

Modèles et dynamiques de sous-évaluation dans les introductions en bourse : une analyse multifactorielle

Models and dynamics of underpricing in initial public offerings: a multifactorial analysis

Nabila SABIR, (Doctorante)

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech, Maroc

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches et d'Etudes en Management des Organisations et Droit de l'Entreprise (LIRE-MD)

Sidi Mohamed RIGAR, (Professeur d'enseignement supérieur)

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech, Maroc

Directeur du Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches et d'Etudes en Management des Organisations et Droit de l'Entreprise (LIRE-MD)

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de l'Université Cadi Ayyad Bd Al Kouliyat, Marrakech, MAROC BP 2380 05 24 30 30 32
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	SABIR, N., & RIGAR, S. M. (2024). Modèles et dynamiques de sous-évaluation dans les introductions en bourse : une analyse multifactorielle. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 5(2), 302-316. https://doi.org/10.5281/zenodo.10658009
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: January 12, 2024

Accepted: February 12, 2024

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 5, Issue 2 (2024)

Modèles et dynamiques de sous-évaluation dans les introductions en bourse : une analyse multifactorielle

Résumé

Cet article examine le phénomène de sous-évaluation dans les introductions en bourse (IPOs), un sujet qui attire l'attention tant des praticiens que des chercheurs dans le domaine financier. La recherche se focalise sur l'interrogation centrale de pourquoi, en dépit des avancées théoriques et des pratiques du marché, les IPOs sont systématiquement sous-évaluées lors de leur lancement. L'objectif est de dévoiler les mécanismes sous-jacents à cette sous-évaluation et d'analyser son impact sur les performances post-IPO, soulignant les stratégies des entreprises et les dynamiques de marché en jeu. En s'appuyant sur une revue de littérature qui adopte des approches systématique et conceptuelle, cette étude synthétise les diverses théories existantes tout en identifiant les zones de divergence et de convergence entre elles. Ceci permet de dresser un état des lieux exhaustif des perspectives théoriques sur le sujet. Les principales conclusions théoriques révèlent l'importance de l'asymétrie d'information, de la théorie du signal, et des stratégies de gestion du risque dans la compréhension de la sous-évaluation des IPOs. L'article discute également des divergences, notamment sur l'importance des facteurs comportementaux par rapport aux facteurs structurels, et des convergences, comme le rôle central de l'asymétrie d'information. Notre analyse met en lumière un manque dans la littérature concernant les effets à long terme de la sous-évaluation sur la performance des entreprises après l'IPO, ainsi que les limites des modèles théoriques existants à intégrer des variables contemporaines telles que l'impact des médias sociaux et les changements dans la réglementation mondiale. Cet article vise à fournir une analyse approfondie et généralisable du phénomène de sous-évaluation des IPOs, contribuant ainsi à la compréhension et à l'application des théories financières dans le contexte des marchés émergents et établis.

Mots-clés : IPO, sous-évaluation, performance post-IPO, asymétrie d'information, théorie du signal.

JEL Classification : G11, G12, G15

Type d'article : Article théorique.

Abstract

This article examines the phenomenon of underpricing in initial public offerings (IPOs), a subject that captures the attention of both practitioners and researchers in the financial field. The research focuses on the central question of why, despite theoretical advances and market practices, IPOs are systematically underpriced at their launch. The goal is to unveil the underlying mechanisms of this underpricing and to analyze its impact on post-IPO performance, highlighting the strategies of companies and the market dynamics at play. Relying on a literature review that adopts systematic and conceptual approaches, this study synthesizes various existing theories while identifying areas of divergence and convergence among them. This allows for a comprehensive overview of the theoretical perspectives on the subject. The main theoretical findings highlight the importance of information asymmetry, signaling theory, and risk management strategies in understanding the underpricing of IPOs. The article also discusses divergences, particularly regarding the importance of behavioral factors versus structural factors, and convergences, such as the central role of information asymmetry. Our analysis sheds light on a gap in the literature regarding the long-term effects of underpricing on company performance post-IPO, as well as the limitations of existing theoretical models to integrate contemporary variables such as the impact of social media and changes in global regulation. This article aims to provide a thorough and generalizable analysis of the IPO underpricing phenomenon, thereby contributing to the understanding and application of financial theories in the context of both emerging and established markets.

Keywords: IPO, underpricing, post-IPO performance, information asymmetry, signaling theory.

JEL Classification: G11, G12, G15

Paper type: Theoretical research

1. Introduction

L'introduction en bourse (IPO) est un événement crucial dans la vie d'une entreprise, marquant souvent sa première interaction directe avec les marchés financiers publics. Ce processus, qui vise à lever des capitaux en vendant des actions au public, est cependant souvent accompagné d'une caractéristique intrigante et persistante : la sous-évaluation des titres lors de l'offre. Historiquement, de nombreuses études ont documenté cette tendance à fixer le prix des actions en dessous de leur valeur de marché lors de l'IPO, un phénomène qui soulève des questions fondamentales sur les mécanismes de marché et les stratégies des participants.

La sous-évaluation des actions lors des introductions en bourse (IPOs) n'est pas juste un détail statistique. Elle révèle en réalité la manière complexe dont les investisseurs, les entreprises et les intermédiaires financiers interagissent et prennent des décisions sur le marché. Elle suggère l'existence de facteurs sous-jacents qui influencent les décisions de tarification des titres, allant au-delà des simples forces de l'offre et de la demande. Cette situation est particulièrement prévalente dans les marchés où l'asymétrie d'information et les incertitudes concernant la valorisation des nouvelles entreprises sont élevées. Dans ces contextes, la détermination du prix juste d'une action devient une tâche ardue, exacerbée par les divergences d'intérêts et de perceptions entre les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires financiers.

Face à ces constatations, un questionnement central émerge : « **Quels sont les principaux facteurs qui influencent la sous-évaluation des titres lors des introductions en bourse, et comment ces facteurs interagissent-ils pour façonner les décisions de tarification et les performances du marché à court et à long terme ?** ». Cette problématique guide notre exploration à travers diverses théories et perspectives, cherchant à déchiffrer les multiples facettes de ce phénomène complexe.

L'examen des phénomènes de sous-évaluation lors des IPOs a été approfondi par divers auteurs, qui ont exploré les multiples facettes de cette question. Ritter (1991) et Loughran et Ritter (2004) ont mis en évidence l'impact significatif de l'asymétrie d'information sur la fixation des prix lors des introductions en bourse.

Selon Habib et Ljungqvist (2001), la sous-évaluation peut être vue comme une stratégie pour attirer les investisseurs dans un contexte d'incertitude. Allen et Faulhaber (1989) proposent une perspective où la sous-évaluation sert de signal positif quant à la qualité de l'entreprise émettrice, une approche reprise et approfondie par Grinblatt et Hwang (1989), qui mettent en avant la théorie du signal comme une explication clé du phénomène. Par ailleurs, l'analyse de Rock (1986) sur l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et non informés fournit un cadre pour comprendre comment la sous-évaluation peut atténuer le problème du 'winner's curse' dans les IPOs.

Ces études fondamentales ont pavé la voie à d'autres recherches, comme celle de Loughran et Ritter (2002), qui ont examiné les conséquences à long terme de la sous-évaluation sur la performance des entreprises. Ils mettent en évidence que, contrairement aux attentes, une forte sous-évaluation initiale ne se traduit pas nécessairement par une surperformance à long terme, soulignant la complexité des marchés et la nécessité d'une analyse plus approfondie.

En intégrant ces perspectives variées, notre recherche se propose de creuser davantage dans les dynamiques de la sous-évaluation lors des IPOs, en examinant non seulement les facteurs traditionnellement identifiés, mais aussi en explorant de nouveaux angles d'analyse tels que l'impact des innovations financières et des changements réglementaires sur les stratégies de tarification des IPOs. Notre objectif est de fournir un cadre d'analyse enrichi, qui tienne compte de l'évolution du paysage financier et des défis contemporains auxquels sont confrontées les entreprises et les investisseurs.

2. Les introductions en bourse : un aperçu.

2.1. Fondements et influence des IPO sur le marché financier

Une introduction en bourse, ou IPO (Initial Public Offering), est un événement financier important pour une entreprise, marquant sa transition de la propriété privée à la propriété publique. Jain et Kini (1994), décrivent cette transition comme un moment déterminant pour la croissance et l'expansion des entreprises. Les entreprises choisissent souvent de devenir publiques pour lever des capitaux, améliorer leur visibilité et crédibilité, et permettre aux investisseurs et fondateurs de réaliser une partie de leur investissement, comme le souligne Ritter (1987).

L'introduction en bourse a également un impact significatif sur les marchés financiers. Elle offre de nouvelles opportunités d'investissement et peut influencer les tendances du marché. Loughran et Ritter (2004), ont mis en évidence l'effet des IPO sur la dynamique du marché, en particulier en termes de prix et de liquidité des actions.

L'évaluation des entreprises lors de l'IPO est un aspect déterminant, abordé par Rock (1986). En effet, l'auteur explore le phénomène de sous-évaluation des IPO et les risques associés tant pour les investisseurs que pour les entreprises, et conclut que les cotations en bourse peuvent entraîner une volatilité du marché, posant des défis aux investisseurs et régulateurs.

Enfin, la régulation des IPO est un sujet important. Sherman et Titman (2002), ont examiné les mécanismes de régulation et de gouvernance d'entreprise qui accompagnent une IPO, soulignant l'importance de la transparence et de la conformité réglementaire.

En conclusion, les introductions en bourse jouent un rôle vital dans les marchés financiers. Elles sont un mécanisme pour lever des capitaux, mais influencent également les tendances du marché, présentent des défis réglementaires, et requièrent une attention particulière à l'évaluation et aux risques. Comprendre ces aspects est essentiel pour les investisseurs, les entreprises et les régulateurs afin de naviguer efficacement dans le paysage financier complexe des IPO.

2.2. L'évolution historique des IPOs et leur rôle dans l'économie globale

Les introductions en bourse (IPOs) ont joué un rôle de plus en plus central dans l'économie mondiale au fil des décennies. Cette évolution historique reflète non seulement des changements dans les pratiques des entreprises, mais aussi une transformation dans les perspectives des investisseurs et des marchés financiers.

L'histoire des IPOs remonte au 17^{ème} siècle, avec la création de la Compagnie néerlandaise des Indes orientales, souvent citée comme la première entreprise à avoir émis des actions publiques. Cette étape, comme l'indique Macaulay (1938) dans "The Origins of Modern Capitalism", marque le début de la modernisation des marchés financiers et l'émergence de l'économie capitaliste.

Au cours du 20^{ème} siècle, les IPOs ont gagné en importance, comme le souligne Ritter (1984) dans son étude "The 'Hot Issue' Market of 1980". Les années 1980 et 1990 ont vu une augmentation significative du nombre et de la taille des IPOs, alimentée par la croissance des marchés boursiers mondiaux et l'émergence de nouvelles industries, notamment dans la technologie et les télécommunications.

L'essor des IPOs dans les années 1990 et au début des années 2000 a été marqué par des introductions en bourse emblématique, telle que celle de Netscape en 1995, souvent considérées comme le point de départ de la bulle Internet. L'étude de Ljungqvist (2007), "IPO Underpricing", met en évidence l'impact de ces IPOs sur les stratégies d'investissement et le développement du marché boursier.

Cependant, la crise financière de 2008 a marqué un tournant, comme discuté par Lowry et Schwert (2002) dans "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?". La crise a entraîné une reconsidération des évaluations des IPOs et une attention accrue aux risques.

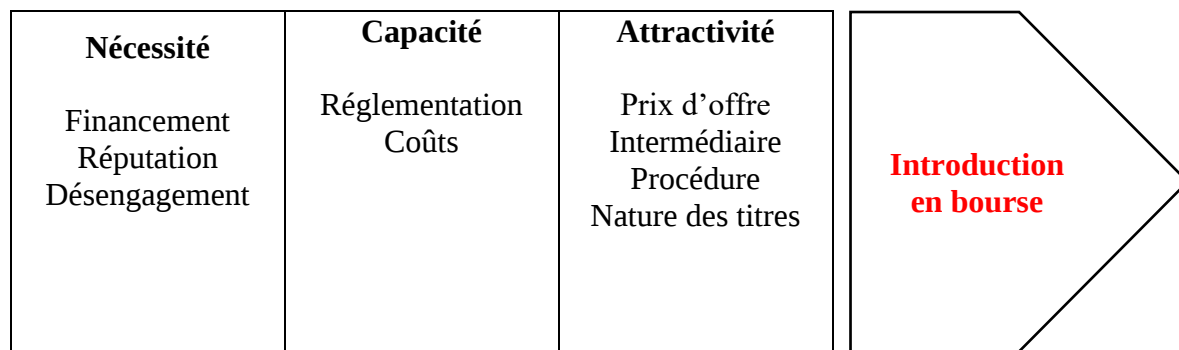
Plus récemment, l'intérêt mondial pour les IPOs a été ravivé avec des introductions en bourse de grande envergure comme celle d'Alibaba en 2014, soulignant leur rôle crucial dans la mobilisation de capitaux pour les entreprises à l'échelle mondiale.

En conclusion, l'histoire des IPOs est celle d'une évolution constante, reflétant les changements dans les pratiques économiques et financières. Elles sont devenues un baromètre essentiel de la santé économique mondiale et continuent de jouer un rôle déterminant dans le financement des entreprises et la dynamisation des marchés financiers.

2.3. Stratégies et décisions clés dans le processus d'IPO

Chaque entreprise, et avant de s'introduire en bourse, doit d'abord s'assurer de la nécessité de se coter, de sa capacité à assumer son choix, et du degré d'attractivité auprès de la communauté financière (Sentis, P. 2005). Nous allons donc apporter dans ce qui suit, des éléments explicatifs pour chaque thème, en se basant sur des études déjà réalisées.

Figure 1 : Définition des choix pour l'introduction en bourse



Source : (Sentis, P. 2005)

2.3.1. La nécessité de s'introduire en bourse

L'opération d'introduction en Bourse est considérée comme une activité lucrative pour les intermédiaires et les institutions boursières. Ainsi, ces acteurs encouragent les entreprises à opter pour la cotation, même si cela ne convient pas à leur situation financière et économique (Sentis, 2005). Bien que le marché boursier soit une source de financement attractive pour les entreprises cherchant à développer leur activité, il est important de considérer d'autres sources de financement en cas d'inadéquation (Faugeron-Crouzet, 2001). En période de marché haussier, les coûts du financement par les marchés sont faibles, ce qui peut inciter les entreprises à s'introduire en Bourse pour lever des fonds. Cependant, en période de récession, le taux de rendement requis par les actionnaires peut augmenter considérablement, rendant la situation difficile pour les entreprises cotées (Jung et Lee, 2012).

Le financement par emprunt bancaire est souvent critiqué pour la dépendance qu'il crée vis-à-vis des établissements bancaires. Cependant, toutes les sources de financement impliquent une certaine forme de dépendance, que ce soit vis-à-vis de nouveaux actionnaires ou de partenaires bancaires (Sentis, 2005). De plus, la recherche de notoriété peut être réalisée par d'autres moyens, tels que les campagnes publicitaires, qui peuvent s'avérer moins coûteuses que l'introduction en Bourse (Faugeron-Crouzet, 2001).

Enfin, il est important de prendre en compte le risque de divulgation d'informations sensibles lors de l'introduction en Bourse, qui peuvent être utilisées par la concurrence. Ainsi, il est important d'étudier les alternatives à la cotation et de s'assurer que les retombées de l'opération justifient les risques encourus (Jayaraman et Shastri, 2015). En somme, avant de prendre la

décision de s'introduire en Bourse, il est nécessaire pour l'entreprise d'évaluer toutes les alternatives disponibles et de vérifier si la cotation est la solution la plus adaptée à ses besoins (Sentis, 2005).

2.3.2. La capacité de l'entreprise à assumer son choix

La question de savoir si une entreprise peut assumer les impératifs liés à une opération en bourse dépend de plusieurs facteurs tels que la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, son ancienneté et les critères spécifiques imposés par le marché financier ciblé. Selon Faugeron-Crouzet (2001), chaque place financière dans le monde présente des critères spécifiques correspondant à la vocation particulière de ces places financières. Ces critères sont généralement liés à la taille de l'entreprise, son secteur d'activité et son ancienneté. Le tableau.1 proposé dans l'article permet une lecture immédiate des catégories de marchés ouverts aux entreprises en fonction de ces différentes caractéristiques. Cependant, il est important de noter que selon le marché envisagé, le secteur, la taille et l'ancienneté ne recouvrent pas la même réalité.

Pour une introduction en bourse sur le premier marché en France, par exemple, l'entreprise doit avoir au moins trois années d'existence et une capitalisation boursière proche du milliard d'euros (Faugeron-Crouzet, 2001). De même, certains marchés comme ceux du Canada, des États-Unis et du Japon imposent des critères de rentabilité sur les années antérieures à l'introduction. Une introduction en bourse sur le New York Stock Exchange (NYSE) nécessite, par exemple, un historique de résultat positif sur les trois années précédentes.

Il est donc essentiel pour l'entreprise de vérifier sa capacité à se conformer aux critères d'introduction en ajustant ses structures sur les plans juridiques, comptable, financier et humain (Faugeron-Crouzet, 2001). De plus, l'introduction en bourse est une opération coûteuse, non seulement en tant que telle, mais aussi pour le suivi qu'elle demande. Les nombreux intermédiaires que l'entreprise sollicite représentent le poste de coût le plus important, l'intermédiaire-introducteur absorbant à lui seul 5 à 10 % des fonds levés (Lehmann, 2005).

Le choix de l'intermédiaire et des diligences à mettre en œuvre peut conduire à alourdir ou au contraire alléger la facture de plusieurs millions d'euros. De même, le maintien de la cotation présente des coûts très importants, en plus des coûts d'adhésion au marché financier. Les coûts induits par la publication d'informations, par l'animation du titre et par les prestations de différents intermédiaires spécialisés peuvent apparaître prohibitifs (Faugeron-Crouzet, 2001). Enfin, les entreprises doivent également se préparer à assurer la divulgation de nombreuses informations en conformité avec les exigences en matière de publications imposées par les organismes régulateurs. À titre d'exemple, la SEC (l'organisme régulateur américain) a recommandé une action en justice contre la société française Business Objects (cotée sur le premier marché et sur le NASDAQ) pour ne pas avoir publié son carnet de commandes non livrées (Laurent, 2005).

2.3.3. Degré d'attractivité de l'entreprise auprès de sa communauté financière

La stratégie d'introduction en bourse d'une entreprise est essentielle pour attirer les investisseurs. Selon Lehmann (2005), pour maximiser les fonds levés lors de l'opération, l'entreprise doit déterminer le niveau optimal de sous-évaluation, qui peut varier en fonction de la taille et de la notoriété de l'entreprise ainsi que du secteur dans lequel elle opère. Les entreprises jeunes et peu connues dans des secteurs émergents ont intérêt à sous-évaluer plus systématiquement, tandis que les entreprises plus anciennes et mieux connues ont moins besoin de sous-évaluation.

Outre la sous-évaluation, l'entreprise doit également s'assurer d'avoir un intermédiaire-introducteur réputé et diligent pour promouvoir l'opération auprès des investisseurs potentiels et des analystes financiers par le biais de road shows (Lehmann, 2005). Cependant, cela peut

être coûteux pour l'entreprise, et un arbitrage doit être effectué entre le coût de l'intermédiaire et la moindre sous-évaluation.

La procédure d'introduction choisie par l'entreprise doit également être adaptée à ses besoins (Lehmann, 2005). Par exemple, la méthode du livre d'ordre convient mieux aux entreprises jeunes et peu connues souhaitant réussir l'opération, car l'allocation discrétionnaire de titres sous-évalués permet de rémunérer les investisseurs pour leur recherche d'informations. En revanche, la méthode d'enchères semble plus adaptée aux entreprises anciennes et mieux connues souhaitant maximiser les fonds levés.

Enfin, la définition des modalités d'émission des titres est cruciale pour l'entreprise (Bancel-Charensol, 2018). Elle doit être utilisée comme un signal en direction des investisseurs, et toute information doit être crédible en étant assortie d'un contrat. Les entreprises doivent également éviter de diffuser des informations erronées sur leurs perspectives de chiffre d'affaires et de rentabilité. La détermination des modalités des actions de préférence peut également aider à éviter les abus constatés lors des introductions en bourse passées, en permettant aux entreprises de décliner la nature des titres en fonction de leurs prévisions de rentabilité (Bancel-Charensol, 2018).

3. Sous-évaluation des titres lors des introductions en bourse

« Pourquoi les offres d'introduction en bourse sont-elles sous-évaluées ? », c'est la question pour laquelle plusieurs théories cherchent à apporter des réponses.

La sous-évaluation, ou ce qu'on appelle décote de placement est un phénomène présent dans la plupart des marchés boursiers. Il s'agit de la différence entre le prix d'offre et le premier cours coté. En effet, plusieurs explications ont été apportées pour mieux comprendre ce phénomène. L'asymétrie informationnelle, qui persiste sur les marchés boursiers, est l'un des principaux facteurs explicatifs de la sous-évaluation.

3.1. Les explications relatives aux asymétries d'informations

Les différents modèles de sous-évaluation qui reposent sur le problème d'asymétrie informationnelle démontrent une répartition inégale d'informations entre les différents acteurs du marché boursier. Nous allons donc examiner dans cette section les différents courants théoriques avancés par la littérature, à savoir : (1) les modèles sur l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et non informés, (2) les modèles sur l'asymétrie d'information entre la société émettrice et l'agent introducteur, (3) les modèles sur l'asymétrie d'information entre la société émettrice et les investisseurs.

3.1.1. Asymétrie d'information entre les investisseurs informés et non informés (Malédiction de vainqueur)

La malédiction du vainqueur est un modèle proposé par Rock (1986), qui explique la présence d'une asymétrie d'information, entre deux types d'investisseurs : ceux informés sur la vraie valeur de l'entreprise, et ceux non informés. En effet, les investisseurs informés, et en se basant sur les informations privilégiées qu'ils détiennent, peuvent distinguer les titres surévalués de ceux sous-évalués des entreprises introduites en bourse. Ils souscrivent donc aux actions, que lorsqu'elles sont sous-évaluées, c'est-à-dire lorsque le prix d'offre est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action. Alors ces investisseurs, n'envisagent pas de participer aux introductions que lorsqu'ils anticipent une rentabilité élevée, contrairement aux investisseurs non informés. Ces derniers perdent de l'argent puisqu'ils souscrivent à tous les titres, dont principalement, ceux surévalués. Ceci est dû à la participation massive des investisseurs informés, qui rationne la disponibilité des titres sous-évalués, d'où, une attribution de la totalité des titres surévalués

aux investisseurs non informés. Alors ces investisseurs supportent ce qu'on appelle « la malédiction du vainqueur », (« winner's curse »).

Ce problème d'asymétrie d'information peut inciter les investisseurs non informés à ne plus souscrire aux actions émises. La sous-évaluation des titres lors des introductions en bourse, peut-être dans ce cas, une stratégie adoptée par la société émettrice. Cette stratégie a pour but d'encourager ces investisseurs à participer aux introductions, puisque leur présence sur le marché est indispensable, afin d'écouler l'ensemble des titres.

La sous-évaluation des actions nouvellement émises accorde aux deux types d'investisseurs la possibilité de participer à toutes les introductions. D'après Keloharju (1993) et Michaely et Shaw (1994), la sous-évaluation n'est importante que lorsque l'incertitude sur la valeur de la firme introduite est importante, et inversement.

Ce modèle a été également développé par Beatty et Ritter (1986), qui avancent deux hypothèses en ce sens. La première hypothèse stipule que plus la valeur de la société émettrice est incertaine, plus ses titres sont sous-évalués. En d'autres termes, il existe une relation positive entre le degré de l'incertitude sur la valeur de la firme, et le niveau de la sous-évaluation. La seconde hypothèse explique la nécessité de fixer un degré de sous-évaluation optimale, qui pourra satisfaire les investisseurs et à la société émettrice à la fois.

Un équilibre de la sous-évaluation s'impose alors afin d'éviter une forte sous-évaluation, qui nuira éventuellement à la crédibilité de la firme émettrice d'une part, et d'autre part, d'éviter une faible sous-évaluation, qui pourra faire fuir une grande part des investisseurs potentiels.

Tableau 1 : Hypothèses et évidences empiriques explicatives de la sous-évaluation :

Sources	Hypothèses	Évidences empiriques	
Rock (1986)	le rendement anormal des non informés	Affirmation	Khon and Walter (1989), Levis (1990), Lee, Taylor et Walter (1996), Huang (1999)
		Contradiction	Khurshed, Mudami et Goergen (1999)
Michaely et Shaw (1994)	La sous-évaluation est plus faible si l'information est répartie de façon plus homogène à travers groupes d'investisseurs.	Affirmation	Michaely et Shaw (1994)
Ritter (1984) Beatty et Ritter (1986)	Plus l'incertitude sur la valeur anticipée de la société IPO est élevée, plus la sous-évaluation est confirmée. De nombreux proxies sont utilisés pour mesurer l'incertitude.	Affirmation	Ritter (1991), Keasey et short (1992), Kiyamaz (2000)
		Contradiction	Mc Guinness (1992)
Beatty et Ritter (1986)	Les souscripteurs qui amplifient le sous-évalué perdent la confiance des investisseurs	Affirmation	Beatty et Ritter (1991), Nanda et Yun (1997), Dunbar (2000)
Boeth et Smith Carter et Manaster (1986)	La sous-évaluation peut être réduite par la réduction de l'asymétrie d'information, la sélection d'un souscripteur prestigieux et un auditeur de bonne réputation	Affirmation	Michaely et Shaw (1994), Mc Guinness (1992), Habib et Jungqvist (2001)
		Contradiction	Beatty et Welch (1996)

Source : Ljungqvist (2005)

3.1.2. Asymétrie d'information entre la société émettrice et l'agent introducteur

L'agent introducteur (appelé également agent centralisateur et aussi teneur de marchés) joue le rôle d'intermédiaire dans l'opération boursière, c'est-à-dire qu'il organise la rencontre entre les investisseurs (acheteurs), et la société émettrice (vendeur). Son rôle est primordial dans le processus d'introduction en bourse, puisqu'il veille principalement au respect des différents aspects techniques de la transaction. En effet, cet intermédiaire dispose d'informations privées sur la demande des titres sur le marché, ainsi que sur les prix d'offre.

Cette asymétrie informationnelle qui existe entre l'agent introducteur et la firme émettrice, à créer une modélisation présentée par plusieurs chercheurs. Baron (1979) souligne l'existence d'une asymétrie d'information entre la société émettrice et l'agent introducteur. En effet, ce dernier est mieux informé sur la demande des titres sur le marché et détient des informations privées, et que la firme émettrice ne peut pas vérifier l'authenticité de ces informations fournies. L'intermédiaire maîtrise parfaitement le marché boursier, ses connaissances et savoir-faire lui permettent de conseiller et guider la société en ce qui concerne la détermination du prix d'offre, ainsi que la distribution des titres auprès des investisseurs. Ainsi, une délégation de la décision de fixation du prix d'offre est attribuée à l'agent, et donc, un prix faible est fixé par ce dernier, afin de réduire les coûts liés à l'introduction en bourse. La sous-évaluation se présente dans ce cas, sous forme de rémunération pour l'agent introducteur, en contrepartie des informations diffusées, et des coûts de placement employés.

Mandelker et Raviv (1977) justifient la sous-évaluation par l'aversion au risque de l'agent introducteur. Cet agent cherche à réduire les risques d'échecs de l'introduction en bourse, ainsi que les coûts qui en découlent, et ceci, en incitant les firmes à diminuer le prix d'offre, d'où la sous-évaluation des titres.

3.1.3. Asymétrie d'information entre la firme émettrice et les investisseurs : Théorie du signal

Allen et Faulhaber (1989) mettent en relief une asymétrie informationnelle qui existe entre la société et les investisseurs. Ils stipulent que la sous-évaluation résulte de la volonté de la société à fidéliser les investisseurs et les attirer pour une souscription future. La sous-évaluation est dans ce cas, un signal émis par les dirigeants sur la bonne qualité des projets d'investissement futurs envisagés par la société. Ce signal est jugé être crédible, puisque les investisseurs bénéficient d'un transfert de richesse grâce à la prime offerte. Ce coût va être récupéré une fois que le marché reconnaitra les bonnes entreprises. En effet, d'après Allen et Faulhaber (1989), une entreprise avec une faible qualité, ne pourra pas sous-évaluer ses titres, puisqu'elle ne sera pas sûre de bien pouvoir dégager des flux de dividendes futurs élevés.

Welch (1989) quant à lui, avance un autre modèle explicatif à la sous-évaluation. Selon lui, les dirigeants sous-évaluent les titres à l'introduction, pour une maximisation des revenus lors d'une cession future des titres. La société s'introduit en bourse en émettant une faible part des titres fortement sous-évalués, pour qu'une part plus importante, avec un prix plus intéressant, soit placée lors d'une émission future d'actions. Ainsi, plus la société est sous-évaluée, plus les perspectives d'augmentation de son capital sont favorables. Ce modèle affirme également que le coût de la sous-évaluation décourage les faibles sociétés d'imiter celles de meilleure qualité. Le modèle de Grinblatt et Hwang (1989), affirment l'existence d'un autre signal, permettant aux investisseurs de prévoir le risque de rentabilité des projets de la société. Il s'agit du niveau du taux de détention du capital par les actionnaires dirigeants. De ce fait, et afin de réduire le problème d'asymétrie d'information entre la société et les investisseurs, les dirigeants tendent à conserver une bonne part du capital, pour signaler la valeur de la société, tout en sous-évaluant les titres émis. Selon ce modèle, la rentabilité initiale est corrélée positivement à la part de rétention des titres par les dirigeants.

Enfin, la sous-évaluation est un signal qui informe en premier lieu, les investisseurs sur la valeur de la société émettrice ainsi que sur la qualité de ses projets d'investissement ultérieurs, qui attire et fidélise en deuxième lieu, les investisseurs d'où une rentabilité anormalement positive à court terme, et en troisième lieu, elle permet d'encaisser les coûts engagés lors de l'introduction en bourse.

3.2. La sous-évaluation comme stratégie de gestion des risques juridiques

Les sociétés émettrices sont exposées à un risque éventuel de poursuite en justice (« litigation-risk hypothesis »), par les investisseurs insatisfaits de leurs placements. Cette insatisfaction résulte des informations incorrectes et incomplètes dans le prospectus d'introduction, d'où les pertes et coûts financiers subis par les investisseurs. C'est dans ce contexte que les dirigeants sous-évaluent leurs titres, dans le but de mieux gérer les litiges, et de diminuer les risques juridiques.

Tinic (1988) avance que la sous-évaluation prend la forme d'une prime d'assurance offerte aux investisseurs, pour empêcher toute éventuelle poursuite judiciaire. Une augmentation de la sous-évaluation a été remarquée sur le marché américain, après l'imposition de la loi « Securities Act de 1933 », qui imposent à tous les intervenants une transparence informationnelle relative aux caractéristiques des titres émis, et donc pouvoir vérifier la crédibilité et l'authenticité des informations divulguées. Toute information fausse et trompeuse peut entraîner une poursuite judiciaire pour compenser les dommages subis.

Tinic (1988) a mené sa recherche sur deux échantillons relatifs à deux périodes différentes, le premier avant la mise en place de la loi de 1933, et l'autre juste après. Une hausse de la sous-évaluation a été remarquée sur le second échantillon, justifiée par la volonté des dirigeants de minimiser les litiges et les risques de procès. Cette étude empirique a donc confirmé l'hypothèse d'assurance.

Lowry et Shu (2002) confirment l'hypothèse d'assurance. D'après leurs travaux, les sociétés recourent de plus en plus à la sous-évaluation, lorsqu'elles présentent un risque de litige élevé. Leur étude empirique s'est basée sur un échantillon de 1841 sociétés introduites en bourse sur la période 1988-1995. Les résultats ont montré que la sous-évaluation augmente en fonction de l'existence d'un risque judiciaire.

3.3. Sous-évaluation comme moyen de stabilisation des cours

Les introductions en bourse ne sont pas toujours délibérément sous-évaluées. En effet, Ruud (1993) évoque la présence d'une pratique appelée stabilisation des prix, à travers laquelle les intermédiaires soutiennent les offres des cours qui peuvent s'écrouler après l'ouverture de leur capital. Il s'agit alors d'une pratique qui a pour objectif de manipuler les cours, et qui est interdite par les organismes régulateurs, mais légale dans les États-Unis et d'autres pays.

Ruud (1993) a soutenu son hypothèse par une étude empirique sur un échantillon de 463 entreprises américaines introduites entre 1982 et 1983. Les résultats de cette étude révèlent l'existence d'un taux très faible des rentabilités initiales négatives. Ce taux trouve son explication principalement par la présence du processus de stabilisation des cours. Cependant, l'absence de ce processus peut avoir une incidence négative sur la rentabilité initiale observée sur l'échantillon étudié. Ruud (1993) révèle à travers les résultats obtenus, que la sous-évaluation, n'est qu'une pratique de contrôle artificiel des prix, définis par les intermédiaires sur le marché secondaire.

Il est difficile d'identifier et d'observer les pratiques de stabilisation des cours. Hanley et al. (1993) se sont basés sur la fourchette de cotation pour détecter ces pratiques. Ils s'appuient sur le fait que les cours stabilisés détiennent la fourchette la plus étroite et limitée. En effet, les intermédiaires (teneurs du marché) sont ceux qui profitent le plus de cette pratique, puisqu'ils peuvent revendre leurs titres au prix de stabilisations, et donc réduisent leur risque de perte. D'après l'étude, la pratique du maintien des prix est élevée lorsque l'écart entre le cours du

marché et celui du de l'introduction est faible. Ceci s'applique seulement sur les premiers dix jours de cotation, c'est-à-dire que la stabilisation des cours s'arrête à partir du onzième jour. Cependant, Asquith et al. (1998) rejette l'hypothèse de stabilisation des prix de Ruud (1993). L'étude menée distingue tout d'abord les introductions ayant bénéficié de la pratique de maintien des prix, et d'autres n'en bénéficiant pas. Ensuite, les rentabilités initiales ont été calculées pour les deux types d'introduction. Les résultats ont alors démontré que les titres ne sont pas sous-évalués pour les introductions avec stabilisation des cours.

3.4. Sous-évaluation et hypothèse de liquidité et de structure de propriété

Plusieurs définitions ont été apportées par la littérature financière au concept de la liquidité. Black (1971) par exemple, définit la liquidité par la présence d'un prix d'achat et de vente pour un investisseur qui souhaite à tout moment effectuer une transaction sur le marché boursier. Pour Demsetz (1968), un marché non liquide se caractérise par l'absence de continuité des négociations, et donc d'une disparité entre les offreurs et demandeurs de titres sur le marché. Kyle (1985) quant à lui, stipule que la liquidité signifie la vitesse d'exécution d'un ordre par le marché, et sa capacité à supporter d'importants volumes sans aucun changement des prix. Cependant, le concept de liquidité a un caractère multidimensionnel, très vague et complexe, et malgré la pluralité de ses définitions, sauf que son appréhension reste difficile.

Plusieurs travaux de recherche ont décelé une corrélation positive entre la liquidité des titres et la structure de propriété du capital de la firme émettrice. D'après Demsetz (1968), le nombre d'investisseurs intéressés par la négociation sur le marché évolue significativement en fonction du taux de détention d'une action, autrement dit, le nombre d'actionnaires est un facteur décisif de la liquidité. Pour Bhidé (1993), la dispersion de la structure de propriété rend le marché plus liquide, c'est-à-dire, que le capital soit divisé sur plusieurs petits porteurs. Holmström et Tirole (1993) distinguent deux types d'investisseurs, il s'agit de ceux qui visent le long terme (investisseurs stratégiques), et d'autres qui visent le court terme et qui préfèrent la liquidité (liquidity traders). L'étude démontre que la liquidité du marché est réduite lorsque la propriété des titres est concentrée chez la première catégorie d'investisseurs. Cependant, le manque de liquidité sur le marché est la conséquence d'une réduction de la fréquence de négociations des investisseurs à court terme, puisqu'ils sont généralement les moins informés.

Par ailleurs, Jensen et Meckling (1976) et Shleifer et Vishny (1986) expliquent que la firme émettrice peut subir des conséquences négatives si la liquidité atteint un degré important suite à la dispersion de la structure de propriété. En cas de dispersion de l'actionnariat, une réduction du gain marginal lié à la collecte d'informations et au contrôle des activités de la société s'impose. La dispersion de propriété empêche les actionnaires de gérer et contrôler de manière efficace, les activités qui agissent en leur propre intérêt. D'autre côté, la concentration de propriété incite les actionnaires à mieux gérer et contrôler la firme, étant donné que l'absence de liquidité à limiter les possibilités de revente des titres.

Toutefois, cette hypothèse a été rejetée par Holmström et Tirole (1993), qui stipulent que la société peut être parfaitement gérée et contrôlée dans un marché liquide, même si le capital est dispersé. Ce contrôle est possible grâce au mécanisme de fixation de prix, « price-discovery mechanism ». Lorsque le capital est détenu par des investisseurs non informés (petits porteurs), le spéculateur supporte un coût afin de collecter des informations qui en profitent pour effectuer des transactions sur le marché. Ensuite, ces informations impacteront le niveau du cours du titre pour atteindre sa valeur d'équilibre. Holmström et Tirole (1993), avancent dans leur modèle les limites de la concentration de la structure de propriété dans une société. Dans un marché liquide, l'incompétence du dirigeant pèsera éventuellement sur le cours de l'action, et donc mettra les performances de la société en péril.

Ces modèles nous mènent à poser la question suivante : du moment que la liquidité procure plusieurs avantages, pourquoi les sociétés ne tendent pas vers la dispersion de leur structure de

propriété ? La société doit impérativement supporter des coûts indirects afin d'élever le niveau de liquidité de ses titres, comme par exemple le coût de compensation des investisseurs non informés, qui subissent une perte lors de leur introduction. La sous-évaluation des titres à l'introduction en bourse est une pratique qui permet d'obtenir une structure de propriété bien dispersée, et qui rend le marché plus liquide.

3.5. Explication comportementale de la sous-évaluation (info-cascade)

Bickhchandani, Hirshleifter and Welch (1992) définissent la « cascade informationnelle » par une séquence de décisions où c'est optimal pour des agents d'ignorer leurs propres préférences, et d'imiter les choix d'autres agents.

La « cascade informationnelle » est une théorie du comportement qui peut expliquer le phénomène de la sous-évaluation à l'introduction en bourse. D'après Welch (1992), les émetteurs peuvent sous-évaluer les titres afin d'éviter les cascades d'information, ou ce qu'on appelle effet d'entraînement. Il s'agit des investisseurs potentiels qui ont tendance à suivre le comportement d'achat des autres investisseurs. Leurs décisions d'achat dépendent donc de celles d'autres investisseurs, d'où la sous-évaluation des titres à l'introduction, qui a pour principal but d'inciter les premiers investisseurs à acheter, invitant ainsi les autres à faire de même.

3.6. Preuves empiriques de la sous-évaluation initiale

Le phénomène de sous-évaluation a fait l'objet de nombreuses études empiriques sur plusieurs places boursières. Les résultats de ces études sont très rapprochés, dans la mesure où, la sous-évaluation est remarquée dans plusieurs pays et dans différents secteurs. La sous-évaluation est donc toujours présente, son pourcentage varie en fonction de la bourse et de la firme cotée. Les études menées par Muscarella et Vetsuypens (1989a) ont testé empiriquement l'hypothèse d'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et non informés, et entre la société émettrice et l'agent introducteur. L'échantillon d'études se compose de filiales de groupes, comparées à un groupe de contrôle composé de sociétés indépendantes. Les résultats ont montré que le pourcentage de la sous-évaluation des filiales introduites en bourse, est moins que celui des sociétés indépendantes cotées. Muscarella et Vetsuypens (1989a) démontrent qu'en absence d'asymétrie d'information, la sous-évaluation atteint un niveau significatif quand l'intermédiaire introducteur cède ses propres actions.

Sur un échantillon de 62 entreprises introduites en bourse, Lee, Taylor et Walter (1996b) ont examiné le phénomène de sous-évaluation sur la place boursière de Singapour. Les résultats de cette étude ont montré que les performances réalisées par les firmes introduites sont liées d'une part, à la décote initiale, et d'autre part, au taux élevé de détention d'action par les dirigeants.

Brennan et Franks (1997) ont mené une étude sur un échantillon de 69 entreprises introduites en bourse en Royaume-Uni. Ils ont montré que la sous-évaluation est un moyen pour encourager la sursouscription, et pour distinguer entre les investisseurs. La sursouscription est un moyen pour dirigeants, de parvenir à une dispersion de propriété après l'introduction en bourse.

Pham, Kalev et Steen (2002) affirment l'existence d'une corrélation positive entre la sous-évaluation à l'introduction, et la baisse du taux de rétention de l'actionnariat dirigeant. Ils démontrent l'impact positif de ce facteur sur le rendement des titres après l'introduction.

Habib et Ljungqvist (2001) lient le niveau de sous-évaluation au taux de cession, c'est-à-dire, la quantité d'actions cédées par les actionnaires par rapport à la quantité d'actions émises. Leur modèle regroupe trois éléments, à savoir la richesse de l'actionnaire, l'effet des dépenses marketing et le taux de cession. Habib et Ljungqvist (2001) démontrent que les dépenses marketing peuvent minimiser les pertes de la sous-évaluation, surtout pour le cas des entrepreneurs qui souhaitent vendre une grande partie de ses actions.

Tableau 2 : Synthèse des principales études sur la performance boursière à court terme des introductions en bourse :

Pays	Auteurs	Échantillon	Période d'étude	Sous-évaluation
Allemagne	Ljungqvist (1997)	180	1970-1993	9,20%
Australie	Lee, Taylor et Walter (1996)	266	1976-1989	11,86 %
Brésil	Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	62	1979-1990	78,50%
Canada	Clarkson et Merkley (1994)	180	1984-1987	6,44 %
Canada	Kooli et Suret (2003)	445	1991-1998	20,57 %
Chili	Aggarwal, Leal et Hernandez (1993)	36	1982-1990	16,70 %
Chine	Su et Fleisher (1999)	308	1987-1995	948,50%
Corée	Kim et Lee (1990)	41	1984-1986	37,00%
Corée	Kim, Krinsky et Lee (1995)	169	1985-1989	57,56%
Danemark	Jakobsen et Sorensen (2001)	76	1984-1992	3,90 %
Espagne	Alvarez et González (2005)	56	1987-1997	11,77 %
Etats Unis	Ritter (1991)	1526	1975-1984	14,06%
Etats-Unis	Affleck-Graves, Hegde et Miller (1994)	1183	1975-1985	11,00 %
Etats-Unis	Ritter et Welch (2002)	6249	1980-2001	18,80 %
Finlande	Keloharju (1993)	80	1984-1989	9,50 %
France	Degeorge et Derrien (2001)	243	1991-1998	18,00 %
France	Sentis (2001)	61	1991-1995	9,00 %
France	Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2001)	292	1983-1994	18,00 %
France	Broye et Schatt (2003a)	402	1986-2000	20,30%
France	Labégorre et Boubaker (2005)	185	1994-2000	14,70 %
Italie	Giudici (2001)	93	1990-2000	15,37 %
Italie	Cassia et al. (2004)	182	1985-2001	21,87 %
Japon	Cai et Wei (1997)	180	1971-1992	31,00 %
Malaisie	Paudyal, Saadouni et Briston (1998)	95	1984-1995	62,10 %
Malaisie	Jelic, Saadouni et Briston (2001)	182	1980-1995	99,04 %
Malaisie	Aussenegg (2006)	62	1984-1996	6,46%
Mexique	Hensler, Herrera et Lockwood (2000)	68	1987-1993	7% à 41%
Portugal	Duque et Almeida (2006)	28	1992-1998	10,55 %
Royaume uni	Levis (1993)	712	1980-1988	14,30 %
Suisse	Kunz et Aggarwal (1994)	34	1983-1989	35,80%

Source : A partir de Jacquillat (1994), Loughran, Ritter et Rydqvist (2005) ainsi q'une synthèse des travaux empiriques sur la performance à court terme des introductions en bourse issues de la littérature sur la question.

4. Conclusion

Cet article a exploré les dynamiques complexes des introductions en bourse, mettant en évidence la sous-évaluation comme un phénomène multifacette. Nous avons vu que les IPOs ne sont pas simplement des événements financiers, mais des moments stratégiques pour les entreprises, marquant leur transition vers la sphère publique et leur interaction directe avec le marché financier.

À travers l'étude des fondements et de l'impact des IPOs sur le marché financier, nous avons souligné leur rôle crucial dans le financement des entreprises et la dynamique du marché. En

considérant l'évolution historique des IPOs, nous avons compris leur importance croissante dans les économies mondiales et leur influence sur les tendances économiques et financières. La section sur les choix stratégiques et décisionnels a révélé l'importance d'évaluer la nécessité, la capacité et l'attractivité d'une entreprise avant de s'introduire en bourse. Les entreprises doivent naviguer dans un environnement complexe, où les décisions de tarification, la régulation, et la perception du marché jouent un rôle crucial dans le succès d'une IPO.

La sous-évaluation, loin d'être un simple effet collatéral, s'avère être un élément stratégique pour les entreprises et les intermédiaires financiers, influençant la perception des investisseurs et la performance post-IPO. Cette analyse détaillée offre une perspective enrichissante sur la manière dont les entreprises et les investisseurs peuvent naviguer dans ce paysage complexe, en équilibrant les risques et les opportunités.

En somme, l'étude de la sous-évaluation des IPOs ouvre des pistes de réflexion sur la compréhension des mécanismes de marché, les stratégies d'entreprise et les décisions d'investissement, constituant un sujet riche pour les chercheurs et les praticiens du monde financier.

Références

- (1). **Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989).** Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303–323.
- (2). **Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986).** Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232.
- (3). **Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992).** A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026.
- (4). **Brennan, M. J., & Franks, J. (1997).** Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- (5). **Demsetz, H. (1968).** The Cost of Transaction. *The Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- (6). **Faugeron-Crouzet, A. M. (2001).** Les procédures d'introduction en Bourse en France. *Banque et Marchés*, 55, 43–51.
- (7). **Faugeron-Crouzet, A.-M. (2001).** Les mécanismes de fixation du prix d'offre et d'allocation des titres lors des introductions en bourse. *Banque de France Bulletin Digest*, 92, 73-86.
- (8). **Grinblatt, M., & Hwang, C. Y. (1989).** Signalling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, 44(2), 393-420
- (9). **Habib, M. A., & Ljungqvist, A. (2001).** IPO Pricing in the Dot-Com Bubble. *Journal of Finance*, 58(2), 723-752
- (10). **Holmström, B., & Tirole, J. (1993).** Market liquidity and performance monitoring. *The Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- (11). **Jacquillat, B., et al. (1994).** Is there value-added information in liquidity and risk premiums? *PSL Research University*
- (12). **Jain, B. A., & Kini, O. (1994).** The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *The Journal of Finance*, 49(5), 1699. doi:10.2307/2329268.
- (13). **Jensen, M.C., et W.H. Meckling, (1976),** «Theory of the firm: managerial behavior, agencycosts and ownership structure», *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- (14). **Jung, K., & Lee, S. (2012).** The effect of financial communication quality on the transparency, financial performance and value of a company. *The Journal of Applied Business Research*, 28(4), 757-768.
- (15). **Keloharju, M. (1993).** The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 251-277
- (16). **Kyle, A. S. (1985).** Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315-1335
- (17). **Laurent, S., & Laurent, G. (2005).** Consumer segments based on attitudes toward luxury: Empirical evidence from twenty countries. *Marketing*.
- (18). **Lehmann, P. (2005).** Introduction en bourse: le guide pratique. Éditions d'Organisation.
- (19). **Ljungqvist, A., (1997),** « Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany », *European Economic Review* 41, 1309-1320.
- (20). **Loughran, T., & Ritter, J. (2004).** Why Has IPO Underpricing Changed over Time? *Financial Management*, 33, 5-37
- (21). **Loughran, T., J. Ritter, et K. Rydqvist, (1994),** « Initial Public Offerings: International Insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
- (22). **Lowry M et Schwert, G.W., (2002),** « IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? », *Journal of Finance*, vol. 57, n°3, pp. 1171-1200.
- (23). **Lowry M et Schwert, G.W., (2002),** « IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? », *Journal of Finance*, vol. 57, n°3, pp. 1171-1200.
- (24). **Mandelker, G., & Raviv, A. (1977).** Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *Journal of Finance*, 32(3), 683-694.
- (25). **Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994).** The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. *Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.
- (26). **Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1989a).** A simple test of Baron's model of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 24, 125-135
- (27). **Pham, P. K., Kalem, P. S., & Steen, A. B. (2002).** Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms. *Journal of Financial Economics*
- (28). **Ritter, J.R., (1984),** « The hot issue market of 1980 », *Journal of Business*, vol. 57, pp. 215-240.
- (29). **Ritter, J.R., (1987),** «The costs of going public», *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 269-281.
- (30). **Rock, K. (1986).** Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp. 187-212.
- (31). **Ruud, J. S. (1993).** Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 135-151
- (32). **Sentis, P., (2005),** Introduction en Bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate, *Revue française de gestion*, 2005/5 (no 158), pages 225 à 244.
- (33). **Sherman, A. E., & Titman, S. (2002).** Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information. *Journal of Financial Economics*, 65(1), 3-29.
- (34). **Shleifer, A., et R. Vishny, (1997),** «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance* 52, 737-783.
- (35). **Tinic, S. M. (1988).** Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 22(2), 355-385.
- (36). **Welch, I. (1989).** Crisis Decision Making Reconsidered. *Journal of Conflict Resolution*, 33(3).