

COMPTABILITE ET VALORISATION A L'INTRODUCTION SUR ALTERNEXT (2005-2006)

Patrick BOISSELIER
Professeur des Universités
Chercheur au CRIFP¹
IAE de Lille
104, av. du Peuple Belge
59043 LILLE Cedex
patrick.boisselier@iae.univ-lille1.fr

Dominique DUFOUR
Maître de conférences
Chercheur au CRIFP
IAE de Nice
av. Emile Henriot
06050 NICE Cedex
dominique.dufour@cannes.unice.fr

Les introductions en Bourse au cours de la période 1999-2001 avaient vu une importante remise en cause de la comptabilité en tant qu'outil de valorisation des entreprises. Cette étude tente d'apprécier le rôle des grandeurs comptables dans la valorisation des sociétés introduites en 2005-2006 sur le compartiment Alternext du marché boursier parisien.

Mots-clés : Alternext, grandeurs comptables, valorisation, IPO

Accounting has been badly criticized as a mean of valuating the firms belonging to the "New economy". This paper tries to appraise how the accounting variables are associated to the IPO values of the firms in a French context and more especially in the context of the Alternext market in 2005-2006.

Key-words: Alternext, accounting variables, valuation, IPO.

¹ Centre de Recherche en Ingénierie Financière et Finances Publiques (CRIFP), Université de Nice-Sophia Antipolis.

1. Introduction

Même si la fonction première de la comptabilité n'est pas l'évaluation de l'entreprise dans une perspective du type marché financier, la littérature a toujours reconnu l'existence d'une forte emprise des valeurs comptables sur les valeurs de marché. Les nombreux travaux consacrés à la manipulation des comptes dans la période qui précède l'introduction sont une illustration de la portée des enregistrements comptables sur la valorisation initiale (Cormier et Martinez, 2006). La théorie positive de la comptabilité a d'ailleurs pour thématique l'étude des interactions entre comptabilité et marché (Raffournier, 1990). Dumontier et Raffournier (2002) classent les travaux consacrés aux articulations entre comptabilité et marché financier en trois rubriques : étude des réactions du marché à l'information comptable, étude de l'association entre rendements boursiers et grandeurs comptables et enfin, utilisation des informations comptables par les investisseurs et impact du marché sur les choix comptables. Notre travail se situe au sein de cette dernière perspective. Le programme de recherche centré sur ces interactions que l'on a pu nommer « Market-based accounting research » s'est révélé particulièrement fécond, aussi bien pour la compréhension de la comptabilité que pour la compréhension des mécanismes de marché (Lev et Ohlson, 1982). La normalisation comptable a subi l'influence des marchés : le basculement vers les normes IFRS en est une illustration.

L'essor du Nouveau Marché au cours des années 1999-2000 s'était pourtant accompagné d'une vive remise en cause de la comptabilité comme outil de valorisation de l'entreprise. Elle s'était vue reprocher son incapacité à évaluer des entreprises en devenir et les rapports entre valeurs boursières et valeurs comptables avaient atteint des multiples colossaux. Une corrélation positive entre pertes et valorisation avait pu être mise en évidence, rompant avec la représentation traditionnelle de l'évaluation (Knauff et van der Goot, 2001). Pour certains analystes, le modèle comptable n'était plus pertinent, comme le souligne Penman (2003). Remarquons que les caractéristiques mêmes de beaucoup de sociétés introduites sur le Nouveau Marché – présence de pertes, forte incertitude relative aux chiffre d'affaires futurs, originalité du métier – rendaient la tâche des évaluateurs ardue (Hege, 2001). Le Krach boursier a conduit à la quasi interruption des introductions pendant plusieurs années. Après la refonte de la cotation de la Bourse de Paris, le Nouveau Marché a disparu. Un nouveau

compartiment a cependant été créé, Alternext, dans le but de relancer les introductions. Alternext s'est révélé être un succès puisqu'à la fin 2006, après un an et demi d'existence, il abrite 72 sociétés cotées sur la place de Paris. Il nous a donc paru intéressant de revenir sur la question de la pertinence de l'information comptable en prenant comme objet d'étude les introductions intervenues sur Alternext. Nous nous proposons ainsi, de répondre à deux questions : les données comptables ont-elles été prises en compte dans l'évaluation des sociétés au moment de leur introduction ? Certaines d'entre-elles ont-elles été privilégiées ?

La littérature consacrée aux relations existant entre les grandeurs comptables et les valeurs boursières dans l'évaluation des sociétés est abondante (cf. Burgstahler et Dichev, 1997, pp. 187-189). L'objectif de ce travail est d'apprécier le poids des valeurs comptables dans le processus d'évaluation de la firme, dans la perspective tracée par la littérature sur cette question (Collins, Maydew et Weiss, 1997 ; King et Langli, 1998 ; Kim et Ritter, 1999 ; Knauff et van der Goot, 2001 ; Arce et Mora, 2002 ; Graham, Cannice et Sayre, 2002 ; Black et White, 2003).

Nous avons testé à l'aide de régressions, les relations entre prix d'introduction et valeurs comptables : chiffre d'affaires par action, résultat par action et capitaux propres par action. Les résultats statistiques font apparaître une forte relation entre prix d'introduction et valeurs comptables et notamment, le résultat par action ainsi que les capitaux propres par action. Le niveau atteint par les R^2 est élevé, supérieur à 50%.

Le travail est découpé de la manière suivante : la section 2 présente une revue de la littérature et introduit les propositions testées. La section 3 est consacrée à la description des données utilisées, ainsi que la méthodologie mise en œuvre. Dans la section 4, sont détaillés et commentés les résultats obtenus sur la base de régressions multiples. Enfin, la section 5 résume les principaux apports et apporte une conclusion.

2. Introduction en Bourse et valorisation des sociétés

Les responsables de l'évaluation d'une société à la date de son introduction ont à leur disposition plusieurs méthodes. Nous consacrons un premier développement à leur examen rapide avant de poser les propositions qui seront testées.

2.1. Les méthodes de valorisation à l'introduction

Il existe de nombreuses méthodes de valorisation des entreprises. On peut les ranger en trois catégories : les approches patrimoniales, les approches comparatives, les approches fondées sur le résultat. En matière d'évaluation à l'introduction, seules les deux dernières sont généralement utilisées, comme le montre le tableau 1 ci-après. Au sein de l'échantillon, 44 sociétés indiquent les méthodes d'évaluation employées :

Méthode	DCF	Comparables boursiers	Comparables Transactions
Sociétés	43	38	3

Tableau 1 : les méthodes de valorisation employées

La méthode des Discounted Cash Flows (DCF) est massivement utilisée associée dans l'immense majorité des cas avec la méthode des comparables. La référence à des transactions est plus rare. En pratique, la norme est donc de procéder à une double évaluation : DCF et comparables boursiers. Sur le strict plan de l'orthodoxie financière, la valeur d'une société est déterminée par la somme de ses cash-flows futurs. La technique des Discounted Cash Flows est en principe applicable à toute forme d'entreprise, quelle que soit son activité ou sa taille. Il existe de nombreuses variantes de cette technique : Fernandez (2002) n'en recense pas moins d'une dizaine. Il est bien connu que le recours à ce type de techniques soulève trois questions (Dubocage et Revest, 2004) : quels type de flux, comment les prévoir et à quel taux les actualiser ? Comparativement à ce qui s'est passé sur le Nouveau Marché, il faut cependant relativiser ces interrogations dans le cas de l'Alternext, dans la mesure où la majorité des entreprises introduites intervient sur des marchés bien établis.

A l'examen des différentes notices, il est nécessaire par ailleurs, de noter que l'évaluation est beaucoup moins détaillée qu'elle ne l'était lors des introductions sur le Nouveau Marché. En particulier, on remarque un net déséquilibre en matière d'informations relatives à la valorisation présentées sur les documents d'introduction : alors que les comparables boursiers sont nettement précisés, les explications relatives aux DCF sont souvent beaucoup plus succinctes. Il est intéressant de citer ici, les informations figurant sur la note de la société Emailvision : « DCF : La mise en oeuvre de la méthode des DCF à partir d'hypothèses de travail provenant de l'analyse financière indépendante de GLOBAL EQUITIES fournit des résultats cohérents avec la fourchette de prix retenue ». Sur la note de la société Celeos, on peut lire également : « Approche par les *discounted cash flows* (DCF). Cette méthode permet

de valoriser l'entreprise à partir de ses flux de trésorerie futurs. Cette méthode est adaptée à la valorisation de CELEOS s'agissant d'une société en croissance significative générant des flux de trésorerie disponibles significativement positifs, après financement des investissements d'exploitation et des besoins en fonds de roulement, et permet, quand elle est appliquée, d'arrêter des hypothèses de valorisation cohérentes avec la fourchette indicative de prix retenue. Les résultats obtenus par cette méthode appliquée à la Société sont cohérents avec la fourchette de prix retenue ». Enfin sur celle de Come&Stay, il est précisé le point suivant : « Méthode des discounted cash flows (DCF.) Valorisant l'entreprise sur la base de ses cash-flows futurs, cette méthode est adaptée à la valorisation de Come&Stay s'agissant d'une société qui évolue sur un secteur en croissance et extériorisant des cash-flows disponibles positifs, après financement des investissements d'exploitation et financement des besoins en fonds de roulement. La mise en oeuvre de cette méthode est cohérente avec la fourchette de prix proposée dans le présent prospectus. Sur la base d'un taux d'actualisation de 13% et d'une valeur terminale par multiple de sortie 10 x EBIT à l'horizon 2010, la valeur des titres post money ressort à 48 Millions d'euros ». Même si cette dernière est plus instructive, le détail n'est pas donné. Ajoutons que les deux méthodes donnent des résultats extrêmement voisins pour de nombreuses notices d'introduction. Ainsi, pour Harvest, les deux méthodes aboutissent à la même valorisation, soit 13,2 milliards d'euros.

De ces lectures, on peut en inférer que les valeurs effectivement avancées par les sociétés ne sont pas forcément et effectivement assises sur la méthode des DCF, ce que semblent clairement suggérer Dubocage et Revest (2004). Dans ces conditions, il apparaît pertinent d'étudier quelles sont les valeurs, notamment comptables, retenues par les investisseurs dans pour conforter leur jugement dans l'évaluation des sociétés introduites.

2.2. Les propositions testées

L'utilisation de grandeurs comptables comme outils d'évaluation a été souvent étudiée dans la littérature (Ohlson, 1995 ; Kim et Ritter, 1999). Le type de variables à utiliser dépend des systèmes comptables mises en oeuvre par les entreprises étudiées. Comme cela a été souligné en introduction, de nombreuses études ont mis en évidence les liens existant entre les données comptables issues du résultat, la valeur des fonds propres et celle des sociétés cotées. Seront testées d'abord, les relations afférentes à la valeur des fonds propres puis celles concernant les

variables de résultat et de chiffre d'affaires, enfin nous nous intéresserons à la prise en compte simultanée de ces variables.

Une opposition entre comptabilité continentale et comptabilité anglo-saxonne est quelquefois mise en avant. Ainsi, King et Langli (1998) montrent que le lien entre la valeur comptable et la valeur boursière des fonds propres est plus intense en Allemagne et en Norvège, qu'au Royaume-Uni. Black et White (2000) confirment ce résultat pour l'Allemagne et dans une moindre mesure pour le Japon, en revanche pour les Etats-Unis, ils concluent à l'importance du résultat. Arce et Mora (2002) tentent de généraliser ces observations en opposant, de manière générale, les comptabilités « continentales » incarnées par les modèles franco-allemands aux comptabilités « anglo-saxonnes ». Ils font ainsi, apparaître des différences significatives de comportement à l'égard des grandeurs comptables. Les origines de ces dissemblances peuvent ressortir de plusieurs causes. Il est de coutume d'abord, de considérer qu'il existe deux types de cadres juridiques au sein desquels les standards comptables sont élaborés : d'une part, le cadre juridique de type continental fortement formalisé, influencé par des considérations d'ordre fiscal et dans lequel la construction des normes est à la charge d'organismes publics et d'autre part, le cadre juridique d'essence anglo-saxonne fondé sur des règles de droit coutumier, moins imprégné de règles fiscales et élaboré par des organismes professionnels indépendants. Une opposition de fond existe également sur les objectifs de la comptabilité : la comptabilité continentale est dédiée à la protection de toutes les parties prenantes à l'entreprise, tandis que la comptabilité anglo-saxonne est destinée aux investisseurs et prêteurs de la firme. Enfin, les systèmes continentaux seraient plus conservateurs et moins tournés vers les marchés financiers.

Le facteur culturel demeure cependant de l'ordre de la conjecture et il n'est pas envisageable, dans le cadre de ce travail, de mener une étude comparative. C'est pourquoi, nous proposons de tester ce type d'hypothèse *a minima* ; c'est-à-dire sans chercher à établir la prévalence d'une variable sur l'autre. On peut, en revanche, penser que la valeur des fonds propres en tant que support d'évaluation pour l'investisseur constitue une constante, particulièrement dans le contexte français, ce qui nous amène à la proposition suivante :

P1 : le prix d'introduction est positivement corrélé avec la valeur comptable des fonds propres

De leur côté, Jan et Ou (1994), Kothari et Zimmerman (1995), Burgstahler et Dichev (1997) ont mis en évidence une relation positive entre les bénéfices et la valeur des sociétés profitables et une relation négative entre les pertes et la valeur des sociétés « non profitables ». Ce facteur s'avère très significatif, s'agissant des valeurs technologiques. C'est l'obligation faite aux entreprises d'enregistrer les dépenses en investissements immatériels, telles celles de marketing, de R&D ou de formation dans le compte de résultat, qui contribue à dégrader ce dernier et donne son sens négatif à la relation. Han et Manry (2004) confirment ainsi l'association positive, déjà soulignée par une abondante littérature scientifique, des dépenses de Recherche et Développement (R&D) avec les revenus futurs. Toutefois, il faut souligner qu'à la différence du Nouveau Marché, le contexte d'Alternext se caractérise, nous le voyons plus loin, par le fait que la majorité des entreprises introduites atteint des niveaux de rentabilité élevés. Aussi, les relations entre variables de résultat et valeur de l'entreprise devraient être positives.

Quelles variables prendre en compte ? Knauff et van der Goot (2000, pp. 20-21) testent ensemble, les variables Excédent Brut d'Exploitation (EBE), Résultat Courant Avant Impôt (RCAI), résultat net et Capacité d'Autofinancement (CAF) au motif que toutes contiennent les dépenses de R&D et de marketing, qui sont celles valorisées. Cela étant, ces variables apparaissant très fortement corrélées, nous nous limitons dans cet exposé au seul résultat de l'exercice comme indicateur de résultat. Nous testons ainsi la proposition 2 :

P2 : le prix d'introduction est positivement corrélé avec le Résultat net.
--

Parallèlement à ces observations, on doit aussi noter que certaines études débouchent sur des résultats contradictoires. Trueman, Wong et Zan (2000a), Rajghopal, Kotha et Venkatchalam (2000) confirment plutôt l'absence de lien entre les résultats et la valeur boursière. Toutefois, lorsque Trueman, Wong et Zan (2000a) décomposent le résultat net en ses différentes composantes, la marge brute apparaît par exemple, positivement corrélée avec les prix du marché. La comptabilité française ne donne pas d'indication sur la marge brute. En revanche, le chiffre d'affaires a souvent été retenu comme critère d'évaluation des sociétés lors de l'introduction. Knauff et Van der Goot (2000), ainsi que Hand et (2000a) dans leur étude, ont trouvé une relation positive entre le prix d'introduction et cette variable. Nous testons donc ici la proposition 3 :

P3 : le prix d'introduction est positivement corrélé avec le chiffre d'affaires

On peut s'interroger enfin, sur l'importance relative des variables comptables. Collins, Maydew et Weiss (1997) auteurs montrent ainsi, que la pertinence des différentes données comptables n'est pas stable dans le temps. Ainsi, sur la base du modèle d'Ohlson (1995), ils notent entre autres, que « contrairement aux assertions de la communauté professionnelle, nous constatons que la pertinence combinée des résultats et de la valeur des fonds propres n'a pas décliné sur les quarante dernières années, mais en fait, apparaît avoir crû légèrement (...). Nous constatons cependant, que la pertinence des comptes « du bas du résultat » a décliné au fil du temps et qu'ils ont été remplacé par une augmentation de la pertinence de la valeur des fonds propres » (*id.*, *ibid.*, p. 41). Ce facteur contribue-t-il à l'effet constaté par Arce et Mora (2002) ? On peut en effet, s'interroger sur le biais introduit par cette évolution dans leur étude, ce qui pourrait remettre en question l'influence du facteur culturel dans l'appréhension des valeurs comptables. Dans tous les cas, il semble intéressant de tester, si au sein des valeurs comptables, la valeur des fonds propres apparaît bien comme devant être la plus proche du prix d'introduction. Ces considérations débouchent donc sur la proposition suivante :

P4 : au sein des valeurs comptables, la valeur des fonds propres est la plus fortement corrélée au prix d'émission que les variables de résultat.

Enfin nous testons l'efficacité de la prise en compte de l'ensemble des valeurs comptables comme outil d'estimation de la valorisation boursière à l'introduction.

P5 : la prise en compte de plusieurs variables comptables simultanément améliore la prédiction du prix à l'introduction.

3. Données et méthodologie mise en œuvre

Après avoir présenté les données, le mode de traitement statistique adopté est exposé.

3.1. Description des variables

Afin d'affiner et caractériser le profil des données, nous commençons par préciser de quelle manière a été composé l'échantillon. Sont présentés à la suite, quelques éléments de statistique descriptive et enfin, les variables retenues.

3.1.1. Description de l'échantillon

Les sociétés choisies sont des sociétés qui ont été introduites sur le compartiment Alternext du marché Euronext. Alternext a été créé pour « pour offrir une alternative de cotation aux petites et moyennes entreprises souhaitant accéder au marché financier dans des conditions allégées et adaptées à leurs besoins et à leurs enjeux » (Alternext, 2005). Les conditions de l'introduction sont les suivantes : avoir sélectionné pour leur cotation et tout au long de leur parcours boursier sur Alternext un listing sponsor agréé par Euronext, disposer d'un historique financier de deux ans et proposer des titres librement négociables et transférables.

Alternext offre à ces sociétés deux modes d'accès : une cotation avec appel public à l'épargne et une cotation à la suite d'un placement privé. Nous avons limité notre étude aux sociétés ayant fait appel public à l'épargne. Ces dernières doivent disposer d'un flottant minimum de 2,5 millions d'euros et produire, lors de l'introduction, un prospectus d'appel public à l'épargne visé par le régulateur. Il apparaît donc qu'aucune contrainte de chiffre d'affaires, ni même de rentabilité n'est imposée. La première introduction est intervenue le 17/05/2005 et au 31 décembre 2006, il y avait 72 sociétés cotées sur le marché parisien d'Alternext.

Les conditions d'admissions de ces sociétés ont été les suivantes : 48 par placement garanti et offre à prix ouvert et 25 par placement privé, transfert d'un autre marché ou offre à prix ferme. Notre objectif étant d'analyser le rôle des valeurs comptables dans le processus d'évaluation à l'introduction, notre échantillon est constitué de 45 sociétés introduites par placement garanti et offre à prix ouvert. Elles ont été introduites entre le 17/05/2005 pour la première et le 15/12/2006 pour la dernière.

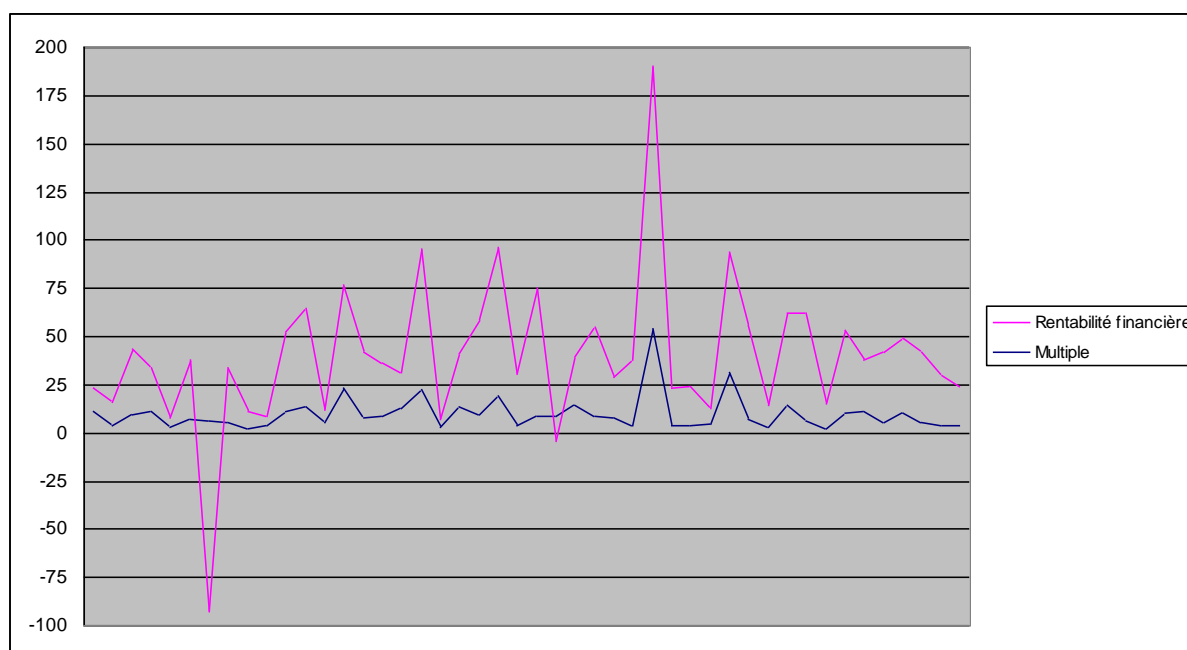
3.1.2. Statistiques descriptives

Nous présentons les statistiques afférentes aux capitaux propres, au chiffre d'affaires, au résultat des sociétés de l'échantillon, au multiple défini par le rapport entre prix d'introduction et valeur comptable de l'action avant introduction, et enfin à la rentabilité financière définie comme le rapport entre résultat et capitaux propres. Les valeurs indiquées sont celles du dernier exercice précédent l'introduction. Ces données ont été extraites des prospectus d'introduction.

Statistique	CA	Résultat	Capitaux propres	Multiple	Rentabilité financière %
Minimum	2 567 099	-8 421 000	457 975	1,919	-99,504
Maximum	172 211 000	7 285 000	19 640 000	54,132	135,993
1er Quartile	6 352 599	468 118	2 163 343	4,096	14,057
Médiane	9 372 658	717 078	3 561 000	8,048	27,494
3ème Quartile	19 339 886	1 425 251	6 041 931	11,253	45,556
Moyenne	23 406 337	1 085 633	5 032 978	9,758	30,060
Ecart-type (n)	32 282 352	2 098 214	4 643 731	8,929	31,334
Coefficient de variation	1,379	1,933	0,923	0,915	1,042
Asymétrie	2,741	-0,799	1,819	3,144	-0,616
Aplatissement	8,959	10,983	2,977	12,858	7,533

Tableau 2 : caractéristiques comptables des sociétés étudiées (en €)

Les introductions ont commencé en mai 2005, il nous est apparu intéressant de visualiser l'évolution dans la durée de la rentabilité financière et du multiple des sociétés introduites.



Graphique 1 : rentabilité financière (%) et multiple

Il est tentant de mettre en perspective l'essor de l'Alternext avec la dynamique du Nouveau Marché au cours de la montée de la Bulle Internet. Le schéma ne fait pas apparaître de tendance sur la période. Il n'y a effectivement pas eu d'emballement comme au cours de la phase Internet qui avait vu un envol des multiples à l'introduction dans la période précédent le krach. Il faut noter d'autre part, le niveau élevé des rentabilités moyennes et médianes. Les sociétés introduites sont donc des sociétés dont le modèle économique apparaît pour la quasi-totalité d'entre elles établi et rentable. Là encore Alternext est en rupture avec le Nouveau Marché et ce que décrivait Hege (2001), à l'époque.

3.1.3. Les métiers des entreprises de l'échantillon

Nous présentons dans le tableau suivant, les métiers des entreprises de l'échantillon. Nous constatons que les métiers liés à ce que l'on a appelé la « Nouvelle Economie » sont présents mais pas dominants. Il est possible de rattacher à ces métiers : les entreprises Internet (au nombre de 5), les agences de média (au nombre de 5) et les Télécommunications mobiles (au nombre de 1). Nous obtenons un total de 10 sociétés. En ajoutant à cet ensemble, les sociétés d'équipements électroniques (au nombre de 5), d'électronique grand public (au nombre de 1), de matériel informatique (au nombre de 1), d'équipements médicaux (au nombre de 2) et enfin, de biotechnologie (au nombre de 1), nous obtenons un ensemble de 20 sociétés que l'on pourrait qualifier de technologiques, soit 43,47% de l'échantillon.

Métier	Effectif
Services informatiques	7
Équipements électroniques	6
Agences de média	5
Internet	5
Services d'appui professionnels	2
Équipements médicaux	2
Participation et promotion immobilière	2
Matériaux de construction	1
Services de livraison	1
Services de traitement et d'élimination des déchets	1
Organismes de formation professionnelle et de placement	1
Habillement et accessoires	1
Produits ménagers durables	1
Construction individuelle	1
Électronique grand public	1
Produits de loisirs	1
Produits de soin personnel	1

Métier	Effectif
Biotechnologie	1
Équipements et services pétroliers	1
Voyage et tourisme	1
Télécommunications mobiles	1
Sociétés financières & Autres	1
Matériels informatiques	1

Tableau 3 : les métiers

3.1.4. Présentation des variables

La variable expliquée est le prix à l'introduction. Nous n'avons pas retenu le cours à la fin du premier jour ou de la première semaine pour ne pas prendre en compte la sous-évaluation à l'introduction (Knauff et Van der Goot, 2001). Les variables explicatives ont toutes été ramenées à l'unité (par action) pour conserver des ordres de grandeur comparables. Il s'agit des variables suivantes : CPUNIT pour la valeur des capitaux propres, CAUNIT pour le chiffre d'affaires, RESUNIT pour le résultat. Ces différentes variables ont été mises en œuvre dans les différents travaux présentés *supra*, notamment dans ceux de Knauff et van der Goot (2001).

Nous avons décidé par ailleurs, d'utiliser comme variable de contrôle l'appartenance à la Nouvelle Economie. Graham, Cannice et Sayre (2002) ont mis en évidence lors de la Bulle Internet, la très forte spécificité des sociétés Internet et l'importance pour ces dernières, des critères d'évaluation non financiers (au cours de la période 1999-2000). Ils ont pu constater l'absence d'influence du résultat sur la valorisation et la faible influence des capitaux propres. Nous avons voulu voir si l'effet Internet était toujours présent sur l'Alternext. La variable est notée INTERNET. Elle est binaire et prend la valeur 1 dans le cas de l'appartenance et 0 dans le cas contraire.

3.2. Méthodologie d'analyse

La méthode utilisée est la régression multiple : la variable expliquée est le prix d'introduction et les valeurs explicatives sont des valeurs comptables calculées sur la période d'introduction (N). Cette méthodologie s'inspire de celle employée par Knauff et van der Goot (2001) et Arce et Mora (2002).

Le modèle retenu est de la forme :

$$PRIX = \alpha_0 + \alpha_1 CPUNIT + \alpha_2 CAUNIT + \alpha_3 RESUNIT + \alpha_4 INTERNET + \varepsilon$$

où :

<i>PRIX</i> =	prix à l'introduction
<i>CPUNIT</i> =	capitaux propres par action
<i>CAUNIT</i> =	chiffre d'affaires par action
<i>RESUNIT</i> =	résultat par action
<i>INTERNET</i> =	appartenance ou non au secteur Internet
ε =	variable d'erreur

Une corrélation existe, lorsque le coefficient associé à une variable comptable dans une régression est statistiquement significatif. Les trois niveaux consensuels d'erreurs ont été retenus : 1% (***), 5% (**) et 10% (*).

4. Principaux résultats obtenus et commentaires

Nous proposons de présenter d'abord les résultats, avant de discuter de ces derniers.

4.1. Les résultats des régressions

Avant d'examiner les régressions, nous présentons la matrice des corrélations entre variables explicatives. Cette matrice fait apparaître une corrélation positive entre les trois variables. Cette caractéristique est théoriquement susceptible de perturber les t de Student de la régression multiple, mais les tests de colinéarité ne font pas apparaître de seuils problématiques.

	caunit	resunit	cpunit
caunit	1,000		
resunit	0,452**	1,000	
cpunit	0,450**	0,563**	1,000

Tableau 4 : corrélation entre valeurs explicatives

Le tableau 5 résume les résultats obtenus pour les propositions testées :

	CONSTANTE	CAUNIT	RESUNIT	CPUNIT	Internet	R ² ajusté	F	Prob (F)
P1	10,518	0,207			-1,477	0,119	3,970	0,026
t	7,127***	2,434***			-0,598			
P2	7,878		9,682		-0,750	0,404	15,940	0,000
t	6,045***		5,376***		-0,377			

	CONSTANTE	CAUNIT	RESUNIT	CPUNIT	Internet	R ² ajusté	F	Prob (F)
P3	6,675			2,686	0,0009	0,479	21,195	0,000
t	5,196***			8,244***	0,005			
P5	5,562	0,001	5,693	1,898		0,560	14,973	0,000
t	4,332***	0,015	3,010***	3,981***	0,323			

Tableau 5 : résultats des régressions

La lecture de ce tableau conduit aux conclusions suivantes :

- il existe une liaison significative entre les grandeurs comptables et le prix d'introduction ;
- au sein des grandeurs comptables, les capitaux propres sont le plus fortement liés au prix d'introduction devant le résultat et le chiffre d'affaires (proposition P4) ;
- la combinaison des trois grandeurs permet d'aboutir à un modèle dont le R² dépasse 50% ;
- l'appartenance au secteur Internet a un effet négatif mais non significatif sur la valorisation.

4.2. Discussion

Il faut tout d'abord noter que la valeur comptable des fonds propres reste fortement corrélée avec le prix d'introduction : d'une part, les coefficients de corrélation confirment l'utilité et le poids de cette grandeur et d'autre part, ils vont également dans le sens des propositions posées par Arce et Mora (2002) sur l'existence d'un modèle « continental », par opposition à un modèle anglo-saxon, avec les réserves que nous avons cependant émises. Comment interpréter ce niveau élevé sachant qu'à la lecture des notices publiées à l'occasion des introductions en Bourse, il apparaît que les valeurs comptables que nous avons retenues ne sont pas mises en œuvre pour fixer le prix d'introduction ? En effet, deux approches sont utilisées de façon combinée : l'actualisation des cash-flows prévisionnels d'une part, et les comparatifs boursiers d'autre part. Il n'est, en revanche, pas fait état des valeurs comptables.

En fait il semble possible d'avancer deux explications afférentes aux méthodes d'évaluation employées. La première concerne l'utilisation des comparatifs. Ces derniers s'appuient sur des valorisations faisant appel à la comptabilité : Résultat, Excédent brut d'exploitation, par exemple. Sachant que si la période étudiée, mi 2005-fin 2006 ; a connu une nette progression des cours boursiers, elle ne s'est pas caractérisée par une envolée comparable à celle du Nouveau Marché lors de la Bulle Internet. Ce faisant, le lien entre valorisation comptable et

cours boursier des entreprises utilisées comme référents est sans doute plus intense qu'il ne l'était à la fin des années 90. Les activités des entreprises de l'échantillon ne sont pas radicalement nouvelles comme l'étaient, à l'époque de la Bulle, certaines liées à l'Internet. Le recours à des comparatifs boursiers pour valorisation s'avère donc plus fondé, dans la mesure où il est possible de trouver des entreprises cotées dont l'activité est de nature semblable, ce qui n'a pas toujours été le cas. La seconde explication relative aux méthodes d'évaluation employées concerne les méthodes actuarielles. Celles-ci semblent désormais être principalement utilisées comme complément des approches comparatives. De fait, la place qui leur est assignée dans les rapports est réduite, le détail des hypothèses mise en œuvre : flux, durée et taux n'est que rarement indiqué au point que l'on pourrait s'interroger, comme le font Dubocage et Revest (2004), sur l'effectivité de leur mise en œuvre dans le cas de certaines introductions.

5. Conclusion

Cette étude d'association, classique dans sa forme, avait pour objectif d'étudier dans quelle mesure les investisseurs prennent en compte les valeurs comptables dans l'évaluation des sociétés à l'introduction. Globalement, elle confirme les résultats issus de la littérature sur l'importance des fonds propres, d'une part, et dans une moindre mesure, celle des variables de résultat, d'autre part.

Contrairement à ce que laisse entendre le discours des experts en la matière, et même si la démonstration n'est qu'indirecte, elle laisse planer un doute sur la réalité de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation fondées sur les *discounted cash-flows*. Les notices sont allusives quant à cette méthode et peu de détails sont fournis. Ajoutons que le fait que la valeur obtenue par cette méthode soit toujours convergente avec celle calculée par ailleurs nous laisse à penser que le phénomène mérite réellement d'être étudié de manière plus approfondi. S'il ne s'agissait que d'un procédé de pure forme, il s'agirait évidemment d'une « pierre dans le jardin » des tenants de la *fair value* et par là même, sa mise en évidence constitue une perspective intéressante de recherche au-delà de la présente étude.

Bibliographie

Alternext (2005), S'introduire sur Alternext. Alternext. 2005. 1 page.

Arce, M. et A. Mora, 2002, «Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value», *The European Accounting Review*, 2002, 11, n° 3, pp. 573-599.

Black E. et J. White, 2003, « An international comparison of income statement and balance sheet information: Germany, Japan and the US », *European Accounting Review*, 12:1, pp. 29-46.

Boisselier, P. et Dufour, D., 2003, « Financement et performances des entreprises du secteur des TIC lors de leur introduction en bourse », *Nouvelle Economie, Organisations et Modes de Coordination*, Editions Lharmattan, 2003, pp. 267-292.

Burgstahler, D. et L. Dichev, 1997, « Earnings, adaptation and equity value », *Accounting Review*, 72, pp. 177-198.

Collins W., E. Maydew et I. Weiss, 1997, « Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years », *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 39-67.

Cormier, C et Martinez, I, (2006), « The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs » *The International Journal of Accounting* Vol 41, pp209–236

Dubocage., E et Revest, V (2004), « La valorisation à l'introduction des start-ups sur le nouveau marché français : une analyse conventionnaliste et institutionnaliste », *Communication pour le Workshop : « Mieux comprendre la valorisation des titres sur les places financières : regards croisés des sciences sociales »* 24 mai 2004. 32 pages.

Dumontier, P et Raffournier, B. (2002). "Accounting and capital markets : a survey of the European evidence" *The European Accounting Review*, vol 11, n° 1, pp.119-151.

Fernandez, P., 2002, « Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories », *Working Paper Series*, IESE Business School, 23 p.

Graham C., M. Cannice et T. Sayre, 2002, « The value-Relevance of Financial and Non-Financial Information for Internet Companies », *Thunderbird International Business Review*, vol. 44, n° 1, pp. 47-70.

Han B. et D. Manry, 2004, « The value-relevance of R&D and advertising expenditures : Evidence from Korea », *The International Journal of Accounting*, 39, pp. 155-173.

Hege, U, (2001), "L'évaluation et le financement des start-up Internet", *Revue économique*, vol. 52, numéro hors-série, octobre 2001, pp. 291-312.

Jan, C. L. et J. Ou, 1995, « The Role of Negative Earnings in the Valuation of Equity Stocks », *Working Paper*, New York University and Santa Clara University.

Kim, M. et J. Ritter, 1999, « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 409-437.

King R. et J. Langli, 1998, « Accounting Diversity and Firm Valuation », *The International Journal of Accounting*, vol. 33, n° 5, pp. 529-567.

Knauff, P. et T. van der Goot, 2001, « The Relevance of Reported Financial Information for Valuing European Internet IPOs », *Working Paper Series*, University of Amsterdam, 31 p.

Kothari, S. P. et J. L. Zimmerman, 1995, « Price and Return Models », *Journal of Accounting and Economics*, 20, 155-192.

Lev, B et Ohlson, J (1982), "Market-Based Empirical Research in Accounting; A Review Interpretation and Extension" (1982), *Journal of Accounting Research*, Vol 20, Supplément 1982.

Ohlson, J, (1995), « Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation », Contemporary Accounting Research, vol. 11, n° 2, pp. 661-687.

Penman, S., 2003, « The Quality of Financial Statements: Perspectives from the Recent Stock Market Bubble », Accounting Horizons, Supplement 2003, pp. 77-96.

Rajgopal, S., S. Kotha et M. Venkatachalam, 2003, « The Value Relevance of Network Advantage : The Case of E-Commerce Firms », Journal of Accounting Research, vol. 41, n° 1, 135-162.

Raffournier, B. (1990). "La théorie "positive" de la comptabilité: une revue de la littérature", Economie et sociétés, Vol., n°16, pp.137-166.

Trueman, B., R. Seiler, F. Wong et W.-Z. Zhang, 2000b, « Back to Basics: Forecasting the Revenues of Internet Firms », Working Paper Series, Haas School of Business, University of California, Berkeley, 37 p.

Liste des sociétés étudiées

AQUILA	HEURTEY PETROCHEM	OCTO TECHNOLOGY
BUDGET TELECOM	HITECHPROS	OVERLAP GROUPE
CEDIP	INTER.TECHN.SELECT	PARFUM D'IMAGE
CELEOS	LAMARTHE	PISCINES GROUPE GA
CLASQUIN	LEGUIDE.COM	PRESS INDEX
COME AND STAY	MASTRAD	PRODWARE
CRM COMPANY GROUP	MAXIMILES	PROMEO
D.L.S.I.	MEDICREA INTERNAT.	PROSERVIA
ECT INDUSTRIES	MEILLEURTAUX	SATIMO
EFRONT	MGI DIGITAL GRAPHI	SPOREVER
EMAILVISION	MILLEMERCIS	STAFF AND LINE
ENVIRONNEMENT SA	MILLET INNOVATION	TRILOGIQ
EVOLIS	NETBOOSTER	VOYAGEURS DU MONDE
EXONHIT THERAPEUTICS	O2I	WEBORAMA
HARVEST	OBER	XIRING