

# SOCIÉTÉS COTÉES

## LES RAISONS DES SOUS-PERFORMANCES À MOYEN TERME



**Florence  
Labégorre**

Maître  
de conférences  
à l'IAE de Lille  
Lille Economie  
et Management

Des rentabilités anormales négatives sont constatées quelques années après l'introduction en Bourse d'une société. Les chercheurs tentent d'expliquer ce phénomène. Mais une question peut en cacher une autre...

Des rentabilités anormales négatives sont constatées de manière récurrente deux à cinq ans après l'introduction en Bourse d'une société. Sur le marché américain, les titres admis à la cote sous-performent en moyenne de 30 % l'indice de marché ou des valeurs cotées comparables en termes de risque et de taille, trois à six ans post-introduction (Ritter, 1991 ; Loughran, 1993 ; Loughran et Ritter, 1995). Le même déclin est observé en Europe. Levis (1993) rapporte une performance anormale comprise entre -8 et -23 % sur un échantillon de 483 introductions en bourse effectuées au Royaume-Uni entre 1980 et 1988. Ljungqvist (1997) met en évidence des rentabilités anormales négatives de -12 % sur un échantillon de 180 sociétés introduites en bourse en Allemagne entre 1970 et 1993. Toujours sur le marché allemand,

Sapusek (1998) trouve une rentabilité anormale moyenne de -20 % sur un échantillon de 180 entrées en bourse entre 1983 et 1993. Stehle et alii (2000) analysent le parcours boursier de 187 admissions à la cote allemande entre 1960 et 1992 et établissent une rentabilité anormale moyenne achat-conservation à trois ans de -6 %. En France, les résultats sont plus contrastés. Chahine (2004) obtient une sous-performance d'environ -10 % deux ans après l'introduction sur un échantillon de 168 introductions en bourse. Degeorge et Derrien (2001) en revanche concluent à l'absence de performances boursières significativement négatives ou positives, sur un échantillon de 243 introductions entre 1991 et 1998.

### PLUSIEURS HYPOTHÈSES

Depuis les années 1970, cette sous-performance boursière à long terme intrigue les chercheurs. Des hypothèses explicatives ont été avancées. L'ouverture du capital pourrait tout d'abord entraîner des conflits d'intérêts entre actionnaires contrôleurs et minoritaires ou entre actionnaires et dirigeant. Mais en France, la concentration du contrôle, même après l'introduction, et les engagements pris par les actionnaires dirigeants de conserver leurs titres réduisent le risque de conflits. Par ailleurs, le marché français semble,

« La détérioration des performances boursières à long terme serait la correction tardive de la surévaluation de l'introduction en bourse. »

dès l'introduction en bourse, correctement anticiper la perte de valeur liée à d'éventuels conflits d'intérêts (Rosenboom et Schramade, 2005). Le timing de l'opération a également été mis en cause : les sociétés profiteraient d'un marché haussier pour s'introduire en Bourse au meilleur prix. La dégradation ultérieure de leurs performances manifesterait donc un retour à la normale. Cette thèse a récemment été mobilisée pour éclairer la bulle Internet.

### L'OPTIMISME DES INVESTISSEURS...

Les sociétés de la Nouvelle économie auraient profité de l'engouement du marché pour s'introduire en bourse puis être cotées à des prix supérieurs à leur valeur fondamentale (Ljungqvist et alii, 2008 ; Cornelli et alii, 2006). Bien que conscients de cette surévaluation, les arbitragistes auraient dû attendre de trouver des investisseurs disposés à leur prêter des titres à un coût raisonnable pour vendre à découvert et exercer leur force de rappel.



**Hatem Mansali**

Maître assistant  
Faculté  
de Jendouba  
Chercheur associé  
à l'Institut de  
recherche en gestion  
Université Paris XII  
- Val de Marne

## SOCIÉTÉS INTRODUITES EN BOURSE

### Les performances boursières à long terme : résultats empiriques

■ Le tableau présente les performances boursières à long terme de sociétés introduites en bourse sur différents marchés (Allemagne, États-

Unis, France et Royaume-Uni). Les rentabilités anormales cumulées (CAR), les rentabilités anormales achat-conservation (BHAR) ainsi que les rentabili-

tés achat-conservation (BHR) servent à mesurer les performances boursières. L'horizon de performance varie de 24 à 60 mois post introduction.

Auteurs	Marché	Période d'introduction	Taille de l'échantillon	Méthodologie	Horizon	Résultats Rentabilité moyenne
Ljungqvist (1997)	Allemagne	1970-1993	180	BHAR	36 mois	-12,11 %
Sapusek (1998)	Allemagne	1983-1993	180	BHAR	36 mois	-20 %
Stehle et al. (2000)	Allemagne	1960-1992	187	BHAR	36 mois	-6 %
Ritter (1991)	États-Unis	1975-1984	1 526	CAR	36 mois	-29,1 %
Loughran (1993)	États-Unis	1967-1987	3 656	BHAR	72 mois	-33,30 %
Loughran et Ritter (1995)	États-Unis	1970-1990	4 753	BHAR	60 mois	15,7 %
Chahine (2004)	France	1996-1998	168	BHAR	24 mois	-9,94 %
Degeorge et Derrien (2001)	France	1991-1998	243	CAR/ BHAR	36 mois	n.s.
Levis (1993)	Royaume-Uni	1980-1988	712	CAR	36 mois	-8,31 % à -22,96 % selon l'indice utilisé

Les petits investisseurs n'auraient revu leurs anticipations à la baisse qu'après l'intervention des arbitragistes (Ofek et Richardson, 2003). La détérioration des performances boursières à long terme serait ainsi la correction tardive de la surévaluation de l'introduction en bourse. Les résultats empiriques semblent plutôt concordants. L'optimisme des investisseurs, quelle que soit sa mesure – les volumes échangés sur le marché gris (Cornelli et alii, 2006), le *book-to-market* (Rajan et Servaes, 2003) ou la demande des particuliers dans le livre d'ordres (Derrien, 2005) – apparaît relié positivement aux rentabilités à court terme et négativement aux rentabilités à long terme. L'hypothèse du *timing* rend mieux compte du parcours boursier des sociétés introduites en bourse que l'hypothèse des conflits d'intérêts.

### ...À L'INTRODUCTION EN BOURSE

Il semble désormais établi que la dégradation des performances boursières à long terme corrige la surévaluation de l'introduction en Bourse. Cette dernière demeure moins bien comprise. Comment expliquer la propension périodique et perdurable des investisseurs à surestimer les titres nouvellement cotés ? À cette question la recherche n'apporte pas encore de réponse claire. ■

## LE CAS FRANÇAIS

### L'évolution des performances boursières des sociétés introduites en bourse

■ Le graphique ci-dessous représente le parcours boursier d'un échantillon de 379 sociétés introduites en Bourse sur le nouveau ou le second marché entre 1990 et 2003.

Les performances boursières sont estimées à partir des rentabilités anormales achat-conservation. À chaque entreprise introduite en bourse est appariée une entreprise

cotée, similaire en termes de capitalisation boursière et de ratio valeur comptable/valeur de marché, mesuré à la fin du mois suivant l'introduction en bourse.

