

BOURSE

ÉMISSIONS D'ACTIONNAIRES : POURQUOI LE MARCHÉ SE MÉFIE-T-IL ?



**Florence
Labégorre**

Maître de conférences à l'IAE de Lille
Lille Economie et Management (LEM) UMR CNRS 8179

Les émissions d'actions sont dans la plupart des pays accueillies par une décote du titre. Deux théories expliquent ce phénomène : celle du *free cash flow*, fondée sur le comportement sous-optimal du dirigeant de l'entreprise et celle du financement hiérarchique qui interprète l'annonce d'une augmentation de capital comme le signal d'une surévaluation du titre.



Hatem Mansali

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

Le marché réserve un accueil mitigé aux émetteurs d'actions. Sur le marché américain, une décote de 3 % salue en moyenne l'annonce d'une augmentation de capital en numéraire (Eckbo et Masulis, 1992). Sur le marché français, la réaction est moindre, mais demeure négative, de l'ordre de -0,7 % (Gajewski et Ginglinger, 2002). Comment expliquer cette méfiance du marché ? Les théories de *free cash flow* (flux de trésorerie disponibles) et du financement hiérarchique offrent un cadre d'analyse.

LA MÉFiance VIS-À-VIS DES « BÂTISSEURS D'EMPIRES »

La théorie du *free cash flow* (Jensen, 1986) met en scène un dirigeant opportuniste, plus préoccupé de ses intérêts que de ceux des actionnaires. Le dirigeant est en principe supposé réaliser des investissements conformes aux exigences de rentabilité et à l'aversion au risque des actionnaires. Au lieu de cela, il pourrait profiter des ressources à des fins personnelles (avantages en nature, dépenses somptuaires...), entreprendre des investissements insuffisamment rentables ou trop risqués. En quête de pouvoir, le dirigeant poursuivrait davantage un objectif de croissance que de rentabilité. Dans cette logique, il deviendrait un "bâisseur d'empires", prêt à investir à tout prix, dans des projets démesurés et non rentables. Le risque d'opportunisme serait moindre en présence d'une trésorerie tendue. À l'inverse, les actionnaires se méfieraient de toute augmentation des ressources à la disposition du dirigeant. Ainsi,

« En quête de pouvoir, le dirigeant poursuivrait davantage un objectif de croissance que de rentabilité. »

à l'annonce d'une augmentation de capital en numéraire, ils craindraient que le dirigeant n'utilisât pas à bon escient les fonds levés. La décote boursière traduirait donc le risque de perte résiduelle, c'est-à-dire d'un comportement sous-optimal du dirigeant.

LA THÉORIE DU FINANCEMENT HIÉRARCHIQUE

La théorie du financement hiérarchique réconcilie, au contraire, les intérêts du dirigeant et des actionnaires. Elle attribue au désavantage informationnel du marché, sa réaction négative lors d'une augmentation de capital : du point de vue du dirigeant, les modes de financement ne sont pas équivalents. Dans l'échelle de ses préférences, l'auto-financement, immédiatement disponible et sous son contrôle, occupe la première place. L'endettement arrive ensuite car il exige des garanties et le paiement régulier d'intérêts. L'émission d'actions constitue le moyen de financement le plus difficile à obtenir et le plus contraignant. Elle se situe donc au dernier échelon (Myers, 1984). Le dirigeant n'y recourrait qu'en dernier ressort et uniquement s'il est assuré de préserver les intérêts de ses mandants, les actionnaires originaires. Dans cette optique, il attendrait les

périodes haussières pour émettre des actions ; en période baissière, il préférerait renoncer à l'opportunité d'investissement (Myers et Majluf, 1984). Le marché interpréterait l'annonce d'une augmentation de capital comme le signal d'une surévaluation du titre. Il réviserait ses anticipations de croissance à la baisse. La décote boursière correspondrait ainsi à un retour à la normale.

UN AJUSTEMENT PROGRESSIF DU MARCHÉ

La théorie du financement hiérarchique suppose le marché efficient, à même de corriger instantanément et intégralement, à l'annonce de l'opération, son excès d'optimisme. Dans les faits, l'ajustement est plus progressif (figure 1). Les recherches mettent en évidence la dégradation significative des performances boursières à long terme des émetteurs d'actions. Par exemple, sur le marché américain, Loughran et Ritter (1995) montrent que les émetteurs d'actions enregistrent une rentabilité annuelle moyenne de 7 % les cinq années post-opération. Sur la même période, les entreprises de capitalisation boursière équivalente pré-

sentent une rentabilité annuelle moyenne de 15 %. Sur le marché français, les émetteurs d'actions connaissent des parcours boursiers différents selon le moment et les motivations de l'opération. Le déclin des performances boursières concerne plutôt les titres émis en période de forte activité (Mansali, 2006) ou dans le but de financer un projet d'investissement (Jeanneret, 2005). Selon Loughran et Ritter (1995), à l'annonce de l'augmentation de capital, les cours devraient baisser de 33 % et non de 3 %. Le modèle comportemental du timing explique cette correction boursière tardive par la rationalité limitée et par le désavantage informationnel des investisseurs. Le dirigeant saurait mieux que les investisseurs les réelles perspectives de développement de la société. Il choisirait d'émettre des actions quand, au vu de ses informations, les titres seraient surcotés en Bourse. Ce faisant, il maximiserait les fonds levés et satisfèrait les intérêts des anciens actionnaires. À l'annonce de l'opération, les investisseurs ne réaliseraient que partiellement leur excès d'optimisme. Trois à cinq ans leur seraient nécessaires pour

- Eckbo B.E. et R.W. Masulis, 1992, "Adverse selection and the rights offer paradox", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 293-322.
- Fama E.F., 1998, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, 283-306.
- Gajewski J-F. et É. Ginglinger, 2002, "Seasoned equity issues in a closely held market: Evidence from France", *European Finance Review*, vol. 6, 291-319.
- Jeanneret P., 2005, "Use of the proceeds and long-run performance of french seasoned equity offerings firms", *European Financial Management*, vol. 11, 99-122.
- Jensen M.C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.
- Loughran T. et J.R. Ritter, 1995, "The new issues puzzle", *Journal of Finance*, vol. 50, 23-51.
- Mansali H., 2006, "Les performances à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions", thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris XII, Créteil.
- Myers S.C. et N.S. Majluf, 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.
- Myers S.C., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, 575-592.

intégrer pleinement l'information sur la "vraie" valeur du titre signalée à l'occasion de l'augmentation de capital.

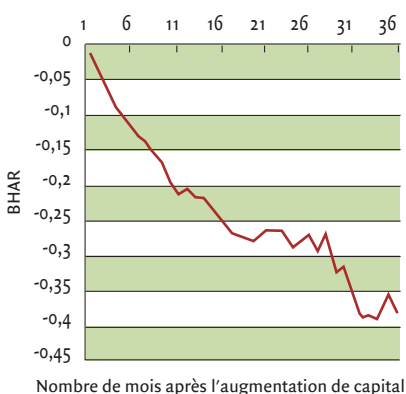
LES RÉSULTATS À LONG TERME

L'analyse doit toutefois rester prudente. Les résultats sur les performances boursières à long terme des émetteurs d'actions sont en effet très sensibles à la méthodologie utilisée. Ils pourraient n'être qu'un artefact statistique (Fama, 1998). La sous-performance n'est pas non plus systématique. Elle apparaît moins prononcée en période de faible activité émettrice (Mansali, 2006). La méfiance du marché est donc contestable à long terme. À court terme, en revanche, les résultats sont robustes. Le risque d'une utilisation sous-optimale des fonds levés ou la programmation de l'émission en période de surcotation pourrait rendre compte des rentabilités anormales négatives constatées à l'annonce d'une augmentation de capital. Autrement dit, les investisseurs se méfieraient du dirigeant ou de leurs propres anticipations. ■

« La théorie du financement hiérarchique suppose le marché efficient, à même de corriger instantanément et intégralement, à l'annonce de l'opération, son excès d'optimisme. »

RENTABILITÉS ANORMALES ACHAT-CONSERVATION

Entreprises françaises émettrices d'actions en 1991 et 1994



Les rentabilités anormales achat-conservation moyennes sont calculées selon la formule :

$$\overline{BHAR}_{\tau} = \frac{1}{n_{\tau}} \sum_{i=1}^{n_{\tau}} \prod_{t=1}^{\tau} (1+R_{e,it}) - \prod_{t=1}^{\tau} (1+R_{c,it})$$

où τ est l'horizon considéré (1 à 36 mois après l'augmentation de capital), $R_{e,it}$ est la rentabilité de l'entreprise émettrice i le mois t , $R_{c,it}$ est la rentabilité de l'entreprise de contrôle le mois t et n_{τ} le nombre d'entreprises à l'horizon τ . Chaque entreprise émettrice d'actions est appariée à une entreprise de contrôle, de capitalisation boursière et de Book-To-Market comparables. L'échantillon comprend 83 augmentations de capital réalisées sur le marché français entre 1991 et 1994.

Source : Mansali (2006)