

## **Le phénomène de la sous performance économique à moyen et long terme des introductions en bourse: Analyse théorique**

### **The phenomenon of medium- and long-term economic underperformance of IPOs: Theoretical analysis**

**EL AAROUBI Siraj**

Enseignant chercheur

Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de Tétouan

Université Abdelmalek Essaâdi de Tétouan

Laboratoire de recherche Les grands problèmes contemporains dans la vie politique juridique sociale économique et de gestion

Maroc

**selaaroubi@uae.ac.ma**

**CHAALI Kaoutar**

Enseignante chercheuse

Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de Tétouan

Université Abdelmalek Essaâdi de Tétouan

Laboratoire de recherche MALOGEA

Maroc

**kchaali@uae.ac.ma**

**Date de soumission :** 19/01/2022

**Date d'acceptation :** 01/03/2022

**Pour citer cet article :**

EL AAROUBI S & CHAALI K (2022) «Le phénomène de la sous performance économique à moyen et long terme des introductions en bourse: Analyse théorique», Revue Internationale du Chercheur «Volume 3 : Numéro 1» pp : 325 - 345

## Résumé

Dans un contexte de transformation et de concurrence accrue, la cotation en bourse est devenue une nécessité pour l'entreprise pour se financer et se développer. Parallèlement aux avantages offerts par le marché financier, l'opération d'introduction en bourse engendre des coûts implicites pouvant influencer les performances à moyen et long terme de l'entreprise introduite. Cet article, à portée théorique, nous permet de constituer un cadre de référence en vue de préparer le terrain pour une étude empirique concernant les performances économiques post cotation des entreprises cotées sur la bourse des valeurs de Casablanca au Maroc. L'objectif du présent travail consiste d'une part, à offrir une revue de littérature présentant les résultats et les conclusions des principaux travaux dans plusieurs contextes (Américain, européen et asiatique), et d'autre part à exposer les explications théoriques avancées par les auteurs basées principalement sur les conflits d'agence résultant de la dilution du capital après cotation, l'hypothèse du timing de l'opération d'introduction en bourse et l'hypothèse d'une gestion des résultats avant cotation.

**Mots clés :** Introduction en bourse ; Performance économique ; Conflits d'agence ; Timing ; Gestion des résultats.

## Abstract

In a context of transformation and increased competition, initial public offering has become a necessity for the company to finance itself and develop. In addition to the advantages offered by the financial market, the IPO transaction entails implicit costs which can influence the medium- and long-term performance of the company. This paper, with theoretical scope, allows us to establish a reference framework in order to prepare the ground for an empirical study on the post-listing economic performance of companies listed on the Casablanca stock exchange in Morocco. The purpose of this work is, on the one hand, to offer a literature review presenting the results and conclusions of the main works in several contexts (American, European and Asian), on the other hand, to present the theoretical explanations advanced by the authors based mainly on agency conflicts resulting from the dilution of capital after listing, the hypothesis of the timing of the IPO and the hypothesis of an earnings management before listing.

**Keywords:** Initial public offering; Economic performance; Agency conflicts; Timing hypothesis; Earnings management.

## Introduction

Avec la transformation accrue des économies, le marché boursier est devenu le lieu privilégié du financement des entreprises. Par conséquent, la cotation en bourse (« *Initial Public Offering, IPO* ») représente une étape cruciale dont dépend fortement le futur de l'entreprise. En effet, elle a pour vocation première d'offrir aux entreprises les moyens de se financer et de se développer. Elle donne immédiatement une nouvelle dimension à l'entreprise et lui permet d'accéder rapidement à une forte notoriété institutionnelle.

Parallèlement à ces avantages, l'opération engendre des coûts de nature implicite liés généralement à l'évaluation opérée par le marché à court et à moyen ou long terme en fonction des perspectives d'évolution du nouveau titre. En fait, L'introduction en bourse a fait l'objet de nombreuses études qui ont généralement démontré que les rendements boursiers réalisés étaient anormalement élevés à très court terme (sous-évaluation initiale) et anormalement faibles à moyen et long terme (sous-performance de moyen et long terme).

Ce déclin de la performance boursière n'est d'ailleurs pas dissocié d'une dégradation de la performance économique post-cotation. Les travaux sur les performances économiques des introductions en bourse ont fait l'objet de plusieurs études appliquées au marché américain, asiatique et européen. La plupart d'entre elles mettent en évidence un déclin des performances économiques sur la période post introduction. Sur le marché américain, des travaux réalisés par (Jain & Kini, 1994) et par (Mikkelson et al., 1997) mettent en évidence un déclin des performances économiques des sociétés introduites sur la période post-introduction. Ce déclin est également observé sur le marché asiatique par (Cai & Wei, 1997), (Kim et al., 2004), (Kutsuna et al., 2002) et (Wang, 2005), sur le marché européen par (Pagano et al., 1998), (Sentis, 2001), (Coakley et al., 2004) et (Serve, 2007), ainsi que sur le marché marocain par (AAMOUM & GBAOUI, 2021). Le déclin observé est classiquement expliqué par l'accroissement des conflits d'agence suite à la dispersion du capital après introduction, à un effet timing du marché voir à une gestion des résultats avant l'introduction en bourse.

Dans le même sens d'idées, notre problématique de recherche s'articule autour de la question suivante : Dans quelle mesure l'introduction en bourse impacte-elle les performances économiques des entreprises introduites ?

Le présent papier, fractionné en deux grandes parties, a pour objectif de présenter dans un premier temps une revue de littérature sur l'évolution des performances économiques post

cotation sur les principaux marchés boursiers, ainsi que les principales explications théoriques qui sous-tendent l'évolution de ces performances.

### **1. Performances économiques post cotation : une revue de littérature**

Les travaux portant sur les performances économiques des entreprises introduites en bourse sont assez récents. La plupart d'entre eux ont mis en évidence le déclin des performances à moyen et long terme tant sur le marché américain que sur les marchés asiatique et européen. En revanche, les explications apportées à ce phénomène sont plus contrastées.

#### **1.1. Le marché américain**

Sur le marché américain, (Jain & Kini, 1994) montrent, En étudiant un échantillon de 682 sociétés entre 1976 et 1988 que les performances économiques se dégradent sur les trois années qui suivent l'année d'introduction en bourse relativement à la période pré-cotation. Un échantillon de contrôle est constitué formé par des sociétés cotées appartenant aux mêmes secteurs d'activité. Les deux auteurs mettent en évidence que les sociétés introduites surperforment les sociétés de l'échantillon de contrôle l'année précédant l'introduction. Mais ces bonnes performances ne sont pas maintenues sur les trois années suivant l'introduction. En effet les auteurs montrent que la performance économique, mesurée par le taux de rentabilité économique, le taux de croissance du chiffre d'affaires, le résultat courant sur total des ventes et le résultat net sur total des ventes, diminuent sensiblement entre l'année -1 et l'année +3 en dépit d'un taux de croissance des ventes et des dépenses d'investissement supérieures à ceux de l'échantillon de contrôle. Ils rapportent une diminution de la valeur médiane du ratio résultat courant sur total des ventes de -2.98%, -6.24%, -8.12% et -6.81% respectivement pour les années 0, -1, -2 et -3 relativement à l'année (-1). Cette dégradation est plus prononcée pour le taux de croissance des ventes qui enregistre une baisse significative de -23.44% entre l'année -1 et l'année -3. En subdivisant leur échantillon en deux groupes : les sociétés dont le niveau de sous-évaluation initiale est élevé et les sociétés dont le niveau de sous-évaluation est faible, (Jain & Kini, 1994) ne constatent aucune différence, en termes de rentabilité économique, entre les deux groupes. Les mêmes auteurs vérifient que les entreprises où les dirigeants et les sociétés de capital conservent une part significative du capital après l'introduction en bourse affichent un déclin des performances économiques moins élevé que celui des entreprises où ce taux de rétention est faible. Les résultats trouvés confirment l'hypothèse des relations d'agence. Les auteurs n'ont pas testé l'hypothèse du timing du marché ni celle de manipulation de données comptables pré-cotation.

(Mikkelson et al., 1997) ont pu démontrer, en examinant un échantillon de 283 introductions américaines sur la période 1980-1983, que la rentabilité des actifs, mesurée par le résultat net sur total actif, a enregistré une forte baisse une année avant introduction jusqu'à une année après introduction. L'étude se concentre principalement sur le lien entre performances économiques et structure de l'actionnariat. Contrairement à l'étude de (Jain & Kini, 1994), c'est le taux de désengagement des actionnaires dirigeants et non la part détenue après l'introduction qui est utilisé comme variable explicative. L'horizon temporel est plus large : jusqu'à 10 ans après l'introduction. Les résultats relatifs à l'évolution des performances économiques sont similaires à ceux de (Jain & Kini, 1994) : le déclin est plus marqué l'année suivant l'introduction et ne se confirme pas sur le long terme (jusqu'à dix ans). L'utilisation de mesures fines relatives à la structure d'actionnariat (part détenue par les dirigeants, les administrateurs, les sociétés de capital-risque...) ne permet pas de mettre en évidence un lien entre l'évolution des performances économiques et le désengagement de l'actionnariat dirigeant. En revanche, la taille et l'âge des entreprises de l'échantillon ont un impact : le déclin des performances économiques est particulièrement marqué pour le groupe des entreprises jeunes et de petite taille. Pour expliquer le déclin moins marqué mais présent des performances de l'autre groupe d'entreprises (de grande taille et plus âgées), les auteurs concluent à un effet de timing de l'introduction en bourse. Ces résultats confirment ceux de (Brav & Gompers, 1997) concernant la dégradation de la performance boursière post-cotation qui est, en large mesure, expliquée par la taille de la société candidate à la cote et par le ratio « market-to book ».

(Shelor & Anderson, 1998) ont analysé la performance économique d'un échantillon de REITs (Real Estate Investment Trusts)<sup>1</sup> à l'occasion de leur introduction en bourse. Les auteurs affirment que les performances économiques se sont plutôt améliorées, contrairement à ce qu'a été communément admis. Les deux indicateurs retenus sont : Le résultat avant éléments extraordinaires / total actifs et le résultat net sur total des ventes.

(Purnanandam & Swaminathan, 2004) ont aussi étudié la performance économique post cotation. Ils ont pu montrer que les sociétés surévaluées lors de l'introduction présentent certes un taux de croissance des ventes plus élevé mais génèrent des bénéfices moins importants que les sociétés initialement sous-évaluées par le marché et ce sur les 5 années de bourse. Ce résultat montre que les opportunités de croissance prévues à la date de

---

<sup>1</sup> Sociétés d'investissement immobilier cotées.

l'introduction de certaines sociétés n'arrivent pas à être concrétisées dans la phase post-cotation.

## 1.2. Le marché asiatique

Sur le marché japonais, (Cai & Wei, 1997) ont étudié la performance de 180 introductions sur la bourse de Tokyo (JASDAQ)<sup>2</sup> sur la période 1991-1992 et trouvent une dégradation significative de la performance économique après ajustement pour tenir compte du secteur d'activité. Les auteurs remarquent que le taux de désengagement des actionnaires dirigeants lors de l'introduction est faible (taux de rétention de 60% en moyenne). Les auteurs invalident l'hypothèse d'agence et concluent à un effet timing des introductions en bourse.

(Cai & Loughran, 1998) observent un déclin de la performance économique après une augmentation de capital. Ils ont étudié 1389 opérations d'augmentation de capital au Japon entre 1971 et 1992. Les auteurs n'observent aucun lien entre cette performance et le changement du mécanisme incitatif engendré par la diminution de la participation des dirigeants dans le capital. Ceci rejoint les résultats trouvés par (Mikkelson et al., 1997).

Dans la ligné de l'étude de (Mikkelson et al., 1997), (Smith & Chun, 2003) ont étudié la performance d'un échantillon de 325 entreprises Coréennes qui ont procédé à une introduction en bourse entre 1986 à 1995. Les résultats des auteurs montrent que la performance, mesurée par la rentabilité des actifs (ROA), a décliné pour l'échantillon global, elle est passée de -2,6% la première année de cotation à -4,2% la cinquième année. Les raisons évoquées par les auteurs sont : l'accroissement des coûts d'agence, les manipulations comptables avant introduction et le timing de l'introduction qui coïncide avec un pic de la performance économique.

En étudiant 247 sociétés introduites entre 1995 et 1996 au JASDAQ, (Kutsuna et al., 2002) offrent des résultats similaires à ceux de (Cai & Wei, 1997) et de (Jain & Kini, 1994). Les auteurs avancent que le taux de rétention des dirigeants et la présence de sociétés de capital-risque après l'introduction influencent significativement le taux de croissance des ventes et du résultat courant. L'âge et la taille jouent également un rôle important d'après les mêmes auteurs.

(Yan & Cai, 2003) ont étudié la performance de 718 introductions au JASDAQ. Les auteurs ont utilisé la croissance du résultat net, du résultat courant et du résultat d'exploitation comme

---

<sup>2</sup> JASDAQ : Abréviation de Japan Association Of Securities Dealers Automated Quotation.

mesures de la performance économique post-cotation. Ils ont montré que toutes ces mesures diminuent sensiblement après cinq ans de cotation. Les deux auteurs affirment que le déclin de la performance économique post-cotation n'est pas attribué à l'absence d'opportunités de croissances futures. En effet les entreprises étudiées sont prospères et présentent des opportunités de croissance importantes autour de la date d'introduction en bourse. Partant de ce résultat, les auteurs ont essayé de vérifier si le changement de la structure de propriété permet d'expliquer la dégradation de la performance constatée tout au long des cinq années post cotation.

En se basant sur les études de (Cai & Wei, 1997) et celle de (Mikkelson et al., 1997), (Yan & Cai, 2003) émettent deux hypothèses : (1) les entreprises dont la participation des propriétaires d'origine diminue après l'introduction en bourse, souffriront plus de déclin de la performance économique. Equivalent à cet « effet changement » (« change effect ») de la structure de propriété, les auteurs soutiennent l'existence d'un « effet niveau du changement » (« level effect »). Ils avancent l'hypothèse selon laquelle (2) plus le taux de rétention des actionnaires d'origine est important plus la performance est meilleure sur le long terme. Les auteurs retiennent la participation des dirigeants propriétaires (hypothèse d'agence), des institutions financières et des dix premiers actionnaires (hypothèse du contrôle). Les résultats de (Yan & Cai, 2003) montrent que ni l'hypothèse d'agence ni celle du contrôle ne permettent d'expliquer le déclin de la performance. En tenant compte de l'asymétrie d'information entre les actionnaires d'origines et les investisseurs sur le marché, les auteurs montrent que la seule explication de la dégradation de la performance, qui tient debout, est l'hypothèse du « timing du marché » résultant du sur-optimisme des investisseurs au moment de l'introduction en bourse.

Les travaux de (Kim et al., 2004) tentent d'apporter un éclairage aux résultats divergents observés dans les études précitées : le lien entre la performance économique et le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant est modélisé par une relation non linéaire (cubique). Le marché étudié est le marché des introductions en bourse thaïlandaises représenté par 133 introductions sur la période 1987-1993. Ce marché a pour spécificité un actionnariat très concentré, typique des pays asiatiques émergents (poids important des familles et des banques dans l'actionnariat). Les performances économiques déclinent après l'introduction en bourse sans que le niveau des ventes ou celui des dépenses d'investissement permette de l'expliquer. En revanche, le modèle non linéaire cubique se révèle explicatif de la variation des

performances : pour de faibles et forts taux de rétention (inférieur à 31% et supérieur à 71%), le déclin du résultat d'exploitation est d'autant plus faible que le taux de rétention est élevé. Pour des taux intermédiaires (compris entre 31% et 71%), le déclin du résultat économique augmente avec le taux de rétention. La taille et l'âge ont également une influence positive sur la variation de performance.

(Wang, 2005) a analysé un échantillon composé de 747 entreprises chinoises introduites en bourse entre 1994 et 1999. L'auteur rapporte un déclin de la performance mesurée par la rentabilité des actifs (ROA), le résultat courant sur total actif et le total vente sur total actif. La valeur médiane du ROA passe de 9,3% (trois ans avant cotation) à 6,4% (trois ans après cotation). En étudiant le rôle de la structure de propriété dans l'évolution des performances économiques post-cotation, (Wang, 2005) n'observe aucune relation entre le pourcentage du capital détenu par les dirigeants et par l'Etat et la performance post-cotation. Ce résultat est valable pour la concentration du capital entre les mains d'actionnaires majoritaires qui s'avère sans influence sur les performances économiques. Cependant, d'après l'auteur, il existe une relation curviligne entre la concentration du capital (autre que celle de l'Etat) et le changement de la performance post-cotation.

### 1.3. Le marché européen

Sur le marché Italien, (Pagano et al., 1998) ont procédé à l'analyse des conséquences de l'introduction en bourse à la suite de l'étude des déterminants de la décision de se faire coter. Mesurée par la rentabilité des actifs, (résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provision /total actifs) la performance économique décline après l'introduction (de 1,5% la première année jusqu'à 3% la troisième année). Les deux auteurs ont aussi démontré que l'introduction en bourse a un impact négatif sur l'investissement qui diminue sensiblement une fois l'entreprise est cotée (de l'ordre de 7% durant les deux années qui suivent l'année d'introduction).

Sur le marché français, (Sentis, 2001) a étudié les performances économiques de 61 entreprises introduites en bourse sur le premier et le second marché français sur la période 1991-1995. L'auteur a apparié les entreprises cotées avec un échantillon d'entreprise non cotées sur un double critère : le secteur d'activité et la taille (en termes de capitalisation boursière). L'auteur a montré que les entreprises introduites enregistrent un déclin de la rentabilité économique qui se réduit au fil du temps (de 4.8% à 0.14%). Pour expliquer ce déclin des performances économiques, l'auteur teste le lien entre ces dernières et la fraction

de capital introduite sur le marché : aucune différence significative entre les deux groupes d'entreprises n'est trouvée.

(Serve, 2007) a étudié l'évolution des performances économiques de 115 entreprises françaises introduites à la cote du nouveau marché sur la période 1996-2000. Les résultats de l'auteur mettent en évidence un déclin significatif de la rentabilité économique (excédent brut d'exploitation par rapport au total actif) sur la période post cotation qui s'étale jusqu'à trois ans après la date d'introduction. Ce déclin est compris entre -6,7% sur la période (n-1, n) et -10,71% sur (n-1, n+3). Pour expliquer ce déclin, l'auteur a décomposé, à l'instar de (Sentis, 2001), la rentabilité économique en un taux de marge économique (excédent brut d'exploitation par rapport au chiffre d'affaires) et un taux de rotation des actifs (chiffre d'affaires par rapport au total actif). Elle a confirmé, contrairement à (Sentis, 2001) que la dégradation de la rentabilité économique est due à la combinaison du déclin du taux de marge économique et du taux de rotation des actifs. (Sentis, 2001) explique plutôt le déclin des performances économique par la dégradation du taux de rotation des actifs, les entreprises cotées affichaient, par contre un taux de marge économique plus élevé que les sociétés non cotées.

Sur le marché boursier de Londres, (Coakley et al., 2007), ont étudié la performance économique post-cotation d'un échantillon composé de 316 entreprises soutenues par un capital risque et 274 entreprises non soutenues par un capital risque sur la période 1985-2003. Les auteurs montrent, pour l'échantillon global et sur toute la période 1985-2003, que la performance enregistre un déclin sur les 5 ans post-cotation (y compris l'année d'introduction). En effet, le ratio cash-flows d'exploitation sur total actif enregistre une diminution de -1,52% de l'année -1 jusqu'à l'année +5. En distinguant entre deux périodes d'introduction : les années 1998-2000 reconnue comme période de « hot market issues » et les années [1985-1997 ; 2001-2003], reconnues comme période normale, les auteurs soutiennent que les entreprises introduites pendant la première période présentent une sous-performance de -12,57% sur la fenêtre (-1, +5). Le déclin de la performance post-cotation des sociétés introduites pendant les années 1998-2000 confirme l'hypothèse du « timing du marché » qui stipule que les sociétés se font cotées lorsque le marché surévalue les sociétés candidates.

Dans une deuxième étape, (Coakley et al., 2007) montrent que les introductions soutenues par un capital risque génèrent une sous-performance moins sévère que celles non soutenues par un capital risque si toute la période (1985-2000) est considérée (-2.81% contre -0.15%).

L'analyse des deux périodes séparément fait apparaître une surperformance (1.24%) des entreprises soutenues par un capital risque sur la période dite « normale » [1985-1997 ; 2001-2003] et une sous-performance de l'ordre de -19,29% sur la période dite « chaude » (1998-2000). Ce dernier résultat est contraire à celui de (Jain & Kini, 1994) qui soulignent que les entreprises de capital-risque garantissent un meilleur contrôle des entreprises où elles investissent et contribuent en conséquence à l'amélioration de leurs résultats. En effet, les deux auteurs affirment que les entreprises soutenues par un capital risque enregistrent, relativement, des performances meilleures que celles non soutenues par un capital risque avant leur introduction en bourse.

Dans leur étude portant sur l'évolution des performances économiques et boursières d'un échantillon de 379 introductions en bourse en France entre 1990 et 2003 sur les second et nouveau marchés, (Mansali & Labégorre, 2010) montrent que les performances économiques des entreprises françaises s'améliorent avant l'introduction en bourse puis se dégradent les cinq années post introduction. Les auteurs expliquent cette dégradation par le modèle comportemental du *timing*.

## **2. Performances économiques post cotation : Explications théoriques**

Le déclin observé des performances économiques post cotation trouve trois explications dans la littérature. Il serait imputable, en premier lieu, à des conflits d'agence : le désengagement éventuel des actionnaires dirigeants et la dilution du capital lors de l'introduction en bourse les inciterait à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. Il pourrait s'expliquer, en second lieu, par un *timing* de l'introduction en bourse : les dirigeants choisiraient d'introduire l'entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées. Enfin, les dirigeants pourraient être enclins à pratiquer une gestion du résultat visant à surestimer ce dernier avant l'introduction. Les résultats empiriques des études précitées divergent quant à l'explication de ce déclin.

### **2.1. Les relations d'agences**

L'explication dominante du déclin des performances économiques après l'introduction en bourse est celle proposée par la théorie des coûts d'agence initiée par (Berle & Means, 1932) puis (Jensen & Meckling, 1976). Or, il nous semble au préalable nécessaire d'évoquer brièvement ses principaux éléments.

### 2.1.1. Fondements de la théorie de l'agence

La théorie d'agence trouve son origine dans les écrits de (Berle & Means, 1932) qui ont constaté que les organisations actuelles sont caractérisées par une séparation entre la propriété et le pouvoir. Elle se fonde sur les conflits d'intérêt qui surgissent entre les différents partenaires impliqués dans le fonctionnement de l'entreprise. Ainsi, (Jensen & Meckling, 1976) mettent en évidence la fragilité des relations entre agents et définissent la relation d'agence comme étant un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent.

Cette relation génère, toutefois, des coûts d'agence qui naissent du fait que les parties en présence possèdent des intérêts divergents et essayent de maximiser unilatéralement leurs utilités respectives. Les propriétaires seraient uniquement intéressés par la maximisation du profit à court terme. La préférence des actionnaires devrait aller aux investissements risqués contribuant à accroître leur richesse dans la mesure où ils devraient profiter, seuls, des gains générés alors que le risque de faillite est aussi supporté par les créanciers. Par contre, les dirigeants voudraient, de leur côté, maximiser une fonction d'utilité plus large et auraient un horizon temporel plus long. Une entreprise dominée par ces derniers est dite managériale, car son capital est la propriété de plusieurs actionnaires qui ne sont pas capables, à cause de leur très grande dispersion, d'influencer les décisions des managers. Dans ce cas de figure, l'équipe dirigeante tenterait de s'octroyer une rémunération excessive et d'autres avantages en nature pouvant, de cette manière, entraîner une détérioration de la performance de l'entreprise. Ils seraient, de plus, tentés de minimiser leurs risques personnels au sein de l'entreprise dont ils contrôlent les ressources.

Sachant que les intérêts de l'agent et du principal sont à priori différents, (Charreaux, 1997) stipule que les dirigeants ont tendance à poursuivre d'autres objectifs que le traditionnel objectif de maximisation de la valeur des fonds propres. Les problèmes d'agence se posent alors, à partir du moment où les managers dissimulent de l'information ou lorsqu'ils prennent des décisions en faveur de leurs propres objectifs et intérêts, et ce, au détriment de ceux des actionnaires.

Ces deux formes de comportements opportunistes résultent, en fait, de l'existence d'asymétries informationnelles entre les deux parties. En effet, l'agent (ou le manager), dispose d'informations privilégiées, qu'il a tendance à dissimuler à l'autre partie, c'est-à-dire,

le principal (ou le propriétaire de l'entreprise) afin de pouvoir en tirer profit. En ce sens, (Charreaux, 1997) avance que l'existence d'un problème d'agence est donc associée à l'incertitude, à l'imparfaite observabilité des efforts de l'agent et aux coûts d'établissements et d'exécution des contrats.

De plus, ce problème d'incertitude s'accompagne le plus souvent d'un problème d'observabilité et d'asymétrie informationnelle. Par conséquent, la séparation du contrôle et de la propriété implique que les actionnaires disposent de peu ou pas de contrôle sur les actions et décisions prises par les managers de l'entreprise. En réponse, les propriétaires tentent de protéger leurs investissements en mettant en place divers mécanismes de contrôle permettant de mettre en évidence le comportement déviant des managers (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

Toutefois, la mise en place de ces mécanismes entraîne des coûts de contrôle et de surveillance qui seront supportés par le principal. Ces coûts, ainsi engagés permettront alors de mettre en place un système d'information permettant le contrôle des actions et des décisions prises par le dirigeant. Par ailleurs, d'autres types de coûts peuvent également survenir et alourdir la facture de ce problème. Ce sont des coûts de dédouanement et des coûts résiduels. Les coûts de dédouanement sont engagés par le manager pour tenter de prouver aux actionnaires qu'il agit dans leurs intérêts. Les coûts résiduels, quant à eux, représentent l'ensemble des coûts résultant des actions déviantes telles que les investissements spécifiques et l'engagement de travailleurs ayant pour but l'expansion plutôt que la rentabilité, les avantages que les agents s'accordent ou octroient à leurs proches, la prise de risques financiers, etc.

### **2.1.2. Évolution des performances économiques et structure de propriété**

L'introduction en bourse est considérée comme étant un contexte propice à l'étude des relations d'agence, puisqu'elle change profondément la structure de propriété et de financement des entreprises. Avec le changement du pourcentage du capital détenu par le propriétaire-dirigeant, suite aux émissions d'actions, des conflits d'agence naissent.

En effet, préalablement à l'offre publique initiale, la structure de propriété de l'entreprise est caractérisée par une très grande concentration de la propriété entre les mains du propriétaire ou des actionnaires d'origine. Après la cotation, deux situations sont souvent envisageables.

Dans la première, les actionnaires d'origine préfèrent garder le contrôle de l'entreprise et choisissent en contrepartie, de liquider une petite partie du capital. Dans la seconde situation,

les actionnaires d'origine ne souhaitent plus garder le contrôle de leur société et choisissent de se désinvestir partiellement ou complètement de celle-ci. Pour ce faire, les actionnaires d'origine peuvent liquider leurs participations progressivement. Il en résulte dans ce cas, une structure de propriété largement dispersée. De même, le désengagement des actionnaires d'origine peut s'effectuer par le transfert de la propriété à un autre investisseur, par une prise de contrôle ou encore par une vente de bloc de participations.

Les entreprises dans lesquelles on note la présence de coûts d'agence devraient ainsi avoir une performance inférieure à celles où les fonctions de propriété et de décision sont assumées par les mêmes personnes. C'est la thèse de la convergence des intérêts soutenue initialement par (Berle & Means, 1932) et reprise notamment par (Jensen & Meckling, 1976).

Selon (Brealey et al., 1977), la part du capital détenue par le propriétaire dirigeant signale la présence de projets d'investissement rentables. (Jensen, 1986) pense que les dirigeants préfèrent investir les capitaux levés lors des nouvelles émissions ainsi que les cash-flows disponibles dans des investissements non rentables. Le propriétaire dirigeant cherchera à maximiser la valeur de la firme contrairement à un dirigeant ne possédant pas ou peu du capital qui cherchera à maximiser sa propre utilité au détriment de la richesse des actionnaires. D'après l'hypothèse développée par (Brealey et al., 1977), les dirigeants disposent d'une information privée sur les perspectives de la société et ne décident de la faire coter que dans le cas où ses profitabilités futures sont sujettes à déclinaison dans les années à venir.

La diminution de la participation de l'actionnaire dirigeant suite à la dispersion de la structure d'actionnariat est avancée par (Jain & Kini, 1994) pour expliquer la dégradation des performances économiques post-cotation. Dans la même lignée, (Cai & Loughran, 1998) avancent l'hypothèse selon laquelle il faut s'attendre à une diminution des incitations des actionnaires à contrôler les dirigeants et à maximiser la valeur de l'entreprise après réalisation de l'offre. La performance post-cotation peut donc souffrir si la part détenue par le propriétaire initial change sensiblement.

Dans le cas d'une participation solide au capital, les dirigeants peuvent échapper à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. C'est la thèse de l'enracinement des dirigeants avancée par (Fama & Jensen, 1983). Cette hypothèse prédit une relation négative entre la performance et la participation des dirigeants

au capital. En effet, à un certain niveau de participation, les prélèvements effectués par les dirigeants peuvent dépasser le manque à gagner suite à la baisse des performances.

D'après (Charreaux, 1997), les dirigeants qui possèdent une fraction importante du capital de l'entreprise peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner. Dans ce sens, (Kim et al., 2004) notent que les dirigeants qui possèdent une part importante du capital dans une situation d'asymétrie d'information élevée, préfèrent consommer des avantages en nature au détriment de la richesse de tous les actionnaires.

Dans la littérature, trois conceptions principales, quant à la liaison entre la performance et la structure de propriété, semblent s'affronter : la thèse de « la convergence des intérêts », la thèse de « l'enracinement » et enfin la thèse de « la neutralité ».

L'étude pionnière de la relation linéaire entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise est celle de (Jensen & Meckling, 1976). Selon la thèse de la convergence des intérêts, soutenue initialement par (Berle & Means, 1932) et reprise notamment par (Jensen & Meckling, 1976), plus le pourcentage de capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible. La valeur de la firme augmente avec la proportion du contrôle détenu par les gestionnaires. Ainsi, plus le pourcentage de capital détenu par les gestionnaires est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible. En effet, les dirigeants identifient leur intérêt à ceux des actionnaires et sont moins enclins à utiliser les flux libres à des dépenses improductives. Selon cette thèse, la détention par les dirigeants d'une part du capital constitue une excellente incitation à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires. Ces auteurs pensent que la propriété managériale peut réduire la tendance des dirigeants à profiter de leur position, à exproprier la richesse des actionnaires, à réduire la consommation des bénéfices privés et à s'engager dans des décisions ne maximisant pas la valeur de l'entreprise.

L'hypothèse de « la convergence des intérêts » a été critiquée par (Fama & Jensen, 1983) qui affirment que la propriété des dirigeants peut influencer négativement la relation d'agence (dirigeants et actionnaires). Pour ces auteurs, la propriété managériale est source de coûts d'agence significatifs. Ils affirment qu'au lieu de réduire les problèmes d'opportunisme managérial, la propriété managériale enraine l'équipe dirigeante courante et ne fait que les accentuer. En ayant une part du capital élevée, le dirigeant peut bénéficier du pouvoir de la

neutralisation des mécanismes de contrôle. Ce manque de contrôle peut amener à une diminution de la performance de l'entreprise.

La thèse de l'enracinement soutient au contraire que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. L'étude de base de la modélisation non linéaire de la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise est celle de (Morck et al., 1988). Cette étude confirme, en général, qu'un pourcentage de propriété managériale faible assure l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires alors qu'un pourcentage de propriété élevé mène à l'enracinement des dirigeants. La théorie de l'enracinement suppose que les acteurs développent des stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. En procédant ainsi, ils rendent leur remplacement coûteux pour l'organisation à laquelle ils appartiennent, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir ainsi que leur espace discrétionnaire. La théorie s'applique à tous les acteurs des organisations. Les dirigeants constituent des agents particuliers qui peuvent utiliser les ressources de l'entreprise pour s'enraciner et augmenter ainsi leur pouvoir et les différents avantages qu'ils perçoivent (liberté d'action, sécurité d'emploi, rémunération, avantages en nature...). La théorie de l'enracinement met l'accent sur les relations entre les dirigeants et les contrôleurs et sur les moyens dont disposent les premiers pour paralyser les systèmes de contrôle en augmentant la dépendance des différents partenaires à leur égard. Cette stratégie d'enracinement est efficace, car les contrôleurs peuvent détecter le comportement opportuniste des dirigeants sans pouvoir cependant s'y opposer.

Dans la thèse la neutralité, (Demsetz, 1983) pense que la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de la firme, ou plus exactement, que toutes les structures de propriété sont équivalentes. Pour l'auteur, la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise. Cette hypothèse est très pessimiste quant aux moyens dont disposent les actionnaires pour contraindre les dirigeants à la performance. Inversement à toutes les études précédentes considérant la propriété managériale comme une variable exogène. (Demsetz & Lehn, 1985) montrent qu'il n'existe aucune relation significative entre la performance comptable et la concentration de la propriété. Ils affirment également que les coûts associés au contrôle des dirigeants dépendent de la stabilité de l'environnement. Plus l'environnement est stable, moins serait coûteuse l'évaluation des décisions managériales. De plus, les résultats de l'analyse de ces auteurs

impliquent que la structure de propriété n'a pas d'effet significatif sur la valeur de l'entreprise. Cette étude affirme que la propriété managériale est déterminée d'une manière endogène dans un contexte d'équilibre et qu'elle varie en fonction de la volatilité de la valeur boursière de l'entreprise. Les deux auteurs ajoutent que les dirigeants possédant une grande part du capital de leur entreprise trouvent des difficultés à diversifier le risque de leurs portefeuilles. En conséquence, ils ont tendance à détenir moins d'actions dans les entreprises à risque élevé.

## 2.2. Hypothèse du timing et l'évolution des performances économiques

L'hypothèse du choix d'une fenêtre d'opportunité (timing) a été proposée comme explication de la dégradation des performances boursières à moyen et long terme des entreprises émettrices d'actions. (Loughran & Ritter, 1995) montrent que les dirigeants choisissent d'émettre des actions après une hausse des cours : en raison de l'asymétrie d'information, les investisseurs ne peuvent apprécier la vraie valeur de la firme lors de l'émission. D'après l'hypothèse du « timing du marché » les dirigeants font coïncider l'introduction avec une période où les performances économiques sont anormalement élevées et ne seront pas maintenues dans le futur. (Loughran & Ritter, 1997) montrent que certaines firmes émettrices induisent en erreur les investisseurs. Ces derniers se baseraient sur les bonnes performances publiées sans tenir compte d'un potentiel effet timing. (Degeorge & Zeckhauser, 1993) font ce même constat pour des entreprises soumises à un reverse LBO<sup>3</sup>. Cette explication peut s'appliquer au contexte de l'introduction en bourse : les dirigeants feraient coïncider l'introduction avec un pic de performances économiques.

D'après (Benninga et al., 2005), les introductions en bourse coïncident avec des périodes où les investisseurs surévaluent les cash flows futurs des sociétés qui s'introduisent en bourse.

Ainsi, sur le marché américain, (Mikkelsen et al., 1997) soulignent que les entreprises qui ont de bonnes performances économiques sont plus enclines à investir. En conséquence, l'augmentation induite des actifs conduit à la détérioration de la rentabilité économique l'année suivant l'introduction : c'est le biais du retour sur investissement.

---

<sup>3</sup> Un Reverse Leveraged Buy-Out ou Reverse LBO (RLBO) est une société introduite en bourse à l'issue d'une opération de LBO. Un Leveraged Buy-Out (LBO) consiste à racheter une société en faisant appel à des organismes spécialisés qui financent cette reprise par endettement. On parle de LBO *inverse* car le LBO passe très souvent par le retrait de la cote quand il vise une entreprise cotée en bourse. L'échantillon de Degeorge et Zeckhauser (1993) est composé de sociétés qui reviennent sur le marché boursier après l'avoir quitté.

D'après (Pagano et al., 1998), les entreprises qui ont de fortes perspectives de croissance enregistrent, après l'introduction en bourse, un déclin des performances économiques et des dépenses d'investissement. En effet, les dirigeants utiliseraient l'introduction pour assainir leur structure financière. L'introduction en bourse serait donc planifiée, d'après les mêmes auteurs, après une forte période de croissance afin de rééquilibrer leur bilan.

Selon (Sentis, 2005), l'explication liée au phénomène de timing sous-tend un acte opportuniste des actionnaires d'origine : conscients de la forte évaluation de l'entreprise par le marché, ils profiteraient de cette situation temporaire pour l'introduire en Bourse.

### **2.3. Hypothèse de la gestion des résultats avant introduction**

L'effet timing de l'introduction en bourse peut aller de pair avec une gestion des résultats avant cotation. (Teoh et al., 1998) et (Rangan, 1998) ont avancé l'hypothèse de la manipulation des résultats comptables au cours de l'année qui précède l'introduction pour expliquer la sous-performance post-cotation. D'après les mêmes auteurs, les dirigeants tendent à améliorer les résultats pour donner une meilleure image de la firme avant une émission d'actions. Cette amélioration se ferait grâce aux ajustements comptables portés aux comptes de régularisation discrétionnaires (discretionary accruals) : elle peut ainsi conduire à une surestimation des performances économiques avant introduction.

(Jain & Kini, 1994) et (Loughran & Ritter, 1995) avancent que les sociétés émettrices s'engagent dans une gestion agressive des résultats pour amener les investisseurs à adopter des comportements excessivement optimistes à l'égard des perspectives de la société émettrice.

(Teoh et al., 1998) précisent que si les investisseurs sont guidés par les bénéfices mais ignorent que ces derniers peuvent être manipulés par les gestionnaires de l'entreprise émettrice, ils peuvent payer un prix trop élevé. A mesure que la valeur réelle de l'entreprise est divulguée, les prix des titres sont révisés à la baisse. Toutes choses égales par ailleurs, plus la manipulation des résultats comptables est élevée, plus la correction du prix sera importante.

Ce scénario suggère que les firmes émettrices qui manipulent leurs résultats avant l'émission sous-performent à moyen et long terme. Toutefois, cette explication n'est valable que si le marché ne peut anticiper correctement le comportement des dirigeants. Si les entreprises émettrices présentent un pic de performance juste avant d'aller en bourse, on peut soupçonner une manipulation de données comptables qui serait à l'origine du déclin des performances économiques post-cotation.

## Conclusion

Force est de constater que le champ d'investigation sur les performances économiques des cotations en bourse intéresse un bon nombre de chercheurs pendant plusieurs années. La plupart d'entre eux mettent en évidence un déclin de ces performances sur la période post cotation, avec des explications contrastées. C'est dans ce courant de recherche que nous avons inscrit notre travail en exposant une revue des principaux travaux portant sur les performances économiques et opérationnelles post cotation sur différents marchés (Américain, asiatique et européen). Néanmoins, sur le marché africain et plus précisément au Maroc il existe à notre connaissance peu de travaux de recherche particulièrement consacrés à l'évaluation et l'explication des performances économiques post cotation des entreprises. Chose qui ouvre la voie, dans les perspectives du présent papier, vers une étude empirique portant sur un échantillon représentatif de l'ensemble des entreprises cotées sur la bourse des valeurs de Casablanca. En plus de la revue des travaux présentée, nous avons examiné les différentes explications théoriques avancées par les auteurs principalement les conflits d'agence et les hypothèses du timing de la cotation en bourse et de gestion du résultat avant cotation. En fait, la dilution du capital lors de la cotation en bourse inciterait les actionnaires dirigeants à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. L'hypothèse du timing suppose que les dirigeants choisiraient d'introduire l'entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées. Enfin, les dirigeants pourraient être enclins à pratiquer une gestion du résultat visant à surestimer ce dernier avant l'introduction.

Par la présente recherche nous ouvrons la voie vers d'autres questions de recherche pouvant porter sur des travaux théoriques ou empiriques, parmi ces questions on peut trouver notamment :

- Les raisons et les déterminants supposés influencer la décision d'introduction en bourse ;
- Les performances boursières post cotation ;
- Les avantages et les contraintes de l'introduction en bourse.

## BIBLIOGRAPHIE

- AAMOUM, H., & GBAOUI, B. (2021b). Introduction en bourse et performances économiques des entreprises : Le cas Marocain. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(1), 156-177.
- Benninga, S., Helmantel, M., & Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 115–132.
- Berle, A., & Means, G. (1932). The modern corporation and private property. *McMillan, New York*.
- Brav, A., & Gompers, P. (1997). Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 52(5), 1791-1821.
- Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Cai, J., & Loughran, T. (1998). The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971–1992. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 395–425.
- Cai, J., & Wei, K. J. (1997). The investment and operating performance of Japanese initial public offerings. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(4), 389–417.
- Chaouani, S. (2009). *La performance des introductions en bourse: une étude des déterminants et des effets de la cotation sur la place de Paris* [PhD Thesis]. Lille 1.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises: corporate governance: théories et faits Paris, Economica p 540*.
- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2004). Post-IPO operating performance, venture capitalists and market timing. *Essex Finance Centre Discussion Paper*, 04/16.
- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2007). Post-IPO operating performance, venture capital and the bubble years. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1423–1446.
- Degeorge, F., & Zeckhauser, R. (1993). The reverse LBO decision and firm performance: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 48(4), 1323–1348.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375–390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155–1177.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 301-325.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance*, 1699-1726.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jillali, S. A., & Belkassah, M. (2022). Performance financière des IPOs : Étude exploratoire. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 3(1-1), 210-230. <https://doi.org/10.5281/zenodo.5899558>
- Kim, K. A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00019-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00019-6)
- Kutsuna, K., Okamura, H., & Cowling, M. (2002). Ownership structure pre-and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2), 163–181.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of finance*, 50(1), 23-51.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *JOURNAL OF FINANCE-NEW YORK-*, 52, 1823-1850.
- Mansali, H. (2005). Les performances opérationnelles à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 8(2), 207-231.
- Mansali, H., & Labégorre, F. (2010). Les performances économiques et boursières à long terme des sociétés introduites en bourse: le cas du marché français (1990-2003). *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 67-106.
- Mikkelson, W. H., Partch, M. M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of financial economics*, 44(3), 281-307.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance*, 53(1), 27–64.

- Purnanandam, A. K., & Swaminathan, B. (2004). Are IPOs really underpriced? *The Review of Financial Studies*, 17(3), 811–848.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122.
- Sentis, P. (2001). *Les performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse: le cas français 1991-1995*. Montpellier University, Center for Research in Finance.
- Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse. *Revue française de gestion*, 5, 225-244.
- Serve, S. (2007). L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises. *Finance*, 28(2), 79-120.
- Shelor, R., & Anderson, D. (1998). The Financial Performance of REITs Following Initial Public Offerings. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 375-388. <https://doi.org/10.5555/rees.16.3.j40372278k851173>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737–783.
- Smith, S. C., & Chun, H. (2003). New issues in emerging markets: determinants, effects, and stock market performance of IPOs in Korea. *Journal of Emerging Market Finance*, 2(3), 253–285.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Wang, C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1835-1856. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.003>
- Yan, D., & Cai, J. (2003). Long-run operating performance of initial public offerings in Japanese over-the-counter market (1991–2001): evidence and implications. *Asia-Pacific Financial Markets*, 10(2-3), 239–274.