ces écarts	95
3.2 L'utilité de l'information véhiculée par le capital immatériel pour l'évaluation de l'entreprise.	96
3.2.1 Concentration des travaux précurseurs sur la contribution de la R&D à l'évaluation de l'entreprise	97
3.2.2 Elargissement des travaux et émergence des nouvelles explications	98
Conclusion	100

Chapitre 3. Rôle du capital immatériel dans les Stratégies de signalisations des entreprises technologiques : Modélisation et hypothèses de recherche 103

Section 1. Théorie du signal, fondements et applications dans le cadre des introductions en bourse.	104
1.1 Les fondements de la signalisation.....	105
1.1.1 Principes	105
1.1.2 La transposition de la théorie du signal au marché financier	107
1.2 Signal et Introduction en bourse.....	108
1.2.1 Les premiers modèles de signalisation.....	109
1.2.2 La sous évaluation des titres	109
1.2.3 La qualité des acteurs intervenant lors de l'ouverture du capital	112
Section 2. Elargissement des hypothèses de signalisations : informations volontaires et signaux technologiques	114
2.1 Le contenu informatif de la publication volontaire.....	114
2.1.1 Information volontaire et opportunité de diffusion	114
2.1.2 Information volontaire et réduction des asymétries d'information	115
2.2 Les Publications de prévisions de résultats au centre des informations volontaires ...	116
2.2.1 Le modèle de Hughes	117
2.2.2 Les modèles empiriques	118
2.3 L'émergence de nouveaux signaux basés sur les caractéristiques des firmes technologiques	120
Section 3. Problématique et Hypothèses de recherche.....	124
3.1 Effort informationnel et stratégies de signalisation	124
3.1.1 Définition de l'effort informationnel	125
3.1.2 Mesure de l'effort informationnel produit par l'entreprise au moment de son IPO	

.....	126
3.1.3 Rôle de l'effort informationnel dans la stratégie de signalisation	127
3.1.3.1 Coût et finalité du signal	127
3.1.3.2 Modèle de signalisation.....	129
3.2 Effort informationnel et qualité de l'entreprise	130
3.2.1 Les déterminants de l'effort informationnel.....	130
3.2.2 Impact de l'effort informationnel sur l'évaluation de l'entreprise	131
3.2.2.1 Impact à court terme.....	131
3.2.2.2 Impact à long terme	133
Conclusion	135

Deuxième Partie

Recherche Empirique sur le Marché Français (1997-2004)

Chapitre 4. Attentes des investisseurs et publication d'informations sur le capital immatériel lors des introductions en bourse.....	141
Section 1. Méthodologie	143
1.1 La méthode Delphi	144
1.1.1 Présentation générale de la méthode	144
1.1.2 Les étapes du Delphi.....	145
1.2 Identification des experts participants à l'enquête.....	146
1.2.1 Principes de sélection des experts	146
1.2.2 Constitution de l'échantillon.....	148
1.2.3 Fiche d'identification et profil des personnes interrogées	150
1.3 Identification des informations caractérisant le capital immatériel de l'entreprise.....	151
1.3.1 Principes et démarche de sélection des informations.....	151
1.3.2 Identification de la pré-liste d'informations	152
1.4 Principes de conduite des entretiens.....	155
Section 2. Mise en place de la méthode Delphi : Commentaires et Résultats	157
2.1 Premiers entretiens d'experts.....	157
2.1.1 Présentation du contexte d'étude	157
2.1.2 Recueil des commentaires et résultats intermédiaires	158
2.1.2.1 Ambiguïtés relevées lors de l'entretien.....	158
2.1.2.2 Contribution à l'évaluation de l'entreprise.....	159
2.1.3 Aménagements et préparation du deuxième entretien.....	162
2.2. Déroulement et résultat du deuxième entretien.....	162
2.2.1 Améliorations des résultats et commentaires des experts	162

2.2.2 Aménagements et préparation du troisième entretien	166
2.3. Résultats du troisième entretien	166
2.3.1 Commentaires émis et satisfaction exprimée des experts.....	166
2.3.2 Optimum informationnel.....	167
Section 3. Effort informationnel et Signal stratégique.....	170
3.1 Etablissement du consensus.....	170
3.1.1 Optimum de publication et convergence des avis.....	170
3.1.2 Compréhension de l'optimum par les analystes et les gérants.....	171
3.2 Définition du signal.....	174
3.2.1 Finalité du signal	174
3.2.2 Coût du signal.....	175
3.3 Appréciation du signal par le marché financier : une enquête par questionnaire.....	176
3.3.1 Définitions des besoins en informations et élaboration du questionnaire.	176
3.3.1.1 Forme et soumission du Questionnaire	176
3.3.1.2 Profil des personnes interrogées	178
3.3.1.3 Appréciation des informations retenues lors du Delphi	178
3.3.2 Analyse descriptive des réponses	179
3.3.2.1 Profils des répondants.....	180
3.3.2.2 Appréciation des différentes composantes du capital immatériel.....	183
3.3.2.3 Appréciation des différentes informations caractérisant le capital immatériel	
.....	184
Conclusion	187

Chapitre 5. Capital immatériel et pratiques de publication des entreprises technologiques lors des introductions en bourse..... 189

Section 1. Méthodologie de mesure	190
1.1 Les indices de Diffusion : caractéristiques et principes de mesure.....	190
1.1.1 Indice de diffusion et objectif de recherche	190
1.1.2 Construction d'un indice de diffusion.....	194
1.1.2.1 Les indices binaires	194
1.1.2.2 Les indices pondérés.....	194
1.2 Construction de la mesure de la qualité de l'« effort informationnel » émis par l'entreprise.....	195
1.2.1 Principes adoptés pour la construction de l'indice.....	195
1.2.2 Adéquation de la mesure aux impératifs de la problématique.....	197
1.3 Présentation de l'indice.....	199
Section 2. Procédure de lecture et de notation des brochures d'introduction en bourse	202
2.1 Appréciation des informations sur la « Direction et l'encadrement de l'entreprise »..	202
2.2 Appréciation des informations sur les « ressources humaines »	207
2.3 Appréciation des informations sur l'« Innovation »	210
2.4 Appréciation de « l'organisation » de l'entreprise	213

2.5	Appréciation des informations sur « L'activité, la concurrence et l'environnement »	214
2.6	Appréciation des informations sur le « Capital client »	218
Section 3. Application aux entreprises technologiques		222
3.1	Echantillon	222
3.1.1	Principes de sélection de l'échantillon	222
3.1.2	Caractéristiques de l'échantillon	225
3.2	Application de l'indicateur de mesure aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse	228
3.2	Principes de l'analyse de contenu	228
3.2.2	Caractéristiques de l'effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel	230
3.2.3	Composition et formation de l'effort informationnel	237
3.3	Appréciation de « l'effort informationnel » par le marché financier	238
3.3.1	Pratiques des entreprises et seuil d'appréciation des experts	238
3.3.2	Effort minimum de publication et spécificités des entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse	243
Conclusion		246

Chapitre 6. Impact de l'effort informationnel sur l'évaluation et les performances des entreprises technologiques introduites en bourse 253

Section 1. L'effort informationnel fourni par l'entreprise lors de son IPO et son impact sur la sous évaluation initiale		254
1.1	Cadre d'analyse	255
1.1.1	Méthodologies et Hypothèses de recherche	255
1.1.2	Variables et données de l'étude	256
1.1.2.1	Les variables	256
1.1.2.2	Les données de l'échantillon	259
1.2	Définition du Signal	263
1.2.1	Acte volontaire de publication	263
1.2.2	Effort informationnel et participation au capital	267
1.3	Stratégies de signalisation des entreprises technologiques	271
1.3.1	Effort informationnel fourni par l'entreprise sur son capital immatériel	271
1.3.2	Implication du dirigeant dans l'entreprise	276
1.3.3	Asymétries d'informations et sous évaluation des titres	277
Section 2. Pouvoir informationnel de l'effort de publication et signaux « classiques » de la littérature		278
2.1	Cadre d'analyse	278
2.1.1	Méthodologies	278
2.1.2	Les données de l'étude	279
2.1.2.1	Les variables	279
2.1.2.2	L'échantillon	281

2.2 Effort informationnel et signaux « classiques » de la littérature	284
2.3 Contribution de l'effort informationnel à l'évaluation de l'entreprise lors de son IPO	285
2.3.1 Les résultats des régressions univariées.....	287
2.3.2 Les résultats des régressions multivariées	289
Section 3. Pouvoir informationnel de l'effort de publication et survie des entreprises dans le long terme	292
3.1 Cadre d'analyse.....	292
3.1.1 Méthodologies et Hypothèse de recherche.....	292
3.1.2 Les données de l'étude.....	294
3.1.2.1 Les variables.....	294
3.1.2.2 L'échantillon	296
3.2 Résultats des régressions logistiques	298
3.3 Résultats de l'analyse de survie	302
3.3.1 La méthode de Kaplan Meier.....	303
3.3.2 Le modèle de Cox	308
Conclusion	313
Conclusion Générale.....	319
Bibliographie.....	333
Annexes	361
Liste des tableaux	388
Liste des graphiques	391
Tables des matières.....	392

Résumé : Cette thèse explore la valeur informationnelle du capital immatériel dans un contexte d'introduction en bourse. La démarche suivie pour argumenter cette thèse nous a conduits, dans une première partie, à justifier notre positionnement théorique et à développer nos hypothèses de recherches. Cette première étape nous a orientés vers l'étude de l'environnement des introductions en bourse, l'analyse des concepts qui entourent le capital immatériel et les facteurs qui influencent sa publication.

Nous avons construit une argumentation autour du rôle informationnel du capital immatériel dans les stratégies de signalisations des entreprises technologiques. Ces dernières, fortement dotées en immatériels et dépendantes d'équipes innovantes, se signaleraient au marché financier à travers un effort particulier de publication sur leur capital immatériel. La vérification empirique de cette problématique est développée dans la deuxième partie de la thèse. Elle nécessite la définition de l'effort de publication (emploi de la méthodologie Delphi) et sa quantification (construction d'un indice) pour pouvoir apprécier son impact sur l'évaluation de l'entreprise nouvellement introduite en bourse (étude de la sous évaluation et de la survie dans le long terme).

Mots clefs : Capital Immatériel, Indices de publication, Analystes financiers, Publication volontaire, Introduction en bourse, Entreprises technologiques, Signal, Survie.

Abstract : This thesis explores the informational value of intellectual capital in IPO context. We aim to contribute further evidence to the understanding of the association between disclosure on intellectual capital and valuation of the firm. We defend the argument according to which the quality of informational effort done by high technology firms on its intellectual capital is perceived as a signal by capital markets.

Empirical evidence of this research question is developed in the document. Using a Delphi methodology, we define the informational effort perceived as relevant from a capital market perspective. Then using a content analysis, we develop an index to measure disclosure on each prospectus. As a last point, we test the existence of any association between the quality of disclosure, underpricing and survival on the long term.

Key Words : Intellectual capital, Disclosure Indexes, Financial analysts, Voluntary disclosure, Initial public offering, High technology firms, Signal, Survival analysis