

MAHER KOOLI

**LES ÉMISSIONS INITIALES D' ACTIONS AU CANADA:
SOUS-ÉVALUATION ET PERFORMANCE À LONG TERME**

Thèse
présentée
à la Faculté des études supérieures
de l'Université Laval
pour l'obtention
du grade de Philosophiae Doctor (Ph.D.)

**FACULTÉ DES SCIENCES DE L'ADMINISTRATION
UNIVERSITÉ LAVAL
QUÉBEC**

OCTBRE 2001

© Maher Kooli, 2001



National Library
of Canada

Acquisitions and
Bibliographic Services

395 Wellington Street
Ottawa ON K1A 0N4
Canada

Bibliothèque nationale
du Canada

Acquisitions et
services bibliographiques

395, rue Wellington
Ottawa ON K1A 0N4
Canada

Your file Votre référence

Our file Notre référence

The author has granted a non-exclusive licence allowing the National Library of Canada to reproduce, loan, distribute or sell copies of this thesis in microform, paper or electronic formats.

The author retains ownership of the copyright in this thesis. Neither the thesis nor substantial extracts from it may be printed or otherwise reproduced without the author's permission.

L'auteur a accordé une licence non exclusive permettant à la Bibliothèque nationale du Canada de reproduire, prêter, distribuer ou vendre des copies de cette thèse sous la forme de microfiche/film, de reproduction sur papier ou sur format électronique.

L'auteur conserve la propriété du droit d'auteur qui protège cette thèse. Ni la thèse ni des extraits substantiels de celle-ci ne doivent être imprimés ou autrement reproduits sans son autorisation.

0-612-66320-5

Canada

RÉSUMÉ

L'étude présente, dans une première section, les procédures et l'activité des émissions initiales d'actions au Canada, au cours des années 90. L'analyse des coûts directs d'une émission initiale et l'examen du programme Junior Capital Pool sont également proposés.

La seconde partie de la thèse est dédiée à l'analyse de la sous-évaluation initiale, qui demeure un phénomène important, particulièrement pour les entreprises de petite taille. Il ressort de l'analyse univariée que les émissions initiales dirigées par des courtiers prestigieux sont moins sous-évaluées que celles dirigées par des courtiers non prestigieux et que les émissions initiales des secteurs pétrole et gaz, mines, technologies et immobiliers sont fortement sous-évaluées par rapport aux autres secteurs. Un modèle expliquant cette sous-évaluation est également proposé et testé. Les résultats observés montrent que l'incertitude ex-ante et la période d'entrée en bourse sont des déterminants importants de la sous-évaluation initiale et qu'il existe une différence significative entre la sous-évaluation initiale des émissions Junior Capital Pool et les émissions initiales d'actions ordinaires.

La troisième partie met en évidence la sous-performance à moyen et long terme des émissions initiales d'actions. Les trois méthodes utilisées pour analyser le comportement à moyen et long terme des émissions initiales canadiennes confirment la performance décevante de ces émissions. Les résultats observés montrent que la sous-performance des émissions de petite taille est plus importante que celles des émissions de grande taille et que les émissions lancées au cours des périodes de faible activité performant mieux à long terme que celles lancées au cours des périodes de forte activité. Le modèle proposé pour expliquer cette sous-performance confirme l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité qui suggère que les entreprises qui inscrivent leurs titres à la bourse sont en mesure de choisir le moment où elles procèdent à l'émission, soit près des sommets atteints par le marché, de manière à maximiser le produit de l'émission.

AVANT-PROPOS

« Il ne faut pas toujours tellement épuiser un sujet, qu'on ne laisse rien à faire au lecteur. Il ne s'agit pas de faire lire, mais de faire penser ».
Montesquieu, *Esprit des lois*, 1748.

Je tiens à remercier sincèrement toutes les personnes qui m'ont accompagné dans la longue traversée du désert qu'est la recherche de cette thèse, spécialement : mon directeur de recherche, Jean-Marc Suret, qui, grâce à ses remarques et ses encouragements, m'a permis d'avancer dans l'élaboration et la rédaction de cette recherche. Je remercie également les membres de mon comité de thèse, M. Jean-Claude Cosset et M. Jean François L'Her, pour leurs commentaires lors du projet de thèse qui m'ont permis d'approfondir plusieurs aspects empiriques et M. Michel Patry qui a accepté de siéger sur le comité en tant que membre externe.

J'aimerais témoigner toute ma gratitude à mon épouse, qui a fait preuve d'une patience exemplaire et s'est toujours tenue à mes côtés, dans les hauts comme dans les bas.

Je souhaite souligner tout particulièrement le dévouement de mes parents, qui ont su me donner le goût et la possibilité d'étudier. J'espère simplement que le temps me permettra de leur rendre ce qu'ils m'ont appris. Cette thèse de doctorat est dédiée à eux.

À mes frères, mes fidèles supporters, je dois d'innombrables mercis pour leurs encouragements sans cesse renouvelés.

Je tiens à exprimer mes plus profonds remerciements à l'endroit de mes beaux-parents, de ma grand-mère et de mes amis, qui ont toujours cru que cette thèse finira un jour.

Enfin, je tiens à mentionner que ce doctorat n'aurait pas été possible sans le soutien du Ministère de l'enseignement supérieur de Tunisie, de la Fondation de l'Université Laval et du Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO).

TABLE DES MATIÈRES

Table des matières	i
Liste des figures	iii
Liste des tableaux	iv
Introduction	1
Chapitre 1. Les émissions initiales au Canada	7
Introduction	7
1.1. Le processus d'une émission initiale	9
1.1.1 La préparation de l'émission	9
1.1.2 Examen des coûts directs des émissions initiales	11
1.1.3 Le mode de souscription et les mécanismes des émissions initiales	13
1.1.3 Le choix du marché et les conditions d'inscription	18
1.2. Les émissions initiales et le programme Junior Capital Pool	22
1.3. Les émissions initiales canadiennes : vue d'ensemble	24
1.4 .Conclusion	32
Bibliographie	34
Tableaux	36
Annexe 1	42
Chapitre 2. La sous-évaluation initiale des émissions initiales : le cas du Canada	46
Introduction	46
2.1. La sous-évaluation initiale (SÉI) du prix des actions canadiennes	49
2.1.1 Mise en évidence de la sous-évaluation initiale du prix des actions	50
2.1.2 La relation entre la SÉI et l'incertitude ex-ante	52
2.1.2.1 La relation entre la taille de l'émission et de l'entreprise et la SÉI	53
2.1.2.2 La relation entre le prestige du courtier et la SÉI	53
2.1.2.3 La relation entre l'état du marché et la SÉI	54
2.1.3 La dimension méthodologique	56

2.2. Données et méthodologie	59
2.2.1 Données	59
2.2.2 Méthodologie	63
2.3. Résultats	64
2.3.1 La SÉI du prix des actions canadiennes	64
2.3.2 Répartition de la SÉI et caractéristiques de l'échantillon	69
2.3.3 Analyse multivariée	75
2.4 .Conclusion	79
Bibliographie	81
Tableaux	90
Chapitre 3. La performance à long terme des émissions initiales : le cas du Canada	102
Introduction	102
3.1- La performance à moyen et long terme des émissions initiales	105
3.1.1 Les preuves de la sous-performance des émissions initiales	105
3.1.2 La remise en cause	107
3.1.3 Les causes de la sous-performance des émissions initiales	109
3.1.4 La dimension méthodologique	112
3.2- Données et méthodologie	116
3.2.1 Données	116
3.2.2 Méthodologie	119
3.3- Résultats	128
3.3.1 Performance à long terme	128
3.3.2 Répartition de la performance et caractéristiques de l'échantillon	134
3.3.3 Analyse multivariée	138
3.4- Conclusion	140
Bibliographie	143
Figures	150
Tableaux	155
Conclusion	166

LISTES DES FIGURES

Figure 1.1 Répartition des émissions initiales canadiennes par année	29
Figure 2.1 Distribution du degré de sous-évaluation initiale des émissions initiales d'actions ordinaires au Canada	89
Figure 3.1 Rendements anormaux cumulés calculés à partir des prix d'émission	150
Figure 3.2 Rendements anormaux cumulés et rendements buy & hold (EW)	150
Figure 3.3 Rendements anormaux cumulés et rendements buy & hold (VW)	151
Figure 3.4 Rendements anormaux cumulés calculés à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction	151
Figure 3.5 Rendements anormaux cumulés et rendements buy & hold (EW)	152
Figure 3.6 Rendements anormaux cumulés et rendements buy & hold (VW)	152
Figure 3.7 Rendements cumulés bruts calculés à partir des prix du premier jour de transaction et à partir des prix d'émission (EW)	153
Figure 3.8 Rendements cumulés bruts calculés à partir des prix du premier jour de transaction et à partir des prix d'émission (VW)	153
Figure 3.9 Rendements buy & hold calculés à partir des prix du premier jour de transaction et à partir des prix d'émission (EW)	154
Figure 3.10 Rendements buy & hold calculés à partir des prix du premier jour de transaction et à partir des prix d'émission (VW)	154

LISTES DES TABLEAUX

Tableau 1.1 Répartition des coûts directs d'émissions initiales canadiennes	36
Tableau 1.2 Répartition des émissions initiales canadiennes	37
Tableau 1.3 Répartition des émissions initiales canadiennes par la valeur brute	37
Tableau 1.4 Classement des émissions initiales canadiennes	38
Tableau 1.5 Répartition des émissions initiales canadiennes par type d'émission	39
Tableau 1.6 le nombre d'émissions initiales canadiennes réussies et non réussies	40
Tableau 1.7 Répartition des émissions initiales canadiennes par secteur	41
Tableau 2.1 Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale	90
Tableau 2.2 Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale selon la méthodologie utilisée	91
Tableau 2.3 Répartition de l'échantillon	92
Tableau 2.4 Distribution des émissions initiales par année	92
Tableau 2.5 Distribution des émissions initiales par province	93
Tableau 2.6 Distribution des émissions initiales par industrie	93
Tableau 2.7 Sous-évaluation initiale des émissions initiales canadiennes	94
Tableau 2.8 Distribution de la sous-évaluation initiale par année	95
Tableau 2.9 Sous-évaluation initiale par produit brut	96
Tableau 2.9 Sous-évaluation initiale par secteur (suite)	97
Tableau 2.9 Sous-évaluation initiale par province, prestige du courtier et état du marché (suite)	98
Tableau 2.10 Classement des souscripteurs	99
Tableau 2.11 Matrice de corrélations de différentes variables	100

Tableau 2.12 Résultats de l'analyse multivariée	101
Tableau 3.1 Résultats des différents travaux sur la performance suivant l'émission initiale d'actions	155
Tableau 3.2 Distribution des émissions initiales par année.	156
Tableau 3.3 Distribution des émissions initiales par province	156
Tableau 3.4 Distribution des émissions initiales par industrie	156
Tableau 3.5 Rendements cumulés anormaux calculés à partir des prix d'émission (EW)	157
Tableau 3.6 Rendements cumulés anormaux calculés à partir des prix de fermeture du premier jour de transaction (EW)	158
Tableau 3.7 Rendements cumulés anormaux calculés à partir des prix d'émission (VW)	159
Tableau 3.8 Rendements cumulés anormaux calculés à partir des prix de fermeture du premier jour de transaction (VW)	160
Tableau 3.9 Rendements anormaux buy & hold (EW et VW)	161
Tableau 3.10 Rendements anormaux en temps réel	162
Tableau 3.11 Performance selon les caractéristiques de différents sous-échantillons.	163
Tableau 3.12 Performance catégorisée par l'année d'émission.	164
Tableau 3.13 Relation entre la performance et les facteurs propres à l'entreprise	165

INTRODUCTION

L'émission initiale (EI) d'actions est une étape clé du développement d'une entreprise, qui offre maints avantages. Aux actionnaires d'origine qui décident de vendre au public une partie des titres qu'ils détiennent, l'introduction en bourse offre la possibilité de diversifier leur fortune, qui jusqu'à ce jour a été intégralement investie dans le développement de la société¹. Pour l'entreprise, l'EI permet d'assurer et de garantir la pérennité du capital, d'accroître la notoriété, de diversifier les possibilités de financement et de faciliter la mise en œuvre de certaines stratégies de croissance externe. Ces avantages ne vont pas sans contraintes. L'accès au marché public est une étape coûteuse pour une entreprise de petite taille. Les coûts d'entrée en bourse, que doit supporter l'entreprise émettrice, sont directs et indirects. Les coûts directs incluent les honoraires des vérificateurs, les frais légaux, l'impression du prospectus, les frais de traduction et d'enregistrement et la rémunération du courtier. Les coûts indirects explicites sont la dilution de la structure de propriété de l'entrepreneur, le temps et l'effort pour la préparation de l'émission et l'obligation de respecter les exigences de divulgation, ce qui peut s'avérer coûteux et désavantageux si certaines informations sont de nature à compromettre les avantages comparatifs.

L'importance de l'émission initiale, tant pour l'entreprise que pour les investisseurs justifie donc l'intérêt des chercheurs du domaine. Les études empiriques sont donc nombreuses : Ibbotson et Jaffe (1975), Ritter (1984 et 1987) et Barry et coll. (1990) ont examiné le marché aux USA, Ljungqvist (1997) a étudié le marché allemand, Rydqvist et Häogholm (1995) le marché suédois, Pagano, Panetta et Zingales (1996) ont examiné le marché italien et Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) ont présenté un tour d'horizon de la question dans plusieurs pays. Ces recherches ont généralement mis en évidence la sous-évaluation initiale (notée par la suite SÉI) des prix et la sous-performance à moyen et long terme des nouvelles émissions. En effet, les émissions initiales sont, en moyenne, introduites

¹ MacIntosh (1997) affirme que la disponibilité d'un mécanisme de sortie liquide et profitable, et par conséquent d'un marché dynamique de premières émissions, est la préoccupation première des sociétés de capital de risque.

sur le marché à un prix sensiblement inférieur à celui qu'établira le marché secondaire peu après l'émission. Cette SÉI est un coût indirect puisqu'elle représente un transfert de richesse des actionnaires existants en faveur des nouveaux investisseurs. Elle constitue la première anomalie associée aux émissions initiales. Par la suite, la performance à moyen et long terme de ces émissions semble systématiquement décevante, ce qui constitue une seconde anomalie. Ces deux phénomènes empiriques, qui ne sont d'ailleurs pas indépendants, ont été relevés dans de nombreux pays et plusieurs explications ont été mises de l'avant. Mais, comme le signale Aggarwal (1999), la SÉI et la sous-performance à long terme des émissions initiales d'actions demeurent encore deux énigmes importantes.

Cette performance des émissions initiales à court terme suivie par une contre-performance à long terme a des implications pratiques et théoriques importantes. En pratique, il faut tenter de comprendre comment les intervenants du marché, qu'il s'agisse des courtiers pour le prix d'émission ou des investisseurs en ce qui concerne le prix du premier jour de transaction peuvent commettre des erreurs d'évaluation systématiques et récurrentes lorsqu'ils évaluent les titres. Il faut également se demander pourquoi les firmes émettrices laissent échapper plusieurs centaines de milliers de dollars lors d'une émission initiale sous-évaluée et pourquoi les émissions initiales continuent de susciter un tel engouement de la part des investisseurs. Ils devraient en effet savoir qu'ils réalisent un placement douteux en achetant ces actions sur le marché secondaire. Sur le plan conceptuel, ces deux phénomènes représentent des preuves qui paraissent flagrantes de l'inefficience des marchés, ce qui explique l'intérêt des chercheurs.

Récemment, plusieurs travaux ont remis en cause les résultats des études antérieures en raison du manque de puissance des tests employés et de la sensibilité des résultats au choix des outils méthodologiques, notamment en ce qui concerne la performance à moyen terme. Brav, Geczy et Gompers (2000) notent que la méthodologie utilisée pour mesurer la performance à long terme des émissions initiales détermine directement la puissance du test statistique. Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) s'accordent également sur le fait que la dimension méthodologique explique en grande partie les différents résultats obtenus par les différents chercheurs. Brean (1997) ajoute que l'érosion persistante du rendement des titres après

l'émission initiale d'actions, le cas échéant, demeure un phénomène énigmatique. Ritter (2001, p. 38) souligne que « *Furthermore, the mystery of why small growth firms have such low returns on average remains unanswered* ». En examinant le processus d'entrée en bourse, Lowry et Schwert (2001) confirment également que plusieurs questions concernant les émissions initiales sont encore sans réponses. Il est donc justifié de réexaminer le phénomène au Canada, en tenant compte de ces avancées méthodologiques. L'étude se justifie d'autant mieux que notre connaissance du marché canadien est très limitée. Une seule étude repose sur des données postérieures à 1990. Le paysage des émissions initiales a connu des changements importants au cours des années 90 avec l'introduction en bourse de nombreuses entreprises technologiques et le développement de nouvelles méthodes d'émissions utilisant les enchères. Sherman (2001) ajoute également qu'au cours des années 90, plusieurs pays ont changé leurs mécanismes d'introduction pour le « *book-building* », ce qui a eu un effet sur l'ensemble des marchés des émissions initiales. Maynes (1997) précise que de nombreuses questions demeurent sans réponse, y compris les explications possibles du phénomène de la SÉI ou celle du rendement inférieur à long terme. Les résultats des études américaines dans le domaine des émissions initiales ne peuvent être extrapolées aux marchés de taille moins importante, qui représentent la plupart des marchés boursiers dans le monde. Le fort volume d'actions en circulation, la forte participation des investisseurs institutionnels et la taille des entreprises américaines font du marché américain l'exception. Le marché canadien nous offre également la possibilité d'analyser sur un même marché le comportement d'émissions initiales soumises à des règles différentes. Nous proposons donc d'évaluer et d'expliquer, dans la mesure du possible, la performance initiale et à moyen terme des émissions initiales au Canada, depuis 1991.

Notre démarche comporte trois étapes, visant chacune des objectifs spécifiques et se fondant sur une méthodologie propre. Ces trois étapes correspondent respectivement aux trois chapitres de la thèse.

La première étude porte sur les émissions initiales au Canada. Il s'agit d'un travail descriptif, qui a pour objectif de présenter le plus clairement possible, les différentes étapes d'une émission initiale et les modes de souscription, d'examiner les coûts directs d'une

émission et d'en préciser l'évolution du programme Junior Capital Pool, qui facilite le financement des entreprises canadiennes de petite taille. Cette section présente également les principales données relatives aux émissions initiales dans ce pays.

La deuxième étude porte sur la sous-évaluation initiale. Il s'agit d'un travail empirique, qui intègre les développements méthodologiques les plus récents. Elle se distingue des études américaines antérieures en introduisant l'influence des effets sectoriels. En outre, les émissions initiales canadiennes se répartissent en trois sous-ensembles distincts, dont il faut analyser le comportement séparément : les émissions d'actions ordinaires sont de taille relativement plus grande que celles des émissions d'unités et doivent satisfaire des conditions d'inscription plus rigoureuses que celle qu'on exige des émissions Junior Capital Pool². La structure de ce chapitre se fonde sur une mise en évidence de la SÉI au Canada et sur une analyse économétrique des facteurs qui peuvent expliquer ce phénomène, incluant les secteurs d'activité, la taille d'émission, le rôle du courtier et l'état du marché³.

La troisième étude porte sur la performance à moyen et long terme des émissions initiales. L'objectif de ce travail est de mesurer la performance à moyen et long terme des émissions canadiennes, en tenant compte des développements récents des méthodes empiriques et des observations des chercheurs quant à la puissance des tests statistiques. La structure de ce chapitre est similaire à celle portant sur la SÉI. Elle se fonde sur l'étude de la performance à moyen et long terme de émissions initiales canadiennes et sur l'analyse économétrique des facteurs explicatifs de cette performance. Nous nous intéressons particulièrement à la relation empirique qui pourrait exister entre la SÉI et la performance à moyen et long terme des émissions initiales d'actions⁴.

² Le premier chapitre de la thèse présente une définition précise des émissions Junior Capital Pool.

³ Maynes (1997) précise, en analysant l'étude de Jog (1997) qui porte sur la SÉI au Canada, que le lien entre l'activité des émissions initiales d'actions et les conditions du marché devrait faire l'objet d'une analyse plus poussée.

BIBLIOGRAPHIE

- Aggarwal, R., « Stabilization activities by underwriters after initial public offerings », *SSRN* working paper, 1999.
- Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M., « The role of venture capital in the creation of a public company », *Journal of Financial Economics* 27, p. 447-471, 1990.
- Brav, A., Geczy, C., Gompers, P., « Is the abnormal return following equity issuance anomalous ? » *Journal of Financial Economics* 56, p. 209-249, 2000.
- Brean, D., « The climate for initial public offerings in Canada », *Financing Growth in Canada* ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 706-708, 1997.
- Deeds, D., Decarolis, D., Coombs, J., « The impact of firm specific capabilities on the amounte of capital raised in an initial public offerings: Evidence from the biotechnology industry » *Journal of Business Venturing* 12, p. 31-46, 1997.
- Fama, E., « Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance » *Journal of Financial Economics* 49, p. 283-306, 1998.
- Ibbotson, R., « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics* 2, p. 235-272, 1975.
- Lee, P., Taylor, S., Walter, T., « Australian IPO underpricing in the short and long run », *Journal of Banking and Finance* 20, p. 1189-1210, 1996.
- Ljungqvist, A., « Pricing initial public offerings : Further evidence from Germany », *European Economic Review* 41, p. 1309-1320, 1997.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K., « Initial public offerings: International insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, p. 165-199, 1994.
- Lowry M., Schwert, G.W., « Biases in the IPO pricing process », *NBER* working paper, 2001.
- MacIntosh, J., « Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis », *Industrie Canada* working paper, University of Galgary press, 1997.

⁴ Lee, Taylor et Walter (1996, p. 1190) affirment que « *Given the limited international evidence of longer run performance by IPOs, further analysis is warranted, especially in terms of the relationship between initial and longer run returns* ».

- Maynes, E., « The climate for Canadian initial public offerings », commentaire de l'article de Jog, V. (1997), *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 411-415, 1997.
- Mitchell, M., Stafford, E., « Managerial decisions and long-term stock price performance », *Journal of Business* 73, p. 287-329, 2000.
- Pagano, M, Panetta, F., Zingales, L., « The stock as a source of capital : Some lessons from initial offerings in Italy », *European Economic Review* 40, p. 1057-1069, 1996.
- Ritter, J., « The hot issue market of 1980 », *Journal of Business* 32, p. 215-240, 1984.
- Ritter, J., « The costs of going public », *Journal of Financial Economics* 19, p. 269-281, 1987.
- Ritter, J., « Investment banking and securities issuance », chapitre 9 du North-Holland *Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris et René Stulz, (à paraître 2002), version 7 mars 2001.
- Rydqvist, K., Häogholm, K., « Going public in the 1980s: Evidence from Sweden », *European Financial Management* 1, p. 287-315, 1995.
- Sherman, A., « Global trends in IPO methods: Book-building vs. auctions», *Notre Dame University* working paper, 2001.

CHAPITRE 1

LES ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA

INTRODUCTION

Une émission initiale (EI) est le moyen par lequel une entreprise peut lever des fonds en émettant des titres au public, par exemple des actions ou des parts¹. Une émission initiale d'actions engage, généralement, trois parties : les investisseurs, la société émettrice et le courtier ou le syndicat de courtiers. Chaque partie a ses propres objectifs. Les investisseurs sont plus préoccupés par le rendement immédiat qu'ils peuvent retirer de l'émission et par la probabilité de maintenir ou d'augmenter le rendement des actions de l'entreprise émettrice. Les courtiers doivent concilier leurs propres intérêts avec ceux de l'entreprise émettrice et des investisseurs alors que l'émetteur, quant à lui, tente de sauvegarder les intérêts des actionnaires au moment de l'émission en minimisant son coût d'obtention du capital, ce qui revient à obtenir le prix le plus élevé possible pour chacun des titres offerts.

Pour certains chefs d'entreprise, une émission initiale représente l'apogée de la réussite. Pour d'autres, la croissance et le besoin de capitaux supplémentaires constituent des moteurs de la décision. Dans certains secteurs- pétrole et gaz, mines et haute technologie, l'émission initiale est un impératif pour les jeunes entreprises qui comptent sur la rémunération en actions comme mesure d'intéressement pour attirer et conserver du personnel clé. Ces jeunes entreprises ont également besoin d'un apport de capitaux pour réaliser leurs plans de croissance. Quelle que soit la motivation et avant de se faire introduire en bourse, une société doit franchir, au préalable, certaines étapes. D'abord, elle doit constater les nombreux avantages qu'elle peut en tirer et préparer par conséquent

¹ Ritter (1998), dans son chapitre intitulé « initial public offerings » précise qu'« une émission initiale prend effet lorsqu'une entreprise vend des titres au public pour la première fois, en espérant qu'un marché liquide se développe pour ce titre » (traduction libre).

tout son personnel à l'ouverture de la société au public. Ensuite, l'entreprise doit se préparer à l'introduction proprement dite, en commençant par le choix d'un marché et le mode de souscription des titres qui seront émis. Enfin, la société doit se préparer à l'introduction boursière en constituant son dossier et en suivant tout un processus régi par les lois et les règlements de compétence provinciale.

Brean (1997) souligne « qu'un marché vigoureux et efficient des émissions initiales est d'une importance cruciale pour le financement à long terme des entreprises qui possèdent une viabilité commerciale et un potentiel de croissance considérable et dont le développement pourrait être compromis par des limites sur l'endettement et une pénurie d'accumulation de capital ». Jog (1997) affirme également l'importance économique d'avoir un marché dynamique pour les émissions initiales. Il précise que si l'accès aux capitaux d'investissement témoigne d'un bon rapport coût-efficacité, les entreprises canadiennes pourront produire et soutenir de nouvelles innovations, créer des emplois, engendrer des recettes fiscales et affronter la concurrence sur le marché international.

L'objectif de ce chapitre est de présenter le plus clairement possible, les différentes étapes d'une émission initiale et les coûts directs qu'une EI exige et d'analyser le marché des émissions initiales au Canada.

La première section décrit les différentes étapes de préparation de l'émission. Nous y examinons également les coûts directs d'une EI, le mode de souscription et les mécanismes d'évaluation et d'allocation des titres et nous présentons les conditions d'inscription aux différentes bourses canadiennes. La deuxième section porte sur le programme Junior Capital Pool comme exemple de programme influant sur l'accès au marché pour les entreprises canadiennes de petite taille. Enfin, la troisième section est une vue d'ensemble du marché canadien des émissions initiales.

1.1- LE PROCESSUS D'UNE ÉMISSIONS INITIALE :

La démarche d'une émission initiale est particulièrement exigeante et requiert plusieurs étapes. Elle est également coûteuse en temps et en argent. Ces coûts dépendent non seulement de la taille de l'émission mais aussi du mode de souscription et de la province où aura lieu l'émission.

1.1.1- La préparation de l'émission :

Lorsqu'une entreprise décide d'entrer en bourse via une émission initiale, elle doit suivre un processus régi par des lois et des règlements de compétence provinciale. Ce processus comporte habituellement 4 phases et dure environ 3 à 4 mois. Les quatre phases sont les suivantes :

La préparation du prospectus provisoire: bien avant de déposer le prospectus définitif, l'entreprise émettrice doit préparer un prospectus provisoire (*red herring*) qui sera soumis à l'examen des organismes de réglementation. Ce document contient toute l'information exigée, sauf le prix définitif, la commission des placeurs, le nombre définitif d'actions à placer et le produit net. L'émetteur au cours de cette étape doit créer un « groupe de travail » composé d'au moins un de ses hauts dirigeants et de représentants des courtiers, des vérificateurs et des conseillers juridiques. Bien que la responsabilité de rédiger un prospectus provisoire incombe à l'émetteur et à ses conseillers juridiques, les membres du groupe de travail se verront habituellement assigner la responsabilité de préparer la première version du prospectus provisoire. Cet exercice peut demander des semaines ou des mois selon la complexité des activités et des affaires de l'émetteur, le besoin de restructuration avant la transformation en société ouverte et l'application du groupe de travail.

Le processus de contrôle diligent : dans une seconde étape, les placeurs et leurs avocats procèdent à un examen approfondi de tous les aspects de l'entreprise, pour s'assurer d'obtenir tous les renseignements importants pour le placement et pour confirmer l'exactitude de cette information. Ainsi, cet examen garantit aux investisseurs que le document préparé constitue un exposé complet et véridique des faits. La vérification diligente comprend habituellement des discussions détaillées avec les hauts dirigeants de

l'émetteur au cours de la préparation du prospectus provisoire, l'inspection des principaux éléments d'actif de l'émetteur, l'examen de ses contrats importants (comme les contrats de financement), l'examen de ses états financiers et de son plan financier ainsi que des discussions avec les cadres supérieurs de l'émetteur, ses vérificateurs et des conseillers ou experts avant le dépôt du prospectus provisoire et du prospectus définitif.

L'examen réglementaire et la tournée de promotion: une fois le prospectus provisoire imprimé, il est déposé auprès des commissions des valeurs mobilières pertinentes. Ce n'est qu'après avoir reçu la première lettre d'observations des autorités en valeurs mobilières et avoir répondu à leurs interrogations que les dirigeants de l'entreprise émettrice peuvent partir en tournée de promotion pour présenter l'entreprise aux investisseurs institutionnels et aux courtiers en valeurs mobilières. Au cours de ces tournées de promotion (*road show*), seule l'information déjà rendue publique dans le prospectus provisoire et la circulaire d'information confidentielle² (*green sheet*) peut être utilisée ou faire l'objet de discussion.

La préparation du prospectus définitif: tout au long de la durée du placement, les placeurs sondent le terrain pour ce qui est du prix et de l'acceptation par le marché. La conjoncture du marché et l'intérêt suscité par le prospectus provisoire et la tournée de promotion ont une incidence sur la détermination du prix et du nombre d'actions et donnent une idée du moment propice au lancement de l'offre. Une fois que le nombre de titres a été établi et que le contrôle diligent et l'examen réglementaire sont terminés, l'entreprise émettrice est prête à réviser le prospectus définitif et à le déposer. La vente et la distribution des actions peuvent commencer dès que le prospectus définitif est déposé et visé par les commissions des valeurs mobilières.

La clôture: après la signature de la convention de placement des titres se tient une réunion de clôture à laquelle participent tous les intervenants. Des documents juridiques sont signés et échangés (qui se fait normalement après la clôture des marchés la veille du

² Cette circulaire résume les principales informations financières tirées du prospectus, souvent en présentant des données comparatives sur des titres d'entreprises similaires.

dépôt du prospectus définitif). Également, l'émetteur reçoit le produit net du placement en échange des titres remis aux placeurs. Cette réunion de clôture officialise donc le début de la vie de l'entreprise à titre de société ouverte. Cette étape est exécutée sur le marché primaire ou marché des nouvelles émissions. Par la suite, chaque courtier vend ses titres à ses clients à un prix plus élevé qu'il ne les a payés. Le prix payé par les clients est nommé prix d'émission.

De l'étape de préparation du prospectus provisoire à la clôture de l'opération, l'émetteur devra engager des frais juridiques, des frais de comptabilité, de vérification, d'inscription à la bourse et d'impression du prospectus. Tous ces frais sont liés à la nécessité de se conformer aux exigences des organismes de réglementation et d'une bourse de valeurs mobilières. En outre, ces coûts directs sont en grande partie des dépenses peu sensibles à la taille de l'émission, ce qui explique qu'elles soient proportionnellement plus élevées dans le cas des petites émissions. Nous examinons les coûts directs des émissions initiales canadiennes à la section suivante.

1.1.2- Examen des coûts directs des EIs au Canada :

Les coûts directs associés à une émission initiale comprennent deux éléments : les coûts de réglementation et la commission versée au souscripteur. Robinson (1997) souligne qu'il coûte habituellement entre 65 000 et 150 000 dollars en frais de réglementation à une entreprise qui veut procéder à une EI en Alberta. La commission du souscripteur représenterait un montant supplémentaire variant entre 7,5% et 10% du capital recueilli. Il ajoute que les émissions de titres à la bourse de Vancouver hausseraient le coût de souscription d'environ 20 000 et 30 000 dollars par rapport au coût d'une EI semblable en Alberta et qu'en Ontario et au Québec, le coût de réglementation minimum lié à une EI se situe entre 100 000 et 150 000 dollars. Jog (1997) estime que le coût total moyen d'une émission à la bourse de Toronto se situe entre 300 000 et 400 000 dollars, auxquels s'ajoute une commission variant entre 6% et 8% du produit de l'émission.

Shutt et Willams (2000) estiment les coûts directs pour 49 émissions initiales d'entreprises inscrites à la bourse de Toronto, au cours de la période de 1998 à 1999, et

observent que ces coûts comportaient des économies d'échelle parce que le coût direct moyen en pourcentage diminuait avec la taille de l'émission. À titre d'exemple, le coût total moyen (en pourcentage) des émissions initiales dont la valeur se situe entre 1 et 10 millions de dollars est de 11,7% alors que celui des émissions dont la valeur se situe entre 10 et 50 millions de dollars est de 9,3%, celui des émissions dont la valeur se situe entre 50 et 100 millions de dollars est de 7,7% et celui des émissions dont la valeur se situe entre 100 et 200 millions de dollars est de 5,9%. En comparant les coûts directs au Canada et aux États-Unis, Shutt et Williams (2000) montrent que le coût direct moyen pondéré par la taille de l'émission est de 5,5% au Canada alors qu'il est de 8,7% pour les inscriptions au NASDAQ et de 6,6% pour les inscriptions à la NYSE. Ils concluent ainsi qu'il est moins coûteux de procéder à une EI au Canada qu'aux États-Unis. Sans pour autant mettre en cause les résultats de Shutt et Williams (2000), la taille restreinte de leur échantillon (seulement 49 EI) limite la portée de leur conclusion.

Higgins (1994) estime les coûts directs pour 68 émissions initiales d'entreprises inscrites à la bourse de Toronto, au cours de la période de 1992 à 1993, et observe que le coût direct moyen pondéré par la taille de l'émission est de 6,74%, ce qui laisse penser que les coûts directs ont graduellement diminué au Canada.

*** Tableau 1.1 ***

Le tableau 1.1 résume les caractéristiques et les coûts directs d'un échantillon de 10 EI canadiennes de taille différente que nous présentons comme exemple³. Il ressort de ce tableau que Sentex Inc., Cenosis Inc. et Clemex Technologies Inc., qui ont procédé à des émissions initiales de petite taille, ont versé chacune une commission au souscripteur (10%, 9% et 10%) plus élevée que celles versées par Acanthus Real Estate Inc., Danier Leather Inc., et Celestica Inc., qui ont procédé à des EI de plus grande taille (5,5%, 6% et 5,2747%). Les dépenses directes de Sentex Inc. de Cenosis Inc. et de Clemex Technologies Inc. sont plus faibles que celles d'Acanthus Real Estate Inc., Danier

³ L'information sur les coûts directs des émissions initiales n'est disponible que dans les prospectus définitifs des entreprises émettrices, ce qui explique notre choix de quelques exemples au lieu de faire le calcul pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes. La connaissance de ces coûts directs est importante, mais, ceci dépasse l'objectif de notre thèse.

Leather Inc. et de Celestica Inc., mais, en tenant compte du produit brut, il semble que les émissions de petite taille dépensent plus en frais directs que les émissions de grande taille. Il serait également important de noter qu'en plus de la commission qu'on verse généralement aux souscripteurs, l'émetteur leur accorde parfois des options de rémunération. Ces dernières sont des options à long terme (allant jusqu'à 24 mois) qui permettent au souscripteur d'acheter des actions supplémentaires de l'entreprise à un prix d'exercice préétabli. Ainsi, le contrat de placement de Cenosis Inc. accorde aux placeurs pour compte une option lui permettant d'acheter un nombre maximal de 125 000 actions ordinaires supplémentaires (75 000 dans l'hypothèse de l'offre minimale) au prix de 1\$ dans les 24 mois suivant la date de clôture initiale de l'EI. Si le souscripteur de Cenosis Inc. exerce son option de rémunération, il faudrait alors ajouter 0,5% du produit brut (dans le cas d'une émission de 1 500 000 dollars) au 9% qu'il devrait recevoir.

Il semble donc que les coûts directs des émissions initiales comportent des économies d'échelle. Ils constituent des déboursés directs qui viennent s'ajouter aux coûts que doit assumer l'entreprise elle-même, c'est-à-dire le coût d'opportunité des cadres qui travaillent à la planification de l'EI et qui recherchent un souscripteur. Ces coûts directs dépendent, cependant, non seulement de la province où a lieu l'inscription mais également du mode de souscription. Il reste à présenter donc les différents modes de souscription et les mécanismes d'évaluation et d'allocation des nouveaux titres. Ceci fera l'objet de la section suivante.

1.1.3- Le mode de souscription et les mécanismes d'évaluation et d'allocation des titres nouvellement émis :

Une émission initiale engage, généralement, trois parties : les investisseurs, la société émettrice et le courtier ou le syndicat de courtiers. Dans cette section, nous étudions les modes de souscription des EIs, qui font intervenir la firme émettrice et le souscripteur, et les mécanismes d'évaluation et d'allocation des titres, qui font intervenir les investisseurs et le souscripteur (et la firme émettrice). Au Canada, il y a deux grands modes de souscription d'une émission initiale, l'engagement ferme et le placement pour compte.

Lors de l'engagement ferme (*firm commitment*), le courtier ou le groupe de courtier achète la totalité de l'émission en versant à l'entreprise le prix à l'émetteur (fixé par négociation entre l'émetteur et le ou les preneurs fermes). Les titres sont par la suite vendus sur le marché à un prix d'émission plus élevé. L'écart entre les deux prix rétribue les services du courtier. C'est donc le courtier qui assume le risque d'un écoulement incomplet des actions offertes et c'est certainement l'option la plus avantageuse pour la société émettrice et également la plus fréquemment utilisée.

Pour comprendre ce mode de souscription, nous illustrons, dans ce qui suit, un exemple d'une émission initiale par engagement ferme. Il s'agit de l'émission initiale de l'entreprise canadienne Acanthus Real Estate Corporation.

Acanthus Real Estate Corporation a procédé à une émission initiale d'actions ordinaires en février 1998. Les activités principales de la société sont l'acquisition et la gestion proactive d'actifs d'un portefeuille diversifié et de haute qualité de propriétés immobilières résidentielles et commerciales. Le prix d'offre des actions ordinaires offertes a été négocié entre la société et CIBC Wood Gundy Inc., ScotiaMcLeod Inc., HSBC James Capel Canada Inc. et Capital Midland Walwyn Inc. (les preneurs fermes). Aux termes d'un contrat intervenu en date du 28 janvier 1998 (la convention de prise ferme) entre la société et les preneurs fermes, Acanthus Real Estate Corporation s'est engagée à émettre et à vendre 6 875 000 actions ordinaires et les preneurs fermes se sont séparément engagés à acheter ces actions le 2 février 1998, à un prix par action ordinaire payable à la société contre livraison des certificats représentant ces actions, sous réserve du respect de toutes les exigences légales nécessaires et des conditions contenues dans la convention de prise ferme. Il est prévu à la convention de prise ferme que la société versera aux preneurs fermes à titre de rémunération un montant global de 3 025 000 \$ en contrepartie des services rendus, soit 5,5% de produit brut. Les obligations des preneurs fermes aux termes de la convention de prise ferme sont individuelles et les preneurs fermes peuvent y mettre fin à leur gré selon leur appréciation de l'état des marchés financiers ou à la survenance de certains événements précis. Toutefois, les preneurs fermes sont tenus de prendre livraison de toutes les actions ordinaires offertes et d'en régler le prix si l'une quelconque de ces actions est achetée aux termes de la convention de prise ferme.

Acanthus Real Estate Corporation a accordé aux preneurs fermes une option visant l'achat d'un maximum de 1 031 250 actions ordinaires additionnelles selon les mêmes modalités que celles décrites ci-dessus au prix de 8,00 \$ l'action, afin de couvrir les attributions excédentaires. Cette option peut être exercée pendant une période de 30 jours à compter de la clôture de l'EI.

Le placement pour compte (*best-efforts*): dans ce mode de souscription, le syndicat bancaire tentera de vendre le plus grand nombre possible d'actions à un prix de vente préalablement convenu. Sa rémunération se base également sur la différence entre le prix du placement et le prix versé à l'entreprise. Il ne peut garantir le montant de capital que recueillera l'entreprise émettrice. Cette dernière assumera seule le risque d'un écoulement incomplet des actions offertes. Généralement, le placement pour compte est utilisé dans le cas des entreprises de petite taille et qui présentent un risque plus élevé que le courtier n'est pas prêt à assumer. Les résultats du tableau 1.1 confirment également cette observation. En outre, la commission du courtier est plus élevée pour une émission à engagement ferme que pour un placement pour compte. Aggarwal et Rivoli (1991) observent que pour les émissions initiales de moins de 3 millions de dollars, le coût moyen de la réglementation (en milliers de dollars US) et les commissions de souscription sont respectivement de 108,5 et 193,8 pour les placements pour compte et de 148,7 et 217,5 pour les engagements fermes. Ritter (1987) souligne également que pour les émissions initiales de plus de 10 millions de dollars, le coût moyen de la réglementation (en pourcentage du produit de l'émission) et les déboursés totaux sont respectivement de 2,4% et 10,43% pour les placements pour compte et de 2,10% et 9,34% pour les engagements fermes.

Comme exemple d'une émission initiale par placement pour compte, nous retenons l'émission initiale de l'entreprise québécoise Cenosis Inc., qui offre des services d'experts en réseautique et en développement de systèmes informatiques de gestion. Cenosis Inc. a procédé à une émission initiale d'actions ordinaires en octobre 1998. Le prix d'offre pour les actions ordinaires a été déterminé par voie de négociation entre Whalen, Béliveau & Associés inc. (le placeur pour compte) et la compagnie. En vertu

d'une convention de placement pour compte intervenue entre la compagnie et Whalen, Béliveau & Associés inc. en date du 24 août 1998, la compagnie a convenu d'offrir les actions ordinaires offertes au prix de 1 \$ l'action et le placeur pour compte a convenu de déployer ses meilleurs efforts pour obtenir des souscriptions pour ces actions ordinaires, le tout sous réserve des modalités contenues dans la convention de placement pour compte. La convention de placement pour compte prévoit, entre autres, qu'un minimum de 1 500 000 actions ordinaires et un maximum de 2 500 000 actions ordinaires devront être souscrites. Elle prévoit également le paiement au placeur pour compte d'une rémunération de 0,09 \$ pour chaque action ordinaire ainsi vendue (soit 9% du produit brut). Le placeur pour compte peut constituer un syndicat de vente et fixer la rémunération qu'il paiera à ses membres mais n'est tenu d'acheter et de payer aucune action ordinaire. Il a la faculté de résoudre ses obligations sur le fondement de son appréciation de la conjoncture. À titre de rémunération additionnelle, lors de la séance de clôture initiale, Cenosis inc. octroiera au placeur pour compte une option incessible (l'option à titre de rémunération) lui permettant d'acheter un nombre maximal de 125 000 actions ordinaires supplémentaires (75 000 actions ordinaires dans l'hypothèse de l'offre minimale) au prix de 1 \$ l'action dans les 24 mois suivant la date de clôture initiale du présent placement.

Tel que souligné dans la première section, après la signature de la convention de placement et l'échange des documents juridiques, l'émetteur reçoit, généralement, le produit net du placement et remet les titres aux placeurs. Par la suite, le courtier vend ses titres à ses clients. Plusieurs chercheurs, notamment Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) et Chowdhry et Sherman (1996) affirment que les mécanismes utilisés pour évaluer et distribuer les titres d'une émission initiale influencent le processus d'introduction en bourse. Le mécanisme, le plus répandu aux États-Unis et au Canada, est celui du « *book-building* », où le courtier, chef de file, collecte de l'information sur les intentions d'achat des investisseurs potentiels⁴(institutionnels et individuels), lors de ses tournées de promotion, et établit ainsi sa courbe de demande sur la base de plusieurs critères. Cornelli

⁴ Ces intentions d'achat peuvent prendre la forme de la quantité de titres voulue avec un prix maximum ou minimum.

et Goldreich (2001) soulignent que les investisseurs institutionnels⁵ qui sont prêts à acheter et à détenir le titre dans leur portefeuille pour une longue période seront privilégiés. Le prix d'émission est donc fixé de façon à ce qu'il ait une apparence d'excès de demande et la distribution des titres est laissée à la discrétion du souscripteur. Le mécanisme du « *book-building* » est souvent utilisé lors des émissions à engagement ferme de grande taille (Ritter, 1998 et Ibbotson et coll., 1994).

Le deuxième mécanisme, moins répandu que le premier et particulièrement utilisé par les entreprises de petite taille procédant par placement pour compte, se base sur la détermination d'un prix d'émission fixe « *fixed price offer* », avant même que la demande du titre ne soit connue. Ainsi, Clemex Technologies Inc. a procédé à une émission initiale à prix fixe par placement pour compte, en mars 1998 qui a rapporté 1 500 000 dollars⁶.

En cas d'excès de demande⁷, les titres seront rationnés sur la base du pro rata ou par tirage au sort (c'est le cas aux États-Unis). Dans d'autres pays, le rationnement se fait selon la taille des ordres d'achat reçus. Également, pour réduire la probabilité d'échec de l'émission initiale, on fixe souvent un faible prix d'émission, ce qui pourrait expliquer d'ailleurs les rendements moyens initiaux élevés (Loughran et coll., 1994).

Plusieurs pays, notamment France, Israël, Japon et Taiwan utilisent un troisième mécanisme d'évaluation et d'allocation des titres qui se base sur la vente aux enchères. Le prix d'émission est ainsi fixé après la collecte des ordres d'achat et les titres sont alloués à tous ceux qui ont gagné aux enchères. Biais et Faugeron (2000) et Sherman

⁵ Jog (1997) affirme que les investisseurs institutionnels jouent un rôle important dans l'écoulement initial des titres nouvellement émis et montre que ces derniers continuent à détenir les actions qu'ils avaient achetées. Toutefois, Jog (1997) observe que les investisseurs privés vendent leurs actions peu après les avoir achetées, ce qui renforce l'importance qu'accorde les entreprises émettrices à l'influence éventuelle des placeurs auprès des investisseurs institutionnels.

⁶ Nous présentons ici le paragraphe, extrait du prospectus définitif de Clemex Technologies Inc., qui indique le choix du mode de souscription et du mécanisme de fixation du prix d'émission. « *Global Securities Corporation is acting as the agent of the corporation for the purposes of this offering on a reasonable "best efforts" agency basis, subject to the approval of certain legal matters on behalf of the corporation by Blake, Cassels & Graydon, Calgary, and on behalf of the agent by Parlee McLaws, Edmonton and Calgary. This offering is being made through the facilities of The Alberta Stock Exchange on a fixed price offering basis and is subject to the Offering of 2,500,000 Class A Common Shares (\$1,500,000) being fully subscribed on the offering day on The Alberta Stock Exchange and satisfaction or waiver of the other conditions to closing. If such level of sales is not achieved or the other conditions to closing are not satisfied nor waived, the offering of the Class A Common Shares will be cancelled and subscription monies will be returned without interest or deduction* ».

⁷ Ritter (2001) précise que, par exemple, à Hong Kong, l'émission de l'entreprise Tom.com en février 2000 a été sur-souscrite par 66,900% (soit 669 fois le nombre d'actions offertes).

(2001) soulignent, cependant, que la procédure du « *book-building* » est meilleure que celle des ventes aux enchères. Ces chercheurs affirment que le « *book-building* » peut être considéré comme une vente aux enchères dynamique conduite par les courtiers, avec l'avantage que ces derniers peuvent allouer librement les titres pour récompenser les investisseurs qui révèlent leurs intentions d'achats. Kutsuna et Smith (2000) soulignent que, depuis l'introduction du « *book-building* » au Japon en 1997, les entreprises émettrices japonaises préfèrent cette procédure à celle des ventes aux enchères, utilisée depuis 1989. Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2000) confirment également que l'introduction internationale du « *book-building* » comme mécanisme d'évaluation et d'allocation des titres durant les années 90 a largement contribué à promouvoir l'efficacité des marchés de premières émissions. Toutefois, Ritter (2001) souligne que la popularité du « *book-building* » par rapport aux autres mécanismes reste à vérifier. Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) soulignent que les courtiers préfèrent le « *book-building* ». Mais, ils mettent en doute que ce mécanisme respecte les intérêts de la société émettrice.

1.1.4- Le choix du marché et les conditions d'inscription aux bourses canadiennes

Lorsqu'une entreprise décide de procéder à une émission initiale, elle doit choisir un marché. Chaque marché présente des caractéristiques propres et impose ses conditions d'inscription. Au Canada, une entreprise souhaitant devenir publique a le choix entre quatre bourses canadiennes de valeurs mobilières⁸ : la Bourse de Montréal, le Toronto

⁸ Nous décrivons la situation des marchés boursiers canadiens avant la restructuration de 1999, étant donné le fait que notre étude porte sur la période de 1991 à 1999. Notons toutefois, que le programme de restructuration a pour objectif fondamental que chaque Bourse offre exclusivement des installations et des services de négociation dans un seul secteur du marché, à savoir : La Bourse de Montréal : tous les produits dérivés négociés en bourse; La Bourse de Toronto : tous les titres de grandes sociétés ou titres « seniors », sauf les produits dérivés négociés en bourse, y compris (sans restriction) les actions, droits de souscription, débentures convertibles, parts de fiducies et de sociétés en commandite, bons de souscription, obligations et titres d'organismes de placement collectif ainsi que les autres produits communément négociés sur le marché au comptant, y compris les parts liées à un indice. Les titres « seniors » sont ceux des émetteurs qui répondent aux critères d'inscription à la Bourse de Toronto; La Bourse Alberta/Vancouver créée par la fusion des Bourses de l'Alberta et de Vancouver : tous les titres de petites sociétés ou titres « juniors ». Pour dissiper tout doute, il est expressément prévu que les émetteurs inscrits actuellement à la Bourse de Montréal qui ne répondent pas aux critères de transfert à la Bourse de Toronto seront transférés à la Bourse Alberta/Vancouver (CDNX). Le programme de restructuration prévoit

Stock Exchange, l'Alberta Stock Exchange et le Vancouver Stock Exchange. Les titres qui ne sont pas inscrits à la cote de ces bourses peuvent être échangés par l'intermédiaire du Canadian Dealing Network (CDN), filiale de la Bourse de Toronto. Le volume d'opérations, l'envergure géographique et les exigences d'inscription ne sont pas les mêmes d'une bourse à l'autre.

La Bourse de Toronto (TSE) est celle qui applique les normes les plus rigoureuses. Ainsi, une entreprise industrielle qui désire s'inscrire à la Bourse de Toronto doit avoir un actif de cinq millions de dollars et des bénéfices d'au moins 200 000\$, avant impôt et postes extraordinaires, au cours de l'exercice précédent immédiatement le dépôt de la demande d'inscription. La TSE a également resserré ses exigences en 2000 pour les entreprises technologiques⁹. Ainsi, une entreprise opérant dans le secteur de la technologie qui désire s'inscrire à la TSE, doit avoir une valeur marchande minimum de titres inscrits de 50 millions de dollars, un minimum de 10 millions en trésorerie et une valeur marchande minimum de titres détenus par le public de 10 millions de dollars. L'entreprise doit aussi prouver que les produits ou les services sont à un stade avancé de leur développement ou de leur commercialisation et qu'elle possède des fonds suffisants pour pourvoir aux dépenses prévues en matières de développement, de frais généraux et d'administration pendant au moins un an. La Bourse de Toronto reste donc réservée aux entreprises de taille moyenne et aux grandes entreprises. Les entreprises ontariennes de petite taille qui veulent devenir publique peuvent soit s'inscrire au marché hors cote de l'Ontario, au Réseau canadien de transactions (CDN), soit s'inscrire à une autre bourse canadienne qui accepte les entreprises de petite taille¹⁰.

également que la Bourse de Toronto transférera les 168 titres échangés au Réseau canadien de transaction (CDN) à la CDN.

⁹ Fred Kitchen, courtier en valeurs mobilières pour Scotia Capital Markets de Toronto et ancien président du TSE, croit que les nouvelles exigences permettront de rassurer les investisseurs sur la situation financière des nouvelles sociétés inscrites en Bourse. (Le Devoir, « Technologie : la Bourse de Toronto devient plus exigeante », 29 juin 2000.)

¹⁰ Robinson (1997) précise que les maisons de courtage et les responsables de la réglementation de l'Alberta et de celle de Vancouver ont de la difficulté à accepter les demandes d'inscription provenant de l'extérieur.

Les conditions d'inscription à la Bourse de Montréal sont sensiblement moins rigoureuses que celles de la Bourse de Toronto. Les entreprises industrielles, financières et immobilières qui désirent s'inscrire à la cote de la Bourse de Montréal ne sont tenues d'avoir qu'un million de dollars d'actions en circulation pourvu qu'elles aient au moins un million de dollars d'actif et un bénéfice d'au moins 100 000\$. En outre, elles doivent être rentables au cours de deux des trois derniers exercices. Pour les entreprises minières, la valeur minimum des actions en circulation n'est que de 500 000\$. Elles doivent également recueillir, lors de l'émission d'actions ordinaires, un produit net d'au moins 100 000\$ et doivent avoir dépensé durant les douze mois au moins 50 000\$ en travaux d'exploration ou de mise en valeur sur ses propriétés. Pour les entreprises d'exploration pétrolière et gazière, la valeur minimum des actions en circulation n'est que de 750 000\$. Elles doivent aussi posséder des réserves prouvées de pétrole ou de gaz récupérables d'une valeur de 2 000 000\$.

Les inscriptions à la Bourse de Vancouver exigent un montant de minimum d'actions en circulation de 1,8 million de dollars, détenues par au moins 300 actionnaires, pour les entreprises industrielles et celles du secteur des ressources autres que pétrolières et gazières. Les entreprises pétrolières et gazières doivent avoir au moins un million de dollars d'actions en circulation et des réserves prouvées et mises en valeur de 1,8 million de dollars. Les sociétés à risque élevé peuvent également s'inscrire à la Bourse de Vancouver avec des conditions moins rigoureuses. Elles doivent avoir vendu au moins 500 000 actions par voie de prospectus et avoir un capital de démarrage de 175 000\$.

Les inscriptions à la Bourse de l'Alberta sont les moins exigeantes au Canada. Ainsi, toutes les entreprises, sauf les sociétés constituées en Junior Capital Pool peuvent s'inscrire en ayant un minimum de 500 000 actions détenues par au moins 300 actionnaires et au moins 20% des actions émises et en cours doivent être en circulation et détenues par des actionnaires publics. En plus, l'actif exigé est de 400 000\$ pour une société industrielle alors qu'il est de 1,5 million de dollars pour une société immobilière.

L'entreprise canadienne pourrait également choisir de faire leurs émissions initiales aux États-Unis. Plusieurs incitatifs expliquent le recours des entreprises canadiennes au marché américain dont les deux principaux ont l'accès aux abondants capitaux et le volume de négociation élevé. Ce marché rassemble généralement une grande diversité d'investisseurs prêts à assumer un risque plus important. Il offre également une vitrine internationale pour le nom de l'entreprise, de même que ses produits et services et peut permettre de préparer le terrain à une éventuelle alliance stratégique avec une multinationale américaine. Le processus de l'émission initiale prévoit des étapes similaires. Seuls le contenu et les détails diffèrent. Aux États-Unis, les exigences en matière d'informations à fournir sont plus sévères. C'est la Securities and Exchange Commission (SEC) qui veille en général à ce que les participants répondent à ses exigences, qui sont fondées sur la transparence, la divulgation et la comparabilité. Les conditions d'inscriptions au marché américain sont également plus rigoureuses. À titre d'exemple, le National Association of Securities Dealers Automated Quotations/ National Market System (NASDAQ/NMS) exige qu'il ait 3 millions de dollars américains en circulation, ce qui est supérieur à la norme de la Bourse de Toronto.

Pour résumer, il semble qu'en raison des conditions d'inscription plus strictes à la bourse de Toronto, cette dernière reste réservée aux entreprises de taille moyenne et aux grandes entreprises dont les besoins en capitaux sont supérieurs à 2 millions de dollars. Les entreprises de petite taille ont le choix entre la bourse de l'Alberta et de celle de Vancouver pour s'inscrire. Ces entreprises doivent également déboursier les honoraires des vérificateurs et les frais légaux, l'impression du prospectus et des titres, les frais de traduction et d'enregistrement et payer le souscripteur qui a la charge de distribuer les titres nouvellement émis. Ces coûts directs, en plus des conditions d'inscriptions qu'exige chaque bourse, font d'une émission initiale un mode de financement coûteux et dont la préparation est complexe, particulièrement, pour les entreprises de petite taille. C'est ainsi que des programmes gouvernementaux ont été créés pour rendre les introductions en bourse plus faciles et moins dispendieuses. Parmi les nombreuses initiatives prises par

les divers gouvernements, nous retenons un programme¹¹ qui nous semblent avoir influencé le plus le marché des émissions initiales au Canada, à savoir le programme Junior capital Pool (JCP) de la province de l'Alberta. Nous présentons dans ce qui suit ce programme, ses objectifs, son évolution ainsi que son influence sur la décision d'une entreprise d'offrir ses actions au public.

1.2- LES ÉMISSIONS INITIALES ET LE PROGRAMME JUNIOR CAPITAL POOL (JCP) :

Le programme JCP, développé en 1986 par la Bourse de l'Alberta (ASE), vise à faciliter aux petites entreprises en démarrage l'inscription de leurs actions à la Bourse de l'Alberta. Il consiste ainsi en un mécanisme viable pour permettre aux petites sociétés de recueillir des capitaux supplémentaires en s'adressant au public investisseur. Les fonds levés par la société JCP sont de l'ordre de 200 000\$ à 500 000\$, en plus des 100 000\$ à 500 000\$ que les dirigeants doivent obligatoirement ajouter. Les conditions d'inscription et de divulgation par prospectus applicables aux entreprises JCP sont sensiblement moins rigoureuses que celles qui s'appliquent aux autres sociétés. Une société JCP est seulement tenue d'identifier tous les acheteurs des actions représentant le capital de démarrage et de donner un aperçu de la gamme d'activités dans laquelle l'entreprise JCP tentera d'acquérir des éléments d'actif. La Bourse de l'Alberta exige également qu'au moins 300 actionnaires publics détiennent un minimum de 500 000 actions. Le prix d'offre minimum est de 10 cents par action et la quantité maximale que peut acheter tout souscripteur en vertu du prospectus est limitée à 2% du nombre total d'actions distribués au public. Les émissions réalisées dans le cadre du programme JCP sont généralement de très petite taille. Il est donc relativement aisé d'en manipuler les cours¹². Pour limiter les possibilités de tels agissements, le programme JCP exige que la totalité des actions détenues par ceux qui ont fourni le capital de démarrage doive être entières au moment

¹¹ La présentation en détail du programme JCP nous permet également de mieux comprendre le comportement à court terme de ces émissions, qu'on étudie au deuxième chapitre de la thèse. Nous aurions pu également présenter le programme Régime d'épargne-actions du Québec compte tenu des avantages fiscaux liés à l'acquisition de ces actions. Toutefois, au cours de la période d'étude, le nombre d'émissions admissibles au RÉAQ et souscrites au Québec est trop limité pour qu'elles puissent avoir un effet quelconque sur les résultats des sections suivantes. Nous avons ainsi décidé de ne pas présenter ce programme. Voir Suret et Cormier (1997) pour une vue d'ensemble et une évaluation du RÉAQ.

¹² Mathias (1994) affirme que les transactions frauduleuses sont chose courante sur les marchés des titres de petites capitalisation au Canada.

de l'inscription initiale du titre. Un tiers des actions entières sera ensuite libéré à chacune des trois premières années de la transaction importante de l'entreprise. Ainsi, les actionnaires initiés ne profitent de l'émission JCP qu'une fois que l'entreprise a réussi à engendrer de la valeur pour les actionnaires sur un horizon assez long.

L'inscription d'une société JCP est de nature transitoire parce qu'une fois inscrite à la bourse de l'Alberta, l'entreprise JCP dispose de 18 mois pour réaliser une transaction importante (l'acquisition d'un élément d'actif), qui fera passer l'entreprise de société JCP à une société dont les actions sont inscrites à la cote régulière de l'ASE¹³. À défaut de conclure une transaction importante à l'intérieur d'un délai de 18 mois, les actions du JCP sont radiées de la cote de la bourse. Il se peut que ce délai de 18 mois force certains actionnaires de l'extérieur à prendre des décisions d'investissement sous-optimales vers la fin de la période pour éviter que leurs actions soient rayées de la cote. La Bourse de l'Alberta a tenté de résoudre ce problème éventuel en permettant aux entreprises JCP de se réinscrire à la cote si elles réalisaient une transaction importante après le délai de 18 mois.

Le programme JCP a connu beaucoup de succès à la fin des années quatre vingt. D'après Robinson (1997), au cours de la période de 1986 à 1992, 405 sociétés ont été inscrites en tant qu'entreprises JCP et plus de 77 millions de dollars ont ainsi été recueillis lors des émissions JCP. Il ajoute que sur un total de 384 entreprises JCP, 324, soit 86%, avaient complété une transaction importante à la fin de 1992. Ce succès est surtout attribuable à l'inscription de sociétés pétrolières et gazières. Au cours de la période de rationalisation des entreprises pétrolières établies à Calgary, plusieurs professionnels se sont retrouvés en chômage avec des généreuses indemnités de départ. Le programme JCP a été le moyen pour ces personnes d'acheter des propriétés mises en vente, jugées économiquement non rentables par les grandes sociétés pétrolières et gazières. Toutefois, les entreprises nouvellement constituées avaient des frais généraux beaucoup moins élevés. Le programme JCP s'est, par la suite, diversifié pour permettre l'inscription d'entreprises du secteur manufacturier, des services et des industries de

¹³ Généralement, dès que l'entreprise JCP effectue sa transaction importante, elle réalise une seconde émission qui peut être privée ou publique. C'est cette émission qui est comparable à celles que l'on observe en dehors du programme JCP, puisque l'information relative à l'entreprise est alors connue.

haute technologie. Robinson (1997) estime le coût total moyen d'une émission initiale JCP de 13,81%, en 1992. et conclut que le programme a permis de réduire les coûts liés à la réglementation et le fardeau que représente l'accès aux marchés publics de capitaux d'investissement, tout en étant surveillé et réglementé à un niveau élevé.

Le programme JCP a également permis à un certain nombre de courtiers régionaux de se tailler un créneau profitable sur le marché de la souscription et de la négociation des actions de petites entreprises. La clientèle de ce programme est surtout constituée d'investisseurs au niveau du détail, bien qu'un certain nombre d'entreprises JCP aient réussi des placements privés auprès d'investisseurs institutionnels peu après l'émission. Toutefois et dans la plupart des cas, les responsables des JCP constitués par des entreprises de l'Alberta pouvaient s'adresser au preneur ferme de la souscription en offrant d'en placer la presque totalité des actions auprès d'amis et d'associés d'affaires. Il est important de noter que le programme JCP a débuté comme un programme d'envergure régionale qui vise à répondre aux besoins des émetteurs et des investisseurs de l'Alberta et notamment de Calgary et il conserve essentiellement cette caractéristique. Ceci permet aux responsables de la réglementation et aux souscripteurs d'être renseignés au sujet des émetteurs éventuels avant d'approuver l'inscription de l'entreprise et expliquerait peut être la réussite d'un tel programme¹⁴. Les émissions issues du programme JCP présentent donc des caractéristiques fort particulières, qui peuvent influencer autant la sous-évaluation initiale que la performance à moyen et long terme. C'est la raison pour laquelle ces émissions sont isolées ou omises dans les analyses empiriques des sections suivantes.

1.3- LES ÉMISSIONS INITIALES CANADIENNES : VUE D'ENSEMBLE

Nous présentons en annexe 1 les différentes définitions de chaque type d'émission initiale inscrite au Canada, au cours de la période de 1991 à 1999.

*** Tableau 1.2 ***

¹⁴ Suite à la restructuration des bourses canadiennes, la Bourse Alberta/Vancouver (CDNX) offre le programme Capital Pool Company (CPC), un programme similaire au programme JCP avec quelles modifications, notamment l'augmentation de la taille maximale de l'émission de 300 000\$ à 500 000\$ et l'augmentation du prix d'émission minimum de 0,10\$ à 0,15\$. Également, toutes les entreprises de l'Alberta et de la Colombie-Britannique peuvent adhérer au programme CPC.

Le tableau 1.2 récapitule le nombre d'émissions initiales canadiennes ainsi que leurs produits bruts pour la période de 1991 à 1999, selon les divers types d'émissions. Pour l'ensemble de la période, les émissions initiales canadiennes ont rapporté 45,31 milliards de dollars. Les émissions initiales d'actions ordinaires sont responsables de la majeure partie de ce montant, soit 25,4 milliards de dollars. Les émissions initiales de parts de fiducie représentent près de 10,8 milliards de dollars, alors que les unités et les parts de sociétés en commandite sont à l'origine d'émissions initiales totalisant 4,11 milliards de dollars et 2,8 milliards de dollars respectivement. En termes de nombre d'émissions, les émissions d'unités occupent le deuxième rang après les émissions initiales d'actions ordinaires, ce qui montre que les unités présentent une source de financement importante surtout pour les jeunes entreprises canadiennes de petite taille¹⁵.

*** Tableau 1.3 ***

Le tableau 1.3, qui présente la répartition par taille des émissions initiales d'actions ordinaires illustre clairement le rôle important joué par le programme JCP, qui est à l'origine de la plupart des émissions de petite taille (881 émissions). La très grande majorité des émissions canadiennes est le fait d'entreprises qui émettent des montants inférieurs au million de dollars (soit 68,4% des émissions de la période de 1991 à 1999). En éliminant les émissions dont la valeur brute est inférieure à un million de dollars, le nombre des émissions canadiennes chute à 454 EI soit une baisse de 68,4% du nombre total des émissions de 1991 à 1999.

Aux États-Unis, Ritter (2001) en excluant les émissions initiales d'actions ordinaires ayant un prix d'émission inférieur à 5\$ (émissions considérées comme fortement spéculatives et ne satisfont pas aux critères minimaux d'inscription au NASDAQ) souligne qu'au cours de la période de 1991 à 1999, les 3970 émissions initiales réalisées ont rapporté, en moyenne, 288,9 milliards de dollars US.

¹⁵En émettant des unités (généralement des actions ordinaires et des bons de souscription), l'émetteur fait l'économie des frais d'émission par rapport à une augmentation de capital par une seconde émission d'actions. Une émission initiale d'unités permet donc une double augmentation de capital, dont la première est réalisé immédiatement.

Bien qu'il soit difficile de comparer le marché canadien des EI à son homologue américain, étant données les différences institutionnelles entre les deux pays¹⁶, nous avons tenté d'éliminer les émissions d'actions ordinaires, valant moins de 1\$¹⁷, effectuées au cours de la période de 1991 à 1999, le nombre d'émissions canadiennes passe alors à 432 émissions d'actions ordinaires rapportant 21,72 milliards de dollars canadiens. Ce nombre passe à 391 émissions canadiennes rapportant 21,62 milliards de dollars canadiens, lorsque la limite est placée à 2 \$. Ce nombre relativement faible des émissions initiales au Canada pourrait s'expliquer par la réticence des souscripteurs à participer à des émissions de petite taille, qui pourraient nuire à leur réputation sur le marché. En outre, comme nous l'avons souligné à la section 1.1.2, la commission des souscripteurs est habituellement fonction de la taille de l'émission. Par conséquent, les grands courtiers ne sont incités à participer qu'aux EI les plus importantes. MacIntosh (1994) souligne que les plafonds qui s'appliquent aux honoraires de souscription pour les petites émissions en Ontario ont gêné les activités des courtiers en valeurs mobilières sur le marché des émissions des petites entreprises. Le marché canadien est également peu liquide est largement dominé par les investisseurs institutionnels. Jog (1997) précise que ces derniers capturent environ 60 % des émissions initiales. Dans son article intitulé « nouvelles vagues d'appels publics à l'épargne ? » et paru dans le journal La Presse¹⁸, Miville Tremblay souligne que « les courtiers craignent l'étiquette « titres RÉA » qui évoque de mauvais souvenirs. On juge également que des institutions sont des acheteurs plus intéressants, car elles ont des mains plus fermes : elles ne revendent pas en bloc les 1^{er} janvier, comme l'ont souvent fait les petits porteurs de titres RÉA ». La sous-évaluation initiale importante pourrait expliquer aussi le faible recours aux émissions initiales pour

¹⁶ Ritter (2001) affirme que le marché américain des émissions initiales est énorme, en comparaison avec la plupart des pays, spécialement ceux européens. Une des explications possibles est que la volonté des employés américains de travailler pour des entreprises jeunes en croissance facilite le démarrage de nombreuses entreprises, surtout de petite taille. Les spécialistes en capital de risque sont également prêts à financer ces entreprises sachant qu'un marché dynamique des émissions initiales garantit leur possibilité de sortie. Aux États-Unis, étant donné le nombre important des émissions initiales, toute une infrastructure a été développée pour créer et financer les jeunes compagnies, spécialement celles opérant dans le secteur technologique. Ritter (1998) ajoute que l'engouement des investisseurs américains pour les émissions initiales et l'existence d'un système légal qui protège les investisseurs minoritaires pourraient expliquer aussi le développement du marché des émissions premières aux États-Unis.

¹⁷ Les habitudes en matière de prix de titres diffèrent entre le Canada et les États-Unis, où des valeurs de 100 à 200\$ sont relativement courantes. Elles sont rares au Canada. Nous avons donc considéré que la limite de 5\$ aux États-Unis équivalait à 1 ou 2 \$ canadiens.

¹⁸ La Presse, du 9 février 1996.

les entreprises canadiennes de petite taille. Ceci fera l'objet d'approfondissement lors du deuxième chapitre de la thèse.

*** Tableau 1.4 ***

Le tableau 1.4 renferme le nom, l'année, le type et le montant d'argent rapporté par les 10 émissions initiales canadiennes les plus importantes durant la période 1991-1999, selon un ordre décroissant. D'après ce tableau, deux émissions initiales d'actions ordinaires des deux compagnies d'assurance Manulife Financial Corporation et Clarica Life Insurance Company occupent le premier et le second rang. Il est important de souligner ici que 1999 représente l'année de la démutualisation¹⁹ au Canada de plusieurs compagnies d'assurance. Parmi les émissions les plus importantes, nous relevons également quatre émissions d'entreprises opérantes dans les secteurs minier et pétrolier et gazier (Boliden Limited, Falconbridge Limited, Gulf Indonesia Resources Limited et Fracmaster Limited), deux émissions initiales de parts de fiducie (Manalta Coal Income Trust et Westshore Terminals) et une émission technologique de l'entreprise Celestica Inc.

*** Tableau 1.5 ***

Le nombre d'émissions initiales est très variable d'une année à une autre comme le montre le tableau 1.5. Ce tableau permet également de constater que le nombre d'introductions en bourse était faible en 1991 et 1992. Par la suite, le nombre des émissions initiales ainsi que le montant d'argent rapporté par les émissions des années 1993 et 1994 ont augmenté. Il pourrait alors s'agir d'une période « froide » où le marché était en baisse (1991 et 1992), suivie par une période « chaude », où le marché était en hausse (1993 et 1994). Ce phénomène se répète au cours des années suivantes. En 1995, le nombre des émissions initiales a baissé par rapport à celui des années 1993 et 1994

¹⁹ La démutualisation est le processus par lequel une compagnie mutuelle d'assurance-vie se transforme en une compagnie d'assurance par actions ordinaires. Une compagnie mutuelle appartient à tous les titulaires de ses polices avec participation. Les droits de propriété ne sont ni négociables, ni échangeables. La démutualisation s'effectue de la façon suivante : des actions ordinaires sont émises aux titulaires de polices avec participation admissibles. Ces derniers peuvent ensuite soit conserver les actions ou les vendre.

alors qu'en 1996 et 1997, le nombre et le volume d'émissions ont considérablement augmenté. Sur l'ensemble de la période, l'année 1997 est l'année où le produit brut des émissions initiales canadiennes a atteint son maximum, soit 14,53 milliards de dollars sur un total de 44,45 milliards de dollars. Nous pourrions penser que 1997 a été une année très favorable aux émissions initiales. En 1998, le nombre des émissions initiales ainsi que le volume ont baissé par rapport à ceux des années 1997 et 1996. Enfin, en 1999, les émissions initiales ont rapporté 6,38 milliards de dollars, soit une augmentation de 32,1% par rapport au montant de 1998. La figure 1.1 confirme également le fait que les émissions initiales canadiennes se présentent par vagues, dont les plus importantes ont eu lieu en 1993-1994, 1996-1997 et 1999²⁰. Cette concentration temporelle des émissions initiales canadiennes est cohérente avec l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité avancée par Ritter (1991). Cette hypothèse stipule que les entreprises, d'un secteur particulier, choisissent d'entrer en bourse près des sommets atteints par leurs marchés de manière à maximiser le produit de l'émission²¹. Helwege et Liang (1996) confirment les résultats de Ritter et soulignent qu'au cours de l'année 1983, période où le marché des émissions aux États-Unis était haussier, 575 entreprises ont procédé à des émissions initiales alors qu'au cours de l'année 1988, période où le marché des émissions aux États-Unis était baissier, seulement le quart du nombre de 1983 ont procédé à des émissions initiales²².

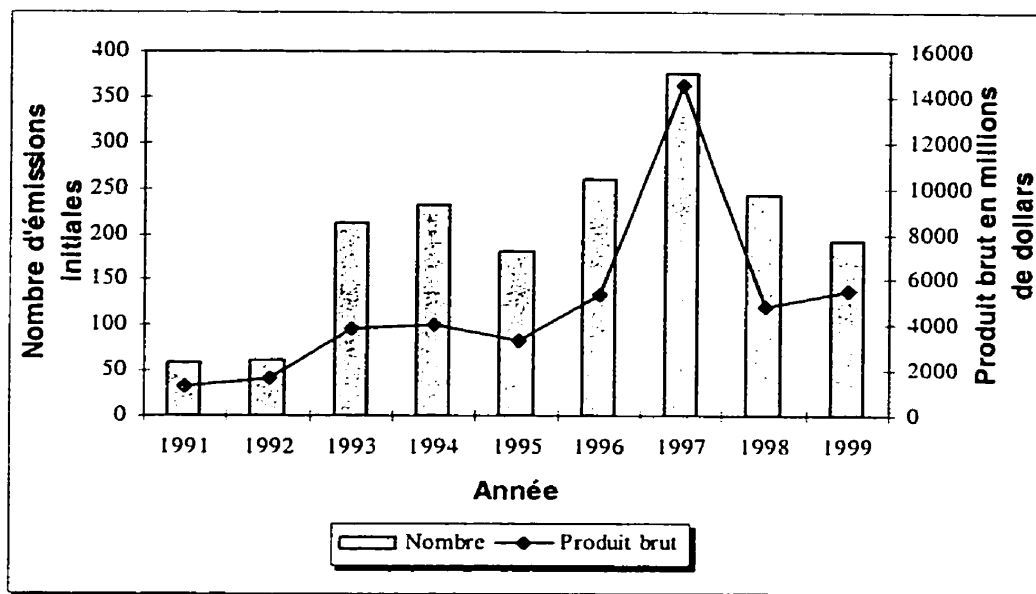
*** Figure 1.1***

²⁰ Ritter (1998) précise également que les émissions initiales aux États-Unis se présentent par vagues. Il souligne que le fait que l'entreprise émettrice soit soumise aux caprices du marché, rend le processus d'entrée en bourse une étape stressante pour les entrepreneurs.

²¹ Nous reviendrons à la notion des « hot issues » et à la vérification de l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité, sur le marché des émissions initiales canadien, aux deuxième et troisième chapitres de la thèse.

²² Un des exemples récents du groupement des émissions initiales par secteur d'activité est la vague d'émissions initiales du secteur de la mode survenue au cours des années 1996 et 1997. Ainsi, l'émission initiale de l'entreprise du designer Gucci a été à l'origine de nombreuses autres émissions initiales d'entreprises de mode notamment celle des designers Donna Karan (juin 1996) et Ralph Lauren (juin 1997).

Figure 1.1 : répartition des émissions initiales canadiennes par année.



Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

*** Tableau 1.6 ***

Le tableau 1.6 renferme les statistiques des émissions initiales canadiennes qui ont réussi leur inscription à une cote boursière et de celles qui n'ont pas réussi leur inscription au cours de la période 1995-1999²³. D'après ce tableau, sur l'ensemble de la période, le nombre d'émissions initiales canadiennes qui n'ont pas réussi leur inscription est de 128 émissions, soit à peu près 10% du total des émissions initiales canadiennes. Il est également clair, qu'au cours de 1998, année où le marché des nouvelles émissions canadiennes était baissier²⁴, le nombre d'émissions non réussies a atteint son maximum

²³ Les rapports annuels « Record of New Issues », publiés par le *Financial Post Datagroup*, ne rapportent les statistiques sur les émissions initiales canadiennes réussies et non réussies que pour les années de 1995 à 1999.

²⁴ Ainsi, « Ivaco et Scepter Holdings ont annoncé le 24 juillet 1998 leur intention de suspendre pour le moment leur projet d'émission initiale d'Ipex. Les deux entreprises ont évoqué la faiblesse actuelle des marchés financiers au chapitre des EI comme étant la principale raison de cette décision » (La Presse, du 25 juillet 1998).

par rapport à ceux des autres années de la période étudiée. En 1995, le pourcentage des émissions non réussies est de 9% du total des émissions initiales de la période alors qu'il est de 6,1% et 5,5% en 1996 et 1997, respectivement. Au cours de ces dernières années, le marché des EIs a connu une progression importante. Ces résultats confirment le fait que les conditions qui prévalent sur le marché influencent non seulement la décision d'inscrire les titres d'une entreprise en bourse mais également la réussite ou non de l'introduction.

*** Tableau 1.7 ***

Le tableau 1.7 montre la répartition sectorielle et annuelle de toutes les émissions initiales canadiennes qui ont eu lieu au cours de la période de 1995 à 1999, incluant les émissions JCP²⁵. D'après ce tableau, sur l'ensemble de la période, il semble que bien que le secteur de la production ait enregistré le plus grand nombre d'émissions initiales (en excluant la catégorie autres), c'est dans le secteur des services financiers qu'ont été réalisées les émissions les plus importantes pour ce qui est de la valeur brute. C'est en 1999, bien évidemment, l'année de la démutualisation de plusieurs compagnies d'assurance, que nous observons les émissions initiales les plus importantes, notamment celles de Manulife Financial Corporation (1566,3 M\$), Clarica Life Insurance Compagny (951,37 M\$), et Canada Life Financial Corporation (317,23 M\$). Ces trois émissions représentent 53,62% des émissions du secteur des services financiers pour l'année 1999. En 1996 et 1997, les émissions initiales de ce secteur ont également occupé le premier rang en valeur brute. En 1998, la valeur des émissions initiales du secteur des services financiers a considérablement chuté de 69,63% par rapport à celle de 1997. Ceci pourrait être expliqué par la tendance baissière du marché des émissions initiales canadien en 1998.

²⁵ La source principale de la répartition sectorielle est les rapports annuels « Record of New Issues », publiés par le *Financial Post Datagroup*. Il est important de noter que ces rapports ne prennent pas en considération le secteur technologique dans leur répartition sectorielle. Pour cela nous nous sommes basés sur le système électronique de données et d'analyse et de recherche (SEDAR) pour déterminer le secteur ou l'industrie des toutes les émetteurs canadiens.

Sur l'ensemble de la période, de 1995 à 1999, le secteur technologique occupe le deuxième rang en valeur brute des émissions initiales (soit 5744,02 M\$ de 37950,51 M\$ ou 15% du total de l'argent récolté des EIs). Les émissions technologiques les plus importantes au Canada sont celles de Celestica Inc. (d'une valeur de 609,50 M\$), de Bell Canada International Inc. (d'une valeur de 465,75 M\$) et de Telesystem International Wireless Inc (d'une valeur de 175,5 M\$). Il semble également que 1997, soit l'année des émissions technologiques au Canada avec 2314,98 M\$ récolté sur un total de 14 535,54 M\$ (soit 16% en pourcentage). La valeur moyenne d'une EI technologique en 1997 est de 47,24 M\$. En 1998, la valeur de ces émissions a, cependant, baissé de 47,89 % par rapport à celle en 1997. En 1999, la valeur des EI technologiques a encore baissé et nous observons principalement des émissions d'entreprises menant des activités liées à l'Internet. Par exemple, Versus Technologies Inc. a procédé à une EI totalisant 46,7 M\$.

Les secteurs des mines et du pétrole et gaz occupent respectivement le deuxième et le quatrième rang en termes du nombre d'émissions initiales et le quatrième et le sixième rang en termes de valeur brute pour la période de 1995 à 1999. Les émissions du secteur pétrole et gaz les plus importantes ont lieu en 1997, où on a observé l'émission initiale de Gulf Indonesia Ressources Ltd. (de 654,2 M\$) et de Fracmaster Ltd. (de 562,82 M\$). En 1998, la valeur brute de ces deux secteurs a également baissé de 98%, pour les émissions minières et de 85% pour les émissions pétrolières et gazières. Sans tenir compte des émissions de l'année 1997, il semble que les émissions de ces deux secteurs sont de petite taille. La valeur moyenne des secteurs des mines et du pétrole et gaz sont respectivement de 7 M\$ et 5,33M\$. En termes de nombre, les émissions de ce deux secteurs représentent à elles seules 24,66% du total des émissions initiales canadiennes.

Le secteur de la production occupe le premier rang en termes du nombre d'émissions initiales et le troisième rang en termes de valeur brute pour la période de 1995 à 1999. (soit 4385,44 M\$ de 37950,51 M\$ ou 11,5% du total de l'argent récolté des EIs). L'année 1998 est celle qui a rapporté le plus d'argent par rapport aux autres années (soit 1277,21 M\$), mais cette valeur est en partie attribuée à l'émission initiale de Husky

Injection Moldings Systems Inc de 240,18 M\$. En 1999, les émissions initiales de ce secteur ont chuté de 67,38% par rapport à la valeur de 1998. La valeur moyenne d'une EI du secteur de la production est de 18,04 M\$.

Il semble que le secteur immobilier a également connu une forte progression au cours de l'année 1997 avec un total de 1019,15 M\$ par rapport à 1,85 M\$, récolté en 1996. En 1998, les émissions immobilières n'ont récolté que 274,83 M\$, mais ce montant présente aussi un record pour ce secteur dont les titres étaient toujours sous-représentés dans plusieurs portefeuilles de placement²⁶. Au cours des années 1995, 1996 et 1999, les émissions initiales immobilières (au nombre de 7) se sont contentées de 3,66 M\$.

D'après les résultats du tableau 1.7, il semble que les années 1996 et 1997 représentent des périodes de forte activité sur le marché des émissions initiales au Canada. Il semble également que les entreprises d'un secteur particulier choisissent d'émettre des titres aux alentours des sommets que connaît leur industrie. Les émetteurs des secteurs technologiques, miniers, pétroliers et gaziers et immobiliers font partie de cette catégorie.

1.4- CONCLUSION

Une émission initiale constitue un acte de première importance dans la vie d'une société. C'est l'acte par lequel une entreprise devient publique avec toutes les opportunités que cela représente. Ce tour d'horizon montre que le processus relié à une émission initiale est complexe, coûteux et requiert beaucoup de temps et d'énergie. Il faut respecter aussi plusieurs lois et règlements exigés par les différentes places boursières. Ces différents éléments pourraient constituer des obstacles pour les entreprises de petite taille qui cherchent à lever des capitaux via des émissions initiales. Ainsi, plusieurs initiatives ont

²⁶ Ainsi, « CIBC Wood Gundy estime par ailleurs que la demande provenant des investisseurs institutionnels restera forte en 1998, les titres immobiliers étant toujours sous-représentés dans plusieurs portefeuilles de placement. De plus certains gestionnaires pourraient sentir la pression d'investir dans ce secteur, surtout s'ils n'ont pas bénéficié des gains importants de 1997 ». (Les Affaires, le 31 janvier 1998).

été prises par les divers gouvernements pour faciliter l'accès au marché boursier. La mesure la plus directe est le programme JCP.

Il ressort également de ce chapitre que le marché des émissions initiales au Canada se présente par vagues et qu'en termes de valeur brute, se sont les émissions initiales des services financiers et technologiques qui occupent respectivement le premier et le deuxième rang alors qu'en termes de nombre, ce sont les émissions des secteurs de la production et des mines qui occupent respectivement le premier et le deuxième rang. La suite de la thèse est structurée de la façon suivante. Le deuxième chapitre est consacré à la sous-évaluation initiale des émissions au Canada. Le troisième chapitre présente et analyse la performance à moyen et long terme de émissions initiales.

BIBLIOGRAPHIE

- Aggarwal, R., Rivoli, P., « Evaluating the costs of raising capital through an initial public offering », *Journal of Business Venturing* vol.6, p. 351-361, 1991.
- Biais, B., Faugeron, A., « IPO auctions: English, Dutch,...French and Internet », *University of Toulouse working paper*, 2000.
- Brean, D., « The climate for initial public offerings in Canada », *Financing Growth in Canada* ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 706-708, 1997.
- Chowdhry, B., Sherman, A., « The winner's curse and international methods of allocating initial public offerings », *Pacific-Basin Finance Journal* 4, p. 15-30, 1996.
- Cornelli, F, Goldreich, D., « Bookbuilding and strategic allocation », *Journal of Finance* à paraître 2001.
- Helwege, J., Liang, N., « Initial public offerings in hot and cold markets », *Federal Reserve Bank of New York*, 1996.
- Higgins, J., « Canada an U.S. cost comparisons of IPOs », *The conference Board of Canada*, 1994.
- How, J., Howe, J., « Warrants in initial public offerings: Empirical evidence », *SSRN working paper*, 2000.
- Ibbotson, R., Sindelar, J., Ritter, J. « The market's problems with the pricing of initial public offerings », *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74, 1994.
- Jog, V., « The climate for Canadian initial public offerings », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 357-401, 1997.
- Katsuna, K., Smith, R., « How IPO pricing method affects underpricing and issue cost: Evidence on Japan's change from auction method pricing to book-building », *SSRN working paper*, 2000.
- Lee, M., Lee, P., Taylor, S., « Unit initial public offerings: Staged equity or signalling mechanism ? », *SSRN working paper*, 2000.
- Ljungqvist, A, Jenkinson, T., Wilhelm, W., « Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors » *NYU working paper*, 2000.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K., « Initial public offerings: International insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, p. 165-199, 1994.

- Lowry, M., Schwert, G., « Biases in the IPO pricing process », *NBER working paper*, 2001.
- Mathias, P., « Police, regulators, losing the fight as stock fraud runs rampant », *The Financial Post*, p. 10-11, 1994.
- Ritter, J., « The costs of going public », *Journal of Financial Economics* 19, p. 269-281, 1987.
- Ritter, J., « Initial public offerings », *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, p. 5-30, printemps 1998.
- Ritter, J., « Investment banking and securities issuance », chapitre 9 du *North-Holland Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris et René Stulz, (à paraître 2002), version 7 mars 2001.
- Robinson, M., « Mobiliser des capitaux d'investissement pour les petites et moyennes entreprises sur les marchés boursiers au Canada », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 659-709, 1997.
- Schultz, P., « Unit initial public offerings-A form of staged financing », *Journal of Financial Economics* 15, p. 187-212, 1993.
- Sherman, A., « Global trends in IPO methods: Book-building vs. auctions », *Notre Dame University working paper*, 2001.
- Shutt, T., Williams, H., « Going to market : The cost of IPOs in Canada and the United States », *The conference Board of Canada*, mars 2000.
- Sherman, A., « Global trends in IPO methods: Book-building vs. auctions », *Notre Dame University working paper*, 2001.
- Suret, J., Cormier, E., « Le Régime d'épargne-actions du Québec: Vue d'ensemble et évaluation », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 585-633, 1997.

Tableau 1.1 : répartition des coûts directs d'émissions initiales d'actions ordinaires canadiennes.

Nom	Date	Produit brut (\$)	Prix d'émission (\$)	Nombre d'actions	Commission du souscripteur (%)*	Frais directs d'émission (\$)	Bourse	Courtier chef de file	Mode de souscription / mécanisme d'allocation de l'émission
Sentex Systems Ltd.	98/02/24	300 000	0,20	1 500 000	10%	20 000	Alberta	Yorkton Securities Inc.	Placement pour compte
Cenosis Inc.	98/10/02	1 500 000	1	1 500 000	9%	250 000	Montréal	Whalen, Bellevue & Associates Inc.	Placement pour compte
Clemex Technologies Inc.	98/03/20	1 500 000	0,60	2 500 000	10%	55 000	Alberta	Global Securities Corporation	Placement pour compte / émission à prix fixe
Cosgrove-Moore Bindery Services Ltd.	98/06/18	2 475 000	1,10	2 250 000	7%	215 000	Toronto	Thomson Kernaghan & Co. Ltd.	Placement pour compte
ProMetric Life Sciences Inc.	98/07/28	17 500 000	2	8 750 000	6,5%	900 000	Toronto	RBC Dominion Securities Inc.	Engagement ferme
Primetech Electronics Inc.	98/07/10	47 670 000	10,5	4 540 000	6,25%	1 200 000	Toronto	Geopel McDermid Inc.	Engagement ferme
The Decartes Systems Group Inc.	98/01/21	57 050 000	7	8 150 000	5,875%	665 000	Toronto	Griffiths McBurney & Partners	Engagement ferme
Acanthus Real Estate Corporation	98/02/06	55 000 000	8	6 875 000	5,5%	990 000	Toronto	CIBC Wood Gundy Securities Inc.	Engagement ferme
Danier Leather Inc.	98/05/20	64 575 000	11,25	5 740 000	6%	1 500 000	Toronto	Geopel McDermid Inc.	Engagement ferme
Celestica Inc.	98/07/07	609 543 700	25,73	11 845 000	5,247%	5 800 000	Toronto	RBC Dominion Securities Inc.	Engagement ferme

* Sans tenir compte de la levée des options de rémunération.

**Tableau 1.2 : répartition des émissions initiales canadiennes,
pour la période de 1991 à 1999.**

Type d'émissions initiales	Nombre d'émissions initiales	Produit brut (en millions de dollars)
Actions ordinaires	1437	25 473,93
Actions avec droits de vote restreint	1	12,5
Actions privilégiées	15	1 178,6
Actions accréditatives	2	3,01
Parts de société en commandite	50	2 806,5
Parts de fiducie	68	10 807,61
Actions ou parts de fonds communs de placement	10	922,03
Unités et bons de souscriptions	235	4 111,56
Total	1818	45 316,11

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

**Tableau 1.3 : nombre d'émissions initiales d'actions ordinaires au Canada, incluant les
émissions JCP, pour la période de 1991 à 1999**

Taille de l'émission	Nombre	Produit brut en M\$
Inférieur à 500 000 \$	881	232,85
De 500 000\$ à 1M\$	102	77,21
De 1M\$ à 5M\$	158	352,83
De 5M\$ à 10M\$	35	252,94
De 10M\$ à 20M\$	79	1 137,29
Supérieur à 20M\$	182	23 420,38
Total	1437	25 473,93

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

Tableau 1.4: classement des émissions initiales canadiennes de 1991 à 1999.

Nom	Année	Produit brut en M\$	Type
Manulife Financial Corporation	1999	1566,3	Actions ordinaires
Clarica Life Insurance Company	1999	951,3	Actions ordinaires
Boliden Limited	1997	878,4	Actions ordinaires
Manalta Coal Income Trust	1997	870	Parts de fiducie
Nova Scotia Power Inc.	1992	851,3	Actions ordinaires
Falconbridge Limited	1994	825	Actions ordinaires
Westshore Terminals	1997	703,8	Parts de fiducie
Gulf Indonesia Resources Limited	1997	654,2	Actions ordinaires
Celestica Inc.	1998	609,54	Actions ordinaires
Fracmaster Ltd.	1997	562,82	Actions ordinaires

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par les *Financial Post Datagroup*.

Tableau 1.5 : répartition des émissions initiales canadiennes par année pour la période de 1991 à 1999. PB pour produit brut de l'émission en millions de dollars (M\$), PSC pour les émissions de parts de sociétés en commandite, PF pour les émissions de parts de fonds, FP pour les fonds de placement et autres actions regroupent les émissions d'actions accréditives, d'actions avec droit de vote restreint et d'actions privilégiés.

Types d'émission	Actions ordinaires		Unités et bons de souscription		PSC et PF		FP		Autres actions		Total	
	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)
1991	37	1071,41	17	172,91	2	49			3	27,11	59	1320,43
1992	46	1425,7	11	75,86	3	236,5			1	44	61	1682,07
1993	179	3125,41	29	674,14	4	69,43					212	3869
1994	185	2639,57	34	927,66	13	492,32					232	4059,56
1995	156	2685,46	22	50,92	3	573,06			1	12,6	182	3322,04
1996	214	2251,6	26	68,16	18	2835,9			2	159,56	260	5315,27
1997	270	5082,83	55	1221,35	43	7463,9	1	69,59	8	697,85	377	14535,54
1998	193	2023,89	25	573,78	16	1369,2	7	726,55	1	136,56	242	4830
1999	157	5168,03	16	346,79	16	624,79	2	126,13	2	116,43	193	6382,18
1991-1999	1437	25473,93	235	4111,6	118	13624,15	10	922,28	18	1194,12	1818	45316,11

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

Tableau 1.6 : nombre d'émissions initiales canadiennes réussies et non réussies pour la période de 1995 à 1999.

Année	Émissions initiales réussies	Émissions initiales non réussies
1995	182	18
1996	260	17
1997	377	22
1998	242	50
1999	193	21
1995-1999	1154	128

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

Tableau 1.7 : répartition sectorielle des émissions initiales* canadiennes pour la période de 1995 à 1999. PB pour produit brut de l'émission en millions de dollars (M\$), * indique que les émissions incluent les JCP et ** Autres : regroupe les secteurs des transports, de l'environnement, des pipelines, des services publics.

Types d'émission	1995		1996		1997		1998		1999		Total	
	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)	Nombre	PB (M\$)
Mines	32	38,84	37	779,9	62	1795,86	30	17,47	22	15,79	183	2647,86
Pétrole & Gaz	21	49,2	22	136,10	50	1253,90	23	183,74	4	4,4	120	1627,34
Services financiers	3	571,7	27	3052,51	35	3187,11	18	967,85	32	5286,46	115	13065,63
Produits	37	351,71	74	1219,01	62	1120,98	37	1277,21	33	416,53	243	4385,44
Communications/média	1	11,2			9	881,21	6	92,17	2	135,91	18	1120,49
Magasins spécialisés	5	22,91	13	324,09	27	989,54	9	264,3	14	148,31	68	1749,15
Immobilier	3	1,31	2	1,85	12	1019,15	12	274,83	2	0,50	31	1297,64
Papier et foresterie	1	33			2	391,43	1	257,58			4	682,01
Technologie	25	406,79	50	860,54	49	2314,98	24	1208,67	25	952,93	173	5744,02
Autres**	54	1835,38	35	10,4	69	1581,38	82	286,18	59	290,79	299	4004,13
Total	182	3322,04	260	5315,27	377	14535,54	242	4830	193	6382,18	1254	37950,51

Source : Rapport annuel « Record of New Issues » publié par le *Financial Post Datagroup*.

Annexe 1

Définitions des différents types d'émission initiale au Canada

Il s'agit d'émissions initiales d'actions ordinaires, d'actions privilégiées, d'actions accréditatives, d'actions avec droits de vote restreint, d'unité, de bons de souscription d'actions, de parts de société en commandite, de parts de fiducie et d'actions ou de parts de fonds communs de placement.

- Les émissions initiales d'actions ordinaires (*Common shares*): C'est la forme d'émission la plus répandue sur le marché canadien. Les actions ordinaires représentent une part de propriété dans une entreprise. À titre de propriétaires, les détenteurs d'actions ordinaires ont le droit d'élire des administrateurs et de voter à l'égard de certaines décisions importantes concernant les activités de l'entreprise. Ils ont généralement droit à une part de l'actif restant de l'entreprise si elle est dissoute. De nombreuses actions ordinaires se transigent en bourse et sur les marchés hors bourse entre courtiers. Toutefois, il peut n'exister aucun marché pour certaines actions ordinaires ou celles-ci peuvent être assujetties à des restrictions juridiques sur la revente.

- Les émissions d'actions avec droit de vote restreint (*Restricted voting shares*) et les émissions d'actions privilégiées (*Preferred shares*): les actions avec droit de vote restreint représentent une part de propriété dans une entreprise, comme les actions ordinaires, mais le privilège de vote conféré aux détenteurs est restreint ou encore nul. Les actions privilégiées confèrent habituellement aux détenteurs le droit de recevoir un dividende fixe avant que les dividendes ne soient versés aux détenteurs d'actions ordinaires de l'entreprise. Les détenteurs d'actions privilégiées ont également droit à une partie de l'actif résiduel de l'entreprise si elle est dissoute. Souvent, les détenteurs n'ont aucun droit de vote, mais, dans de nombreux cas, on leur offre des caractéristiques particulières comme le droit de se faire rembourser leurs actions à certains moments ou de les convertir en actions ordinaires à un prix établi d'avance. Ces deux types d'émissions permettent aux dirigeants de l'entreprise émettrice d'augmenter les fonds propres tout en maintenant le contrôle du capital.

- Les émissions d'actions accréditatives (*Flow-through shares*) : Les actions accréditatives sont un type particulier d'actions ordinaires qui peuvent être émises par les sociétés d'exploration pétrolière, gazière et minière. Ces actions permettent certaines déductions fiscales à l'égard de frais d'exploration et de mise en valeur admissibles pouvant être transférés de la société aux souscripteurs. Toutefois, ces programmes d'exploration et de mise en valeur comportent généralement un risque élevé. En outre, il est possible que les frais d'exploration ne respectent pas les exigences strictes de la législation fiscale et que les déductions fiscales ne soient pas permises. Ceci explique la rareté de ces émissions.

- Les émissions d'unités et de bons de souscriptions d'actions (*Units et Warrants*) : les bons de souscription confèrent au porteur le droit d'acquérir de l'émetteur un nombre déterminé d'autres titres précis, à un prix déterminé, pour une période de temps déterminée. Ils sont habituellement offerts aux investisseurs lors de la vente d'un autre titre, comme une action ordinaire. C'est ce qu'on appelle une unité. À la clôture de l'émission, les unités seront immédiatement séparées en actions ordinaires et en bons de souscription. Ces derniers souvent assimilés à des options d'achat d'actions ont toutefois des caractéristiques bien spécifiques. La différence majeure par rapport à une option d'achat est que le bon est émis par l'entreprise et permet la création d'actions nouvelles. Les bons de souscription d'actions se distinguent également en général par une durée de vie beaucoup plus longue. Les options sur actions ont une durée de vie inférieure à un an, alors que les bons de souscription d'actions ont une période d'exercice qui peut dépasser cinq ans. L'émission de bons implique un effet de dilution.

Les émissions d'unités composées d'actions et de bons de souscription permettent à l'entreprise d'augmenter ses fonds propres dans un avenir relativement proche et dans des conditions avantageuses. En effet, le prix d'exercice des bons de souscription d'actions est généralement supérieur au cours actuel de l'action. De plus, l'entreprise fait l'économie des frais d'émission par rapport à une augmentation de capital par une seconde émission d'actions. Une émission initiale d'unités permet donc une double augmentation de capital, dont la première est réalisée immédiatement. L'entreprise dispose

alors de fonds supplémentaires immédiatement et espère recevoir d'autres selon des conditions prévues lors de l'émission. Les investisseurs, ayant acquis les unités en payant le prix d'émission, deviennent partenaires de l'entreprise et ont la possibilité de s'impliquer davantage par la suite en exerçant leurs bons ou non. Ils espèrent ainsi pouvoir bénéficier de la hausse du cours de l'action de l'entreprise d'ici l'échéance des bons. L'émission initiale d'unité constitue donc un moyen de financement et de contrôle attrayant pour les entreprises. Le recours à ce type d'émission connaît cependant deux limites. L'exercice des bons de souscription (ou la deuxième augmentation du capital) ne peut être réalisé que si l'évolution du cours de l'action est favorable. Ce qui suppose en général un marché boursier à la hausse²⁷. Deuxièmement, une telle émission accroît les coûts d'information, notamment pour les entreprises de petite et de moyenne taille.

- Les émissions de parts (ou d'unités) de sociétés en commandites (*Limited Partnership Units*): Les parts de sociétés en commandite représentent une participation dans une société de personnes où un associé commandité gère la société et des associés commanditaires fournissent le capital d'investissement. La responsabilité des associés commanditaires est généralement limitée à la valeur de leur placement initial, pourvu qu'ils ne participent pas à la gestion. Les sociétés en commandite investissent habituellement dans un secteur précis de l'industrie (comme le domaine immobilier ou le secteur du pétrole et du gaz) et procurent souvent des avantages fiscaux qui peuvent se transférer de la société aux associés commanditaires. Il n'y a souvent aucun marché établi pour ces titres et, dans de nombreux cas, ils peuvent comporter des restrictions en matière de revente. Dans certains cas, l'associé commandité peut offrir des privilèges restreints de rachat.

- Les émissions de parts (ou d'unités) de fiducie (*Trust Unit*): Les parts de fiducie représentent une participation dans les éléments d'actifs nets et dans les bénéfices nets d'une fiducie. Ces fiducies sont généralement établies pour investir dans des éléments d'actif comme des actifs immobiliers (fiducies de placement immobilier), dans des

²⁷ À titre d'exemple, le Krach boursier de 1987 a eu pour conséquence que la plupart des bons de souscription d'actions qui arrivaient à maturité à la fin de 1987 et début 1988 n'ont pas été exercés. Ainsi, les entreprises qui attendaient une augmentation de leurs fonds propres n'ont pu la réaliser.

redevances tirées de la production de pétrole ou de gaz (fiducies de redevances) ou dans le revenu tiré d'une ou de plusieurs entreprises (fiducies de revenu). De nombreuses fiducies sont conçues pour offrir des avantages fiscaux aux investisseurs. Certaines parts de fiducie sont cotées en bourse. Il est possible qu'il n'existe aucun marché établi pour d'autres fiducies.

- Les émissions initiales d'actions ou parts de fonds communs de placement (*shares or units of mutual funds*): Les actions ou les parts de fonds communs de placement représentent une part de propriété de placement mis en commun et géré par un gestionnaire de fonds professionnel. La propriété prendra la forme d'actions si le fonds commun de placement est constitué comme une société par actions ou de parts si le fonds est constitué comme une fiducie (la forme la plus courante). Les porteurs ont un droit de vote. Les fonds communs de placement ne se transigent pas en Bourse, mais les investisseurs peuvent rendre leurs actions ou leurs parts au fonds en tout temps en se les faisant racheter par la société de fonds commun de placement.

CHAPITRE 2

LA SOUS-ÉVALUATION DES ÉMISSIONS INITIALES: LE CAS DU CANADA

INTRODUCTION

De nombreux nouveaux marchés, notamment celui des technologies de l'information, qui étaient presque inexistant il y a une décennie, valent maintenant des milliards de dollars. Les entreprises qui s'efforcent de devenir des intervenants compétitifs sur ces nouveaux marchés doivent atteindre une certaine taille si elles veulent profiter d'économies d'échelle importantes. Cependant, la croissance des jeunes entreprises est limitée par de nombreuses restrictions, dont l'une des plus importantes est l'obtention du capital nécessaire pour financer les plans d'investissement.

Une émission initiale d'actions est, dans ce sens, une étape clé du développement d'une entreprise qui permet l'accès à des capitaux d'investissement dans le futur, d'améliorer ses structures organisationnelle et opérationnelle, de recruter des hauts cadres et de mettre en place des régimes d'options d'achat d'actions comme système de rémunération. L'entreprise publique deviendra plus crédible auprès des fournisseurs, des clients et des créanciers. Enfin, une émission d'actions offre la possibilité de sortie aux bailleurs de fonds privés, notamment aux sociétés de capital de risque. MacIntosh (1997) affirme que la disponibilité d'un mécanisme de sortie liquide et profitable, et par conséquent d'un marché dynamique de premières émissions, est la préoccupation première des sociétés de capital de risque.

L'entrée en bourse comporte également des coûts directs et indirects, dont certains sont intangibles. Les coûts directs incluent les honoraires des vérificateurs, les frais légaux,

l'impression du prospectus, les frais de traduction et d'enregistrement et la rémunération du courtier que doit supporter l'entreprise émettrice. Les coûts indirects sont la dilution de la structure de propriété de l'entrepreneur, le temps et l'effort pour la préparation de l'émission et l'obligation de respecter les exigences de divulgation, ce qui peut s'avérer coûteux et désavantageux si certaines informations sont de nature à compromettre certains avantages comparatifs. A ces coûts explicites s'ajoute la sous-évaluation initiale (notée par la suite SÉI) des prix, mise en évidence dans de nombreuses études. Cet escompte est un coût indirect puisqu'il représente un transfert de richesse des actionnaires existants en faveur des nouveaux investisseurs. Dans la mesure où elle représente un coût supplémentaire de financement par les fonds propres externes, une SÉI importante pourrait influencer alors les choix de financement des entreprises. Ce phénomène mérite donc d'être soigneusement étudié.

L'importance de l'émission initiale, tant pour l'entreprise que pour les investisseurs justifie donc l'intérêt des chercheurs du domaine. Les études empiriques sont donc nombreuses : Ibbotson et Jaffe (1975), Ritter (1984 et 1987), Lerner (1994) et Barry et coll. (1990) ont examiné le marché aux USA, Ljungqvist (1997) a étudié le marché allemand, Rydqvist et Häogholm (1995) le marché suédois, Pagano, Panetta et Zingales (1996) ont examiné le marché italien et Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) ont présenté un tour d'horizon de la question dans plusieurs pays. Ces recherches ont généralement mis en évidence la SÉI des prix et la sous-performance à moyen et long terme des nouvelles émissions. En effet, les émissions initiales sont, en moyenne, introduites sur le marché à un prix sensiblement inférieur à celui qu'établira le marché secondaire peu après l'émission. Cette SÉI constitue donc la première anomalie associée aux émissions initiales¹. Par la suite, la performance à moyen et long terme de ces émissions est systématiquement décevante, ce qui constitue une seconde anomalie. Ces deux phénomènes empiriques ont été relevés dans de nombreux pays et plusieurs explications ont été mises de l'avant. Mais, comme le signale Aggarwal (2000), la SÉI et la sous-performance à long terme des émissions initiales d'actions demeurent encore deux énigmes importantes.

¹ Cette sous-évaluation initiale est un coût indirect puisqu'elle représente un transfert de richesse des actionnaires existants en faveur des nouveaux investisseurs. La sous-évaluation initiale ne serait d'ailleurs pas indépendante de la sous-performance postérieure à l'émission.

Trois observations justifient cette étude. En premier lieu, la persistance de la SÉI et son caractère international remettent en cause l'hypothèse d'efficience et ne semble pas avoir reçu d'explication satisfaisante. Ritter (1998) affirme que le phénomène de la sous-évaluation a persisté pendant des décennies sans qu'il y ait de signe d'arrêt imminent. Brean (1997) précise que les prix des émissions initiales d'actions ordinaires supérieurs à la normale représentent des primes excessives versées au capital de risque (au détriment tant de l'entreprise émettrice que des nouveaux investisseurs), soit un facteur d'inefficience sur les marchés financiers. Il ajoute qu'à cet égard, les preuves empiriques au Canada sont minces mais évocatrices. Il importe donc d'étudier davantage ce phénomène. En second lieu, les recherches canadiennes ont été relativement peu nombreuses, n'ont pas analysé les émissions postérieures à 1994 et n'ont porté que sur les émissions des années 80². MacIntosh (1997) souligne qu'il faudrait alors entreprendre des recherches plus poussées au sujet de la SÉI au Canada. Ceci semble d'autant plus justifié que la SÉI n'est pas un phénomène stationnaire³ et que le marché canadien des émissions initiales d'actions est différent de celui des autres marchés boursiers, en termes institutionnels, de mécanismes contractuels, et des caractéristiques des firmes émettrices. En particulier, en raison de l'aspect régional du marché canadien et des coûts d'inscription distincts d'une cote boursière à une autre, le Canada est l'un des rares pays à permettre l'étude, sur un même marché, d'émissions soumises à des règles différentes. Les émissions initiales canadiennes se répartissent en trois sous-ensembles distincts, dont il faut analyser le comportement séparément : les émissions d'actions ordinaires sont de taille relativement plus grande que celles des émissions d'unités et doivent satisfaire des conditions d'inscription plus rigoureuses que celle qu'on exige des émissions Junior Capital Pool (JCP)⁴. A notre connaissance, aucune des études canadiennes antérieures n'a traité les émissions d'unités et peu d'études ont analysé les émissions JCP durant les années 90.

Enfin, cette étude aborde le problème de la SÉI de façon différente en procédant par une analyse sectorielle et en intégrant les développements méthodologiques les plus récents. Les

² Loughran et Ritter (2001) affirment qu'aux États-Unis, le degré de SÉI des émissions des années 90 est supérieur à celui des années 80, particulièrement pour les entreprises de petite taille. Ritter (2001), en se servant d'un échantillon d'émissions initiales américaines (dont il exclut les émissions à un prix d'offre inférieur à cinq dollars US), souligne qu'au cours des années 80, la SÉI est de 7% alors qu'au cours des années 90, elle est de 21%. Ritter (2001) affirme que les raisons de l'augmentation de la SÉI au cours des années 90 par rapport à celle des années 80 ne sont pas claires.

³ Ritter (1998, p. 9) précise « *Une raison pour laquelle le rendement initial moyen change avec le temps est que le type et la qualité des entreprises qui procèdent à une émission changent.* » (traduction libre).

⁴ D'après le premier chapitre : les émissions initiales au Canada.

diverses tendances sectorielles que nous observons aujourd'hui mettent en évidence un ensemble de marchés distincts et non un seul marché homogène. Il est donc possible que l'effet sectoriel ait été occulté dans les études antérieures. La question de recherche peut donc se formuler de la façon suivante : quelle est l'ampleur et quels sont les déterminants de la sous-évaluation des émissions initiales au Canada ?

L'objectif principal de l'étude est donc d'analyser le comportement à court terme du prix des titres des émissions initiales canadiennes, en tenant compte des développements méthodologiques récents et des effets de divers facteurs tels que la taille de l'émission, le rôle du courtier, le secteur d'activité et l'état du marché. Notre recherche est également la première à avoir utilisé successivement les rendements non ajustés et les rendements ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché, pour évaluer la SÉI moyenne des émissions initiales canadiennes.

La suite du travail est structurée de la façon suivante. La première partie présente les travaux antérieurs qui ont mis en évidence la SÉI et expose les facteurs qui peuvent expliquer ce phénomène afin de préciser les hypothèses que nous vérifions à la fin de l'étude. La deuxième partie présente les données et les méthodologies. La troisième section présente et analyse la SÉI au Canada. La quatrième section referme nos conclusions.

2.1. LA SOUS-ÉVALUATION INITIALE DU PRIX DES ACTIONS CANADIENNES :

Plusieurs études antérieures menées dans divers pays indiquaient que les émissions initiales, en moyenne, sont sous-évaluées, permettant aux acheteurs initiaux de réaliser un taux de rendement anormalement élevé. Le prix s'ajusterait toutefois très rapidement dès les premiers jours de transaction sur le marché secondaire. C'est ce qu'on appelle le phénomène de la SÉI. Le tableau 2.1 rapporte le degré de SÉI moyenne calculé pour différents pays, et la section suivante en détaille les principales conclusions et caractéristiques.

2.1.1 Mise en évidence de la sous-évaluation initiale du prix des actions :

Aux États-Unis, les premières études sur la sous-évaluation initiale du prix des émissions initiales sont dues à Ibbotson et Jaffe (1975), Ritter (1984 et 1991) et Loughran, Ritter et Rydqvist (1994). Ibbotson et Jaffe (1975) ont examiné la présence possible de marchés « chauds » ou « hautement réceptifs » aux premières émissions d'actions et ont montré que le rendement de ces émissions sur le marché secondaire immédiat variait selon l'époque. Ritter (1984) montre que le phénomène des marchés « hautement réceptifs » se limitait aux titres des entreprises du secteur des ressources naturelles et qu'au cours d'une période de 15 mois débutant en janvier 1980, les émissions initiales américaines avaient enregistré un gain de 48.4% durant le premier jour d'entrée en bourse. Ritter (1991) montre également que de nombreuses entreprises procèdent à des premières émissions d'actions aux alentours du sommet de popularité que connaît leur secteur. Loughran, Ritter et Rydqvist (1994) présentent un tour d'horizon de la question de la sous-évaluation du prix des émissions initiales dans plusieurs pays. Selon leur analyse, la sous-évaluation moyenne initiale aux États-Unis (pour 10,626 émissions initiales, période 1960-92) est de 15.3%, tandis qu'elle varie de 4.2% en France (pour 187 émissions initiales, période 1983-92) à 80.3% en Malaisie (pour 132 émissions initiales, période 1980-91). Lowry et Schwert (2000), en analysant le marché des émissions initiales d'actions aux États-Unis, montrent que le nombre des émissions initiales et leurs rendements moyens initiaux sont fortement corrélés et que la variation du prix d'émission par rapport à la moyenne des deux bornes de prix proposés dans les prospectus préliminaires et le rendement initial sont prévisibles sur la base de l'information publique disponible. Su et Fleisher (1999) montrent que la SÉI en Chine, pour les titres de type A⁵, est de 948.6% durant la période 1985-1987. Ils expliquent leurs résultats par la forte incertitude et l'asymétrie d'information qui ont caractérisé le marché financier chinois durant cette période de transition. Huang et Levich (1998) montrent que la SÉI est de 10.8% pour les pays membres de l'organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) alors qu'elle est de 65.2% pour les pays non membres. Ils affirment également que la SÉI varie considérablement d'un pays à un autre. Arosio, Giudici et Paleari (2000a), en analysant le

⁵ Les titres de type A sont seulement destinés aux investisseurs privés chinois. Su et Fleisher (1999) soulignent également que la SÉI des titres de type B, destinés aux investisseurs étrangers, est de 37.1% et que l'asymétrie d'information explique, en partie, cette différence de résultats.

marché des émissions initiales en Europe⁶, calculent une SÉI de 76,43% pour les titres Internet. Ils soulignent que la SÉI des titres technologiques est fortement reliée à l'information collectée durant le processus du « *book-building* »⁷, qui conduit généralement à la révision du prix d'émission et transmet un signal sur la qualité de l'émission aux investisseurs non informés. Chowdhry et Sherman (1996) affirment également que la SÉI varie systématiquement avec les mécanismes utilisés pour évaluer et distribuer les titres nouvellement émis. Ritter (1998) précise que les émissions à prix fixe sont plus sous-évaluées que celles qui utilisent la procédure du « *book-building* ». Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2000) analysent 2105 émissions initiales dans 61 marchés boursiers (excluant ceux des États-Unis) et affirment que les coûts directs des émissions qui utilisent le « *book-building* » sont deux fois plus élevés que ceux des émissions à prix fixe mais le « *book-building* » implique une plus faible SÉI. Toutefois, Derrien et Womack (2000), en analysant le marché français durant la période 1992-1998, soulignent que la SÉI moyenne des émissions qui utilisent le « *book-building* » (16,9%) est supérieure à celle des émissions par vente aux enchères (9,7%). Liaw, Liu et Wei (2000) montrent qu'en Taiwan, la SÉI des émissions à prix fixe est de 34,6% alors que celle des émissions par vente aux enchères est de 7,8%. Kutsuna et Smith (2000) soulignent également qu'au Japon, la SÉI des émissions par « *book-building* » est de 70,81% alors que celle des émissions par vente aux enchères est de 11,50%.

Les études canadiennes sur les émissions initiales qui font état d'une SÉI du prix du titre sont notamment celles de Jog et Riding (1987), Suret, Cormier et Lemay (1990), Jog et Srivastava (1994) et Jog (1997). Jog et Riding (1987) ont montré que le rendement à court terme suivant l'inscription initiale d'un titre se situait à 11,5% au cours de la période 1971-1983. Suret, Cormier et Lemay (1990) calculent une sous-évaluation moyenne de 12% pour 86 émissions initiales ontariennes réalisées durant la période 1979-1985 mais la sous-évaluation n'apparaît pas pour 63 émissions admissibles au Régime d'épargne-actions du Québec (RÉAQ), vraisemblablement en raison des avantages fiscaux attachés à ces émissions. Jog et

⁶ Arosio, Guidici et Paleari (2000a) considèrent dans leur étude l'EASDAQ (marché belge de valeurs mobilières fondé en 1996 par les intermédiaires américains et européens pour attirer les entreprises technologiques ; ses règles sont similaires à celles de la NASDAQ) et l'Euro-NM (réseau de marchés boursiers qui regroupent le Neuer Markt (Allemagne), le Nouveau Marché (France), l'Euro-NM Amsterdam (Pays-Bas), l'Euro-NM (Belgique) et le Nuovo Mercato (Italie)).

⁷ Ce mécanisme est défini dans le premier chapitre de la thèse.

Srivastava (1994), qui ont mis à jour les données de Jog et Riding (1987) calculent une sous-évaluation moyenne de 5.67% pour la période 1984 à 1992. Jog (1997) prolonge l'étude de Jog et Srivastava (1994) pour englober les émissions réalisées entre 1993 et 1994 et constate une sous-évaluation moyenne de 7.89%. Il souligne aussi que le phénomène de la sous-évaluation des émissions initiales au Canada subit une tendance lourde de rétrécissement de champ et de fréquence. Entre 1971 et 1983, 62% des émissions premières étaient sous-évaluées contre 47% pour la période de 1984 à 1992. Enfin, Jog et Srivastava (1994) et Jog (1997) concluent que les décideurs canadiens n'ont pas à se préoccuper du phénomène de la sous-évaluation du prix des premières émissions ni de son impact éventuel sur la motivation des entreprises à offrir leurs actions au public. Ces études ne portent que sur les émissions inscrites à la Bourse de Toronto. Toutefois, bien que le marché boursier de Toronto soit le plus important au Canada, il est risqué de généraliser les résultats, d'autant que les conditions d'inscription et la taille des entreprises inscrites diffèrent d'une bourse à une autre. En effet, Falk et Thornton (1992) pour la période de 1983 à 1988, calculent une sous-évaluation initiale moyenne ajustée de 19% pour les émissions initiales inscrites à la Bourse de Toronto, de 25% pour les émissions inscrites à la Bourse de Montréal et de 307% pour les émissions inscrites à la Bourse de l'Alberta. Ces dernières émissions comprenaient à la fois des titres réguliers inscrits à la Bourse de l'Alberta et des titres issus du programme JCP⁸.

Les divers travaux qui précèdent ont évoqué plusieurs facteurs susceptibles d'expliquer les variations dans les sous-évaluations ; ces facteurs sont liés aux différents modèles explicatifs de ce phénomène.

2.1.2 La relation entre la SÉI et l'incertitude ex-ante :

Le phénomène de la SÉI a été constaté dans divers pays et plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer la performance initiale des émissions initiales. Ces hypothèses⁹, qui ne sont d'ailleurs pas mutuellement exclusives, ont fait l'objet de plusieurs études dont aucune ne semble parfaitement satisfaisante. Toutefois, si le mystère de la SÉI persiste encore selon

⁸ Voir chapitre 1 pour une définition des émissions JCP.

⁹ Parmi les hypothèses largement discutées par la littérature, nous relevons l'hypothèse d'asymétrie d'information (Baron 1982 et Rock 1986), l'hypothèse de signalisation (Allen et Faulhaber, 1988 et Welch, 1989), l'hypothèse d'assurance (Tinic 1988), l'hypothèse du pouvoir du monopsonne du courtier (Chalk et Peavy 1987 et Ritter 1984) et l'hypothèse des bulles spéculatives. Voir Ritter (1998) pour une revue de ces explications.

plusieurs auteurs, les explications théoriques s'accordent sur le fait que la SÉI augmente avec l'incertitude ex-ante (Beatty et Ritter, 1985), c'est-à-dire l'incertitude concernant le prix du marché une fois que l'entreprise devient publique. Ceci permet de prévoir une relation entre la SÉI et la taille des entreprises ou des émissions, le choix du courtier et l'état du marché boursier.

2.1.2.1 La relation entre la taille de l'émission et de l'entreprise et la SÉI :

Généralement, l'information est d'autant plus importante que l'entreprise est de grande taille. La relation inverse entre le niveau de risque et la taille des entreprises fait que l'incertitude, et par conséquent la SÉI, sera d'autant plus importante que la firme est petite. C'est ce qu'observent Ritter (1987), Chalk et Peavy (1990), Jog et Riding (1987), Suret, Cormier et Lemay (1990) et Clarkson et Merkley (1994). Carter et Manaster (1990) soulignent que les investisseurs informés prennent en considération non seulement le degré d'incertitude d'une émission mais aussi sa taille : plus la taille de l'émission est élevée, plus le potentiel de gains d'acquérir de l'information sur l'émission est important. Michaely et Shaw (1994) précisent également que la taille de l'émission est un facteur important pour expliquer la SÉI.

2.1.2.2 La relation entre le prestige du courtier et la SÉI :

Rock (1986) élabore un modèle dans lequel nous retrouvons deux catégories d'investisseurs : les investisseurs informés qui sont en mesure de déterminer la qualité d'une émission initiale et qui chercheront à acheter davantage des émissions dont le prix est inférieur à la valeur d'équilibre, et les investisseurs non informés qui ne peuvent faire la différence entre les diverses émissions et qui achèteront éventuellement un pourcentage plus élevé d'émissions dont le prix est surévalué. Ces derniers ne participent au marché des émissions initiales que si le prix d'émission est suffisamment inférieur au prix du marché attendu, afin d'être compensés pour les pertes qu'ils devraient subir en achetant des émissions dont le prix est surévalué. La sous-évaluation compense donc les coûts encourus pour devenir informé. Beatty et Ritter (1986) soulignent que la présence d'un courtier prestigieux réduirait l'asymétrie d'information entre la firme émettrice et les investisseurs et certifierait alors l'offre. Ils ajoutent que les courtiers les plus prestigieux disposent d'un capital de réputation à sauvegarder et qu'une mauvaise évaluation des émissions entraîne la diminution de leurs parts

de marché. Toutes choses égales par ailleurs, les acheteurs de premières émissions considéreront plus sûre une émission dirigée par un courtier prestigieux et la SÉI sera alors moins élevée. Titman et Trueman (1986), Carter et Manaster (1990), Maksimovic et Unal (1993) et Carter, Dark et Singh (1998) ont mis en évidence une relation entre la SÉI et le prestige du courtier aux États-Unis. Toutefois, Ljungqvist (1999) montre qu'aux États-Unis et durant les années 90, la SÉI d'entreprises financées par du capital de risque et dirigées par des courtiers prestigieux est, au contraire, supérieure à celles financées par du capital de risque et dirigées par des courtiers moins prestigieux. Il affirme que ce résultat peut être expliqué, en partie, par le conflit d'intérêt entre les entrepreneurs et les spécialistes de capital de risque. Beatty et Welch (1996) affirment également que la SÉI des émissions initiales américaines, dirigées par des courtiers prestigieux durant les années 90, est supérieure à celle des émissions dirigées par des courtiers moins prestigieux. Au Canada, Clarkson et Merkley (1994) montrent que la SÉI est moins élevée lorsque l'entreprise émettrice faisait appel à un courtier prestigieux. Suret, Cormier et Lemay (1990) montrent que le niveau de prestige du courtier a un impact positif mais non significatif (au seuil de 5%) sur la SÉI et expliquent leurs résultats par le fait que les émissions étudiées, admissibles au Régime d'épargne-actions du Québec, ont été en grande partie effectuées par des courtiers de taille modeste « non prestigieux ».

2.1.2.3 La relation entre l'état du marché et la SÉI:

Plusieurs chercheurs s'accordent sur le fait que les entreprises qui inscrivent leurs titres à la bourse pour la première fois via une émission initiale sont en mesure de choisir le moment où elles procèdent à l'émission, soit près des sommets atteints par le marché, de manière à maximiser le produit de l'émission. Ainsi, lorsque le marché est hautement réceptif (*hot market*), le nombre des émissions initiales sera plus élevé que lorsque le marché est moins réceptif (*cold market*). Derrien et Womack (2000) affirment que lorsque les marchés sont hautement réceptifs, les firmes émettrices profitent de la fenêtre d'opportunité, alors que si les marchés sont faiblement réceptifs, il est difficile de vendre des titres à des prix raisonnables. L'état du marché, cependant, a une influence non seulement sur le nombre d'émissions réussies mais également sur la SÉI et sa variabilité. À titre d'exemple, lorsque les marchés sont « chauds », la SÉI peut doubler et même tripler alors que si les marchés sont « froids », la SÉI peut être faible. Ritter (1998) souligne que si certaines périodes d'émissions d'actions sont

plus risquées que d'autres alors leurs rendements initiaux sont plus élevés. Loughran et Ritter (2001) affirment que la SÉI compense indirectement le courtier. En effet, pour avoir accès à des « *hot issues* », les investisseurs sont prêts à payer une commission plus élevée à leurs souscripteurs. Ces derniers acceptent également l'idée d'un prix d'émission moins élevée afin de trouver facilement des acheteurs potentiels aux titres offerts, ce qui réduit, par conséquent, leurs coûts de vente. How, Izan et Monroe (1995) montrent que la SÉI en Australie est plus importante au cours des périodes où le marché est haussier qu'au cours des périodes où le marché est baissier. Helwege et Liang (1996) soulignent qu'au cours de l'année 1983, période chaude sur le marché des émissions aux États-Unis, 575 entreprises ont procédé à des émissions initiales alors qu'au cours de l'année 1988, période froide sur le marché des émissions aux États-Unis, seulement le quart du nombre d'entreprises de 1983 ont procédé à des émissions initiales. Les auteurs précisent également que la SÉI de l'année 1983 est de 14,6% alors que celle de l'année 1988 est de 6,6% et confirment le résultat de Ritter (1984) qui suggère que la notion de marchés chauds des émissions initiales est reliée aux chocs spécifiques à certaines industries. Ljungqvist (1997) souligne qu'un climat macro-économique positif augmente la SÉI. Hoffmann-Burchardi (2001) affirme que le groupement des émissions initiales peut être expliqué par le fait que lors d'une émission initiale, la valeur d'un facteur commun à toutes les entreprises d'un secteur particulier est révélée, ce qui aurait un effet sur la valeur des autres entreprises du même secteur d'activité. Ce mécanisme de feedback est donc à l'origine des marchés chauds. Enfin, Lowry et Schwert (2000) affirment qu'il existe une relation entre les rendements initiaux d'une émission, le volume des émissions futures et les rendements initiaux du passé. Ils précisent que si des rendements initiaux élevés indiquent que les investisseurs sont sur-optimistes ou que les marchés sont réceptifs alors le nombre d'entreprises qui choisissent d'émettre des actions pour la première fois croît. Plus ce nombre augmente, plus le marché acquiert de l'information sur la « vraie » valeur d'entreprises similaires; ce qui explique les faibles rendements initiaux subséquents.

Ces relations entre la SÉI et les différentes variables reliées à la firme, au courtier et à l'état du marché nous permettent de poser les hypothèses suivantes qui font l'objet de vérifications à la fin de ce chapitre.

La première hypothèse est qu'il existe une relation inverse entre la SÉI et la taille de l'émission.

La deuxième hypothèse est qu'il existe une relation inverse entre la SÉI et le prestige du courtier.

La troisième hypothèse est que la SEI est d'autant plus importante que le marché est hautement réceptif.

Ces diverses hypothèses sont testées dans la partie empirique de ce chapitre ; il est nécessaire de présenter, au préalable, les aspects méthodologiques et les problèmes de mesures inhérents à l'étude de ce phénomène.

2.1.3 La dimension méthodologique :

La revue des résultats des études empiriques de la SÉI nous permet de constater que les rendements des émissions aux premiers jours de transaction diffèrent selon les pays¹⁰ et les périodes. Toutefois, l'amplitude des rendements anormaux à court terme dépend probablement de la méthodologie utilisée.

Le phénomène de la sous-évaluation est observé entre deux moments distincts, soit celui où l'émetteur et le courtier fixent le prix d'émission et les premiers jours de transaction sur le marché secondaire. Lee, Taylor et Walter (1996) précisent que plus ce délai est long, plus la SÉI aux premiers jours de transactions est faible. Ceci peut être expliqué par le fait que, lors de l'émission initiale, les titres qui tardent à être vendus sont ceux qui intéressent moins les investisseurs informés. Par conséquent, leur SÉI est faible¹¹. Pour mesurer la SÉI, les chercheurs utilisent souvent la méthode conventionnelle où le rendement initial disponible aux nouveaux acheteurs est donné par l'équation suivante :

$$\text{Rendement}_i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} \quad (1)$$

¹⁰ Lee et col. (1996, p. 1209) affirment que « Les caractéristiques institutionnelles d'un environnement donné ne peuvent expliquer à elles seules une anomalie, laquelle s'est manifestée partout dans le monde » (traduction libre).

¹¹ Mok et Hui (1998) affirment qu'au contraire, plus ce délai est long, plus la SÉI aux premiers jours de transactions est élevée. Ils expliquent ce résultat par le fait que plus le délai entre la fixation de prix et la vente des titres est long, plus l'impact des « flippers », ceux qui vendent les titres sur le marché secondaire juste après les avoir achetés au prix d'émission, est important et l'incertitude ex-ante est élevée. Mok et Hui montrent, en se servant d'un échantillon composé de 109 émissions initiales chinoises, pour la période 1990-1993, qu'un jour de délai augmente la SÉI de 0,69%.

où : P_m est le prix de fermeture au marché¹² du premier jour de transaction du titre i et P_e est le prix d'émission.

Cependant, le rendement mesuré par l'équation (1) ne serait valide que s'il n'y a pas de délai entre la clôture de l'opération de fixation de prix et le premier jour de transaction sur le marché secondaire¹³, si la demande des titres émis n'excède pas l'offre (pas de rationnement de la quantité offerte) et si le niveau de risque du titre est identique à celui du marché. Si ces conditions ne sont pas respectées, les rendements doivent alors être ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché. Ainsi, le rendement initial serait donné par l'équation suivante :

$$\text{Rendement}_i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} - \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \quad (2)$$

où P_m est le prix de fermeture du premier jour de transaction, P_e est le prix d'émission, M_1 est l'indice du marché au premier jour de transaction du titre i et M_0 est l'indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé. Cette mesure suppose que le bêta du titre est de 1.

Une troisième mesure de la SÉI utilisée également par certains chercheurs consiste à ajuster le prix d'émission pour les variations du marché en tenant compte du risque systématique de l'entreprise. Ainsi, le rendement initial serait donnée par l'équation suivante :

$$\text{Rendement}_i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} - \beta_i \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \quad (3)$$

où P_m est le prix de fermeture du premier jour de transaction, P_e est le prix d'émission, M_1 est l'indice du marché au premier jour de transaction du titre i , M_0 est l'indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé et β_i est le risque systématique¹⁴ de la firme i .

L'utilisation de cette mesure présente, cependant, deux problèmes. Premièrement, comme le titre n'est pas échangé avant l'évènement étudié, une approximation du bêta se basant sur des rendements ultérieurs à l'émission est la seule méthode permise. Ceci suppose que les

¹² Idéalement, ce prix devrait être le prix d'achat du premier jour de transaction. Cependant, étant donnée la disponibilité des prix de fermeture, la convention est d'utiliser ces prix. Barry et Jennings (1993) suggèrent qu'il n'y a pas de différence entre le prix d'ouverture et les prix subséquents durant le premier jour de transaction.

¹³ Aux États-Unis, ce délai est de 1 jour alors qu'il est d'une semaine en Royaume Uni, de deux semaines au Japon et de cinq semaines en Malaise (Pauydal, Saadouni et Briston, 1998).

¹⁴ Le bêta est généralement calculé à partir des rendements hebdomadaires ultérieurs à l'émission (par exemple, les 60 rendements hebdomadaires ultérieurs), sous l'hypothèse que les investisseurs sont, en moyenne, capables d'apprécier correctement le niveau de risque systématique des titres à partir des données disponibles lors de l'émission.

investisseurs sont, en moyenne, capables d'apprécier correctement le niveau de risque systématique des titres à partir des données disponibles lors de l'émission. Le deuxième problème est lié au faible niveau de transactions qui caractérisent les titres nouvellement inscrits. Ainsi, les bêtas estimés sont biaisés vers le bas (Scholes et Williams, 1977 et Dimson, 1979). Pour remédier à ce problème, il serait possible d'évaluer les bêtas à l'aide de la méthode de Scholes et Williams qui utilisent les coefficients retardés (β^{-1}), simultanés (β^0), et avancés (β^{+1}), pour estimer le β par :

$$\beta = \frac{(\beta^{-1} + \beta^0 + \beta^{+1})}{(1 + 2\rho_1)} \quad (4)$$

$$\text{où : } \beta^{-1} = \frac{\text{covariance}(R_{m,t}; R_{i,t-1})}{\text{variance}R_m} \quad (5)$$

où R_m est le rendement du marché au temps t , R_i rendement du titre i au temps $t-1$ et ρ_1 est le coefficient de corrélation sérielle d'ordre 1 des rendements de marché¹⁵.

Ritter (1991) utilise également le rendement anormal (AR) du premier jour de transaction rajusté en fonction d'un portefeuille de référence pour mesurer la SÉI, selon l'équation suivante :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (6)$$

où R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement d'un échantillon d'entreprises de contrôle, pairées selon la taille et l'industrie, au jour t . Le rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence du jour t correspond à la moyenne arithmétique des rendements anormaux des actions individuelles. Les portefeuilles sont donc implicitement équipondérés et le rendement anormal ainsi calculé est celui d'un investisseur qui placerait un montant égal dans chacune des émissions disponibles.

$$AR_t = 1/n_t \left(\sum_{i=1}^{n_t} AR_{it} \right) \quad (7)$$

où n_t est le nombre d'actions détenues dans le portefeuille au cours du mois t ; la sommation se faisant de 1 à n_t .

¹⁵ En raison des difficultés de mesure du bêta des nouvelles émissions, la plupart des études antérieures n'ont pas ajusté pour le niveau de risque pour le calcul de la SÉI.

Le tableau 2.2 montre les résultats empiriques des études de la SÉI selon les méthodologies utilisées pour calculer les rendements initiaux. Il ressort de ce tableau que la plupart des études relevées ont utilisé la SÉI ajustée pour tenir compte des fluctuations du marché comme mesure pour les rendements initiaux. Affleck-Graves, Hedge et Miller (1996) mesurent la SÉI des émissions initiales aux États-Unis pour la période 1975-1985, en utilisant les rendements non ajustés et les rendements ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché et ne trouvent pas de différence significative entre les moyennes de la SÉI calculées selon les deux mesures (SÉI est de 10,99% avec la première mesure et SÉI est de 10,66% avec la deuxième mesure). Ceci est généralement le cas des émissions initiales des pays où le délai entre la fixation du prix d'émission et la mise en vente des titres sur le marché secondaire (délai de l'émission) est court. Mok et Hui (1998) analysent les émissions initiales en Chine et trouvent que l'ajustement par le marché modifie largement les résultats de la SÉI dans le cas où le délai de l'émission est long. Ainsi, pour les titres de type A, la SÉI non ajustée est de 362,3% alors celle ajustée pour tenir compte des fluctuations du marché est de 289,2%. Le délai de l'émission pour ce type d'actions est de 307 jours. Dans le cas des titres de type B dont le délai de l'émission est d'environ 20 jours, la SÉI moyenne non ajustée calculée est de 24,9% alors que celle ajustée pour tenir compte des fluctuations du marché est de 26,2%.

Dans la présente étude, nous employons deux méthodes pour mesurer la SÉI. Ceci nous permet de tester la sensibilité de nos résultats et de comparer ces derniers avec ceux des études antérieures. Ainsi, nous utilisons successivement : les rendements non ajustés et les rendements ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché. Aucune des études canadiennes antérieures n'a pris en compte simultanément ces deux méthodes.

2.2. DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

2.2.1 Données

L'identification des émissions initiales au Canada a été la première étape du processus. Notre source principale de données est le rapport annuel « Record of New Issues » publié par le « Financial Post Datagroup » qui rapporte la date, le montant, le prix d'émission et le nom du souscripteur de toutes les émissions initiales canadiennes.

Nous avons ainsi pu identifier manuellement 1625 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et au Réseau canadien de transactions (CDN), pour la période de janvier 1991 à décembre 1998.

Étant donné l'objectif de ce travail, celui de mesurer la sous-évaluation initiale des émissions initiales canadiennes, nous avons choisi de nous concentrer sur les émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités et d'éliminer toutes les émissions initiales de parts de fiducie, de parts de société en commandite, de parts de fonds de placement et d'actions privilégiés et accréditives. Cette étape nous a permis d'avoir un échantillon composé de 1499 émissions d'actions. De ces 1499 émissions, seules 971 ont été retenues pour les raisons suivantes (tableau 2.3):

*** Tableau 2.3 ***

- Les émissions inscrites au Réseau canadien de transactions (CDN) n'ont pas été retenues puisque la base de données Datastream¹⁶ se limite aux marchés de Toronto, Montréal, Alberta et Colombie-Britannique.
- Les émissions d'entreprises canadiennes inscrites aux États-Unis n'ont pas été retenues (22 EIs).
- Les caractéristiques de l'émission, telles que la taille et le prix d'émission n'étaient pas disponibles ;
- Il a été impossible de trouver les données boursières relatives aux premiers jours de transaction, puisque l'entreprise a été délistée par la suite. Les entreprises absentes de la base appartiennent à l'une des trois catégories suivantes : émission non suivie d'inscription, émission rachetée ou titres dont l'inscription en bourse est suspendue. Ceci était le cas de plusieurs entreprises qui ont adhéré au programme JCP de la Bourse de l'Alberta et qui ont disparu avant la période de transition de 18 mois ou ont

¹⁶ Datastream est un système d'information en ligne, distribué par Primark <http://www.datastream.com/>. Le choix de cette source est dicté par le fait que cette base de données est la seule à rapporter des rendements pour l'ensemble des titres inscrits en Bourse au Canada, alors que les bases concurrentes se limitent aux marchés de Toronto et Montréal. Leur emploi divisait donc l'échantillon par deux. Par contre, l'emploi de cette source provoque un biais dans la mesure ou plusieurs entreprises qui ne sont plus inscrites disparaissent de la base de données. Il est également important de préciser que Datastream propose une section permettant la recherche des « dead stocks », où elle maintient les titres qui ne sont plus échangés. L'utilisation de ces listes permet ainsi de réduire le biais de survie qui pourrait exister.

fait l'objet d'acquisition de la part d'autres entreprises. Il est important cependant de noter que le fait qu'une entreprise JCP ne soit plus inscrite à la Bourse de l'Alberta ne signifie pas forcément qu'elle a fait faillite. Certaines entreprises ont été absorbées par d'autres ou ont inscrit leurs actions à une bourse plus grande envergure, tandis que d'autres cessent de verser les honoraires d'inscription à la Bourse de l'Alberta et, essentiellement, deviennent des sociétés privées.

Par ailleurs, pour toutes les émissions retenues, il a été possible de relever toutes les informations relatives à l'émission ainsi que les prix. Les prix de fermeture du premier jour d'entrée en bourse et ceux jusqu'au cinquième jour de l'émission proviennent de Datastream.

Ainsi, notre échantillon final comporte 971 émissions initiales canadiennes pour le période de janvier 1991 à décembre 1998. Les émissions dont il est question dans ce chapitre se répartissent de la façon suivante :

Émissions initiales d'actions ordinaires	878 (dont 433 émissions JCP)
Émissions initiales d'unités	93

La prise en considération des émissions d'unités dans notre échantillon final se justifie par le fait que, bien que ces titres constituent une source importante de financement¹⁷ pour plusieurs entreprises canadiennes de petite taille, peu de recherches ont entouré les émissions d'unités. Lee, Lee et Taylor (2000, p. 3) affirment que « *Yet, although practioner explanations for unit IPOs may seem unsatisfactory, there is relatively little analytical or empirical evidence on their use* ».

*** Tableau 2.4 ***

¹⁷ How et Howe (2001) soulignent que, sur un total de 394 émissions initiales en Australie lancées au cours de la période 1979-1990, 134 sont des émissions d'unités (soit 34% de l'échantillon). Schultz (1993) montre également que le pourcentage d'entreprises qui choisissent de devenir publique via des émissions d'unités est important et observe que sur un total de 797 émissions initiales aux États-Unis, lancées au cours de la période 1986-1988, 167 EI sont des émissions d'unités (soit 21% de l'échantillon total). Pour le Canada, voir la répartition des émissions initiales (tableau 1.2) du premier chapitre de la thèse.

Le tableau 2.4 présente la distribution de l'échantillon retenu par année, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions initiales d'actions ordinaires et d'émissions d'unités. Pour l'ensemble des émissions initiales, 367 émissions initiales (soit 37,8% de l'échantillon) ont été lancées au cours des années 1996 et 1997. En 1993, la valeur brute des émissions initiales a augmenté de 89,32% par rapport à celle de 1992. En 1996, la valeur brute des émissions initiales a augmenté de 283,83% par rapport à celle de 1995. 1997 représente l'année qui a rapporté le maximum d'argent par rapport aux autres années de la période d'étude, soit 3328,5 millions de dollars. Il est clair d'après le tableau 2.3 que les émissions initiales canadiennes se présentent par vagues ou par groupes. Ce groupement est très significatif avec les émissions initiales d'unités, où 26,8% des émissions d'unités sont lancées au cours de l'année 1997 et 31,25% au cours des années 1993 et 1994. La concentration temporelle des émissions initiales au Canada est cohérente avec l'hypothèse des fenêtres d'opportunité (*Hot Issues Market*) émise par Ritter (1991). Il ressort aussi du tableau 2.3 que la taille des émissions initiales d'unités est largement inférieure à celle des émissions initiales d'actions ordinaires. Ceci est également le cas aux États-Unis (Schultz, 1993) et en Australie (Lee et col., 2000). Schultz (1993) précise que les entreprises émettrices d'unités sont typiquement de plus petite taille, à haut risque et plus jeunes que celles qui émettent des actions ordinaires.

*** Tableau 2.5 ***

Le tableau 2.5 présente la distribution de l'échantillon par province, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. L'échantillon est diversifié géographiquement entre quatre provinces : L'Ontario occupe le premier rang en valeur brute et le deuxième rang en nombre d'émissions (8864,18 M\$ de 16703,9 M\$ et 190 émissions initiales, soit 19,56% de l'échantillon). Le Québec occupe le troisième rang en valeur brute et le quatrième rang en nombre d'émissions (2281,5 M\$ et 52 émissions initiales, soit 5,3% de l'échantillon). L'Alberta occupe le premier rang en nombre d'émissions et le quatrième rang en valeur brute (2028,61 M\$ de 16703,9 M\$ et 547 émissions initiales, soit 56,33% de l'échantillon). La Colombie Britannique occupe le troisième rang en nombre d'émissions et le cinquième rang en valeur brute (1218,24 M\$ de 16703,9 M\$ et 144 émissions initiales, soit 14,83% de

l'échantillon). Il est clair qu'en termes de nombre d'émissions, le marché des émissions initiales d'actions et d'unités au Canada se passe principalement dans l'Ouest (75,9% de l'échantillon) alors qu'en termes de valeur brute, c'est le marché ontarien d'EI qui est le plus important.

*** Tableau 2.6 ***

Le tableau 2.6 présente la distribution de l'échantillon par industrie¹⁸, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions initiales.

Le secteur de la production occupe le premier rang en valeur brute (3927,9 M\$ de 16703,9 M\$) et le quatrième rang en nombre d'émissions. Le secteur technologique occupe le deuxième rang en valeur brute (2838,06 M\$ de 16703,9 M\$) et le troisième rang en nombre d'émissions (94 de 971). Le secteur minier occupe le troisième rang en valeur brute (1644,1 M\$ de 16703,9 M\$) et le deuxième en nombre d'émissions. Le secteur pétrolier et gazier occupe le quatrième rang en valeur brute et le cinquième rang en nombre d'émissions. Quant aux services financiers, ils occupent le septième en nombre d'émissions (24 de 971) et en valeur brute (1272,3 M\$ de 16703,9 M\$).

2.2.2 Méthodologie

La SÉI est mesurée de deux façons. La première est celle utilisée par la plupart des travaux antérieurs. Elle se base sur l'équation suivante :

$$SÉI(1)_i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} \quad (10)$$

où : P_m est la moyenne des cours de fermeture pour les cinq premiers jours de transaction¹⁹ du titre i et P_e est le prix d'émission.

¹⁸ La répartition par secteur industriel suit celle du système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) disponible à l'adresse suivante : www.sedar.com.

¹⁹ Clarkson et Merckly (1994) et Suret, Cormier et Lemay (1990) utilisent également la moyenne des cours de fermeture pour les cinq premiers jours de transaction pour le calcul de la SÉI(1). Nous avons aussi calculé l'équation (10) en considérant le prix de fermeture du premier jour seulement de transaction mais les résultats observés restent similaires à ceux calculés sur la base de la moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction.

La deuxième méthode utilisée repose sur le calcul conventionnel des rendements des premiers jours de transaction ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché.

La SÉI de la firme i au premier jour de transaction est définie ainsi :

$$SÉI(2)_i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} - \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \quad (11)$$

où P_m est la moyenne des cours de fermeture pour les cinq premiers jours de transaction, P_e est le prix d'émission, M_1 est la moyenne de l'indice du marché pour les cinq premiers jours de transaction du titre i et M_0 est l'indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé. L'indice du marché retenu est le TSE 300 (indice composé de la Bourse de Toronto)²⁰.

Pour évaluer la SEI moyenne des émissions initiales canadiennes et étant donné l'importance des émissions JCP et d'unités comme moyen de financement pour les entreprises de petite taille nous avons divisé notre échantillon en trois sous-ensembles : le premier sous-ensemble est celui des émissions initiales d'actions ordinaires excluant les émissions JCP, le deuxième sous-ensemble est celui des émissions initiales JCP et le troisième sous-ensemble est celui des émissions initiales d'unités. Ce classement se base également sur le fait que les émissions JCP et d'unités sont généralement des émissions plus risquées et de plus petite taille que les émissions initiales d'actions ordinaires. Par conséquent, leur comportement devrait être différent. En outre, ce classement nous permet d'examiner un autre type d'émissions initiales, qui sont les émissions d'unités. How et Howe (2001) soulignent, dans ce sens, la rareté des études qui traitent des EIs d'unités. À notre connaissance, aucune des études canadiennes antérieures n'a pris en compte ces trois types d'émissions initiales.

2.3. RÉSULTATS

2.3.1 La sous-évaluation initiale au Canada

*** Tableau 2.7***

²⁰ Un indice des titres de faible capitalisations aurait pu également être employé. Toutefois, les différences entre les SÉI ajustées et non ajustées sont faibles et l'emploi d'un autre indice serait vraisemblablement sans impact sensible sur les résultats.

Le tableau 2.7 rapporte les principales caractéristiques de la distribution de la SÉI des 971 émissions initiales canadiennes, pour la période qui s'étend de janvier 1991 à décembre 1998, calculée selon les deux mesures suggérées précédemment. Il est clair d'après ce tableau que les émissions initiales au Canada sont en moyenne sous-évaluées. Le niveau de sous-évaluation dépend également du type d'émission. Le rendement initial qui serait réalisé par un investisseur qui serait en mesure de vendre à la fin du premier jour de transaction les actions ordinaires, des émissions initiales excluant les émissions JCP, acquis au prix d'émission, est en moyenne de 20,57% ; cette valeur moyenne est statistiquement différente de 0 au seuil de 1%. L'ajustement pour tenir compte de la fluctuation de l'indice TSE 300 modifie peu la SÉI moyenne qui se situe alors à 22,11% ; cette valeur est significative à un seuil de 1%²¹. Nos résultats confirment donc ceux rapportés par plusieurs chercheurs dans de nombreux pays²², mais, différent de ceux calculés par Jog (1997). Ce dernier, en analysant 254 émissions initiales canadiennes listées à la Bourse de Toronto trouve un degré de SÉI de 7,89% pour la période 1984-1992 et affirme que le contexte des émissions est attrayant pour les entrepreneurs canadiens. Cette différence de résultats peut, en partie, être expliquée par la prise en considération d'un seul marché boursier, soit la Bourse de Toronto, dont les conditions d'inscription sont plus rigoureuses que celles des autres places financières canadiennes. La taille minimale de l'entreprise ou de l'émission, la participation des investisseurs institutionnels, les autres aspects réglementaires des diverses bourses canadiennes et l'état du marché peuvent également influencer le processus d'entrée en bourse. L'étude de l'effet de ces facteurs fait l'objet de la section suivante du présent chapitre.

Il ressort également du tableau 2.7 que les émissions JCP sont largement sous-évaluées par rapport aux émissions d'actions ordinaires non JCP. La SEI moyenne non ajustée des émissions JCP est à peu près égale à 6,75 fois celles des émissions d'actions non JCP, soit 135,41%. Cette valeur est significative à un seuil de 1%. La différence de moyennes des deux

²¹ Nous avons également utilisé une troisième mesure pour la SÉI qui se base sur le calcul du rendement anormal moyen rajusté en fonction d'un échantillon de contrôle, pairé selon la taille (équation 6). Les résultats observés sont similaires à ceux de SÉI(1) et de SÉI(2).

²² Guidici et Paleari (1999) calculent une SÉI de 23,87% pour les émissions initiales en Italie, Derrien et Womack (2000) calculent une SÉI de 13,23% pour les émissions initiales en France, Paudyal, Saadouni et Briston (1998) calculent une SÉI de 61,8% pour les émissions initiales en Malaisie, Lévis (1993) calculent une SÉI de 14,3% pour les émissions initiales au Royaume Uni et Ritter (1998) calculent une SÉI de 15,8% pour les émissions initiales aux États-Unis.

sous-échantillons est également statistiquement significative à un seuil de 1%²³. L'ajustement pour tenir compte de la fluctuation de l'indice TSE 300 augmente la SÉI moyenne qui se situe alors à 140,88% ; cette valeur est également significative à un seuil de 1%. La différence de moyennes ajustées des deux sous-échantillons est statistiquement significative à un seuil de 1%. Une des raisons possibles de cette forte SÉI est que les émissions JCP sont de petite taille et à haut risque et dont le prix d'émission est souvent compris entre 10 et 20 cents. La SÉI élevée des émissions JCP a déjà été mise en évidence par Robinson (1997) qui pour la période du 19 octobre 1987 au 19 juillet 1988, calcule une SEI moyenne non ajustée pour les émissions JCP de 248%, et pour la période du 20 juillet 1988 au 31 décembre 1992, une SÉI moyenne de 62%. Robinson (1997) souligne que l'écart de prix diminuera, à mesure que les investisseurs s'habitueront aux caractéristiques des titres JCP et à leur profil risque-rendement. Toutefois, sur la base de nos résultats, l'attitude des investisseurs ne semble pas avoir changé face au risque que comportent les émissions JCP. La baisse de la SÉI des émissions JCP que Robinson (1997) détecte est simplement reliée aux conditions qui prévalaient sur le marché canadien. Rappelons qu'au cours des années 1991 et 1992, le marché des émissions initiales au Canada a connu une régression importante.

Le tableau 2.7 rapporte également la SÉI des émissions initiales d'unités. Il ressort de ce tableau que les émissions d'unités sont également en moyenne largement sous-évaluées par rapport aux émissions d'actions ordinaires non JCP. La SEI moyenne non ajustée des émissions d'unité est à peu près égale à 2 fois celles des émissions d'actions non JCP, soit 40,59%. Cette valeur est significative à un seuil de 1%. La différence de moyennes des deux sous-échantillons est statistiquement significative à un seuil de 1%²⁴. L'ajustement pour tenir compte de la fluctuation de l'indice TSE 300 modifie peu la SÉI moyenne qui se situe alors à 41.50% ; cette valeur est significative à un seuil de 1%. La différence de moyennes ajustées des deux sous-échantillons est également statistiquement significative à un seuil de 1%. Ces résultats s'apparentent à ceux obtenus par Schultz (1993) et How et Howe (2001). Schultz (1993) précise que les entreprises qui choisissent d'émettre des unités sont relativement plus

²³ Nous avons également utilisé les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney, la différence de moyennes des deux sous-échantillons est également statistiquement significative à 1%.

²⁴ Nous avons également utilisé les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney, la différence de moyennes des deux sous-échantillons est également statistiquement significative à 1%.

risquées et plus jeunes que celles qui choisissent d'émettre des actions ordinaires. How et Howe (2001) montrent que la SÉI des émissions initiales d'actions ordinaires en Australie est de 40,64% alors que celle des émissions initiales d'unités est de 68,57%, pour la période 1979-1990.

Il est probable que les sous-évaluations plus importantes des émissions JCP et d'unités soient liées davantage à la taille des émetteurs qu'aux caractéristiques des émissions, et il faudra étudier plus en profondeur la relation taille et SÉI, ce qui est fait dans la dernière partie de ce chapitre.

*** Tableau 2.8***

Le tableau 2.8 rapporte la distribution de la SÉI des ÉI canadiennes par année. Il est clair d'après ce tableau que cette distribution n'est pas stationnaire. En 1991, la SÉI des actions ordinaires excluant les JCP était négative, -4,85% selon SÉI(1) et -5,26% selon SÉI(2). En 1992, le niveau de SÉI a considérablement augmenté par rapport à celui de 1991. Mais, il faut surtout noter que cette moyenne est imputable à la SÉI des deux compagnies suivantes : Primo Gold Limited (300%, selon SÉI(1)) et Quest Technologies Inc (350%, selon SÉI(1)). En éliminant ces deux émissions²⁵, la SÉI moyenne de l'année 1992 sera alors de 6,22%, selon SÉI(1), et de 10,23%, selon SÉI(2). En 1993 et en 1994, la SÉI moyenne ainsi que le nombre des émissions initiales ont augmenté par rapport aux années antérieures. En 1996, le nombre des émissions initiales a augmenté de 107,31% par rapport à celui de 1995 et le degré de SÉI a été supérieur à 13,5% avec les deux mesures considérées. En 1997, la SÉI moyenne des actions ordinaires a atteint un maximum de 39,30% et 45,13%, selon SÉI(1) et SÉI(2) respectivement. Il est important également de noter que 1997 représente l'année qui a rapporté le maximum d'argent aux entreprises lors des émissions initiales, par rapport aux

²⁵ Une SÉI moyenne pondérée par la taille des produits bruts aurait pu également être calculée. Toutefois, le phénomène de la SÉI touche beaucoup plus les émissions de petite taille que les émissions de grande taille. L'effet de la taille des EIs est principalement mis en évidence dans la section suivante de ce chapitre. La prise en compte de la moyenne pondérée par la taille des produits bruts réduirait l'ampleur de la SÉI des émissions de petite taille, qui sont inférieures à un million de dollars et qui représentent plus de 68% des émissions initiales canadiennes (selon le chapitre 1 de la thèse). À titre d'exemple, en calculant la SÉI pour l'ensemble des EIs au Canada, pour la période de 1991 à 1998 (incluant les JCP et les émissions d'unités) sur une base pondérée par la taille des produits bruts, nous observons une SÉI moyenne non ajustée de 6,7% alors que la SÉI moyenne équipondérée non ajustée observée est de 73,64%. Brav et coll. (1999) recommandent également l'utilisation de rendements équipondérés si une mauvaise évaluation touche beaucoup plus les petits titres que les grands titres.

autres années de la période d'étude, soit 3328,5 millions de dollars²⁶. En 1998, le nombre des émissions initiales ainsi que le degré de SÉI ont diminué²⁷. En se basant sur ces résultats, nous pouvons alors considérer les années 1993, 1994, 1996 et 1997 comme des périodes d'activité intense et les années 1991, 1992, 1995 et 1998 comme des périodes de faible activité. Ibbotson et Jaffe (1975) constatent que les périodes d'activité intense se caractérisent par un volume d'émissions élevé, une forte SÉI et par une diminution de la SÉI par la suite²⁸ (voir figure 2.1).

*** Figure 2.1 ***

La concentration temporelle ainsi détectée des émissions initiales d'actions ordinaires est également vérifiée pour les émissions JCP et les émissions d'unités. Stoughton, Wong et Zechner (2001) expliquent le groupement des émissions initiales par l'effet de l'information circulée lors de l'émission initiale. Ces chercheurs présentent un modèle, où l'entreprise en choisissant d'émettre de nouvelles actions fournit de l'information sur l'avenir de son secteur d'activité, ce qui affectera la décision d'entrée en bourse des autres entreprises du même secteur²⁹.

Les rendements initiaux calculés selon les deux mesures montrent qu'en moyenne, le marché des émissions initiales au Canada souffre d'un problème net d'évaluation. Une émission initiale est une émission peu sûre et relativement peu connue. Par conséquent,

²⁶ Lowry et Schwert (2000) affirment que le fait que les entreprises choisissent de devenir publiques lorsque les émissions initiales d'actions sont fortement sous-évaluées est énigmatique.

²⁷ En 1998, le produit brut des émissions initiales a également baissé par rapport à celui de l'année 1997 (période chaude sur le marché des émissions). Ceci peut être expliqué par le fait que plus le nombre d'entreprises qui deviennent publiques augmente (année 1997), plus l'incertitude entourant la valeur de ces entreprises diminue. Par conséquent, les rendements initiaux subséquents baissent (année 1998).

²⁸ Ibbotson et Jaffe (1975), en analysant les émissions initiales d'actions durant la période 1960-1970, affirment que les périodes 1961, 1968-1969, 1971, 1981 et 1983 sont des périodes d'activité intense « hot IPO markets » et précisent qu'à titre d'exemple, la forte SÉI de 1961 a été accompagnée par un nombre élevé d'émissions initiales durant 1961 et au début de l'année 1962 et par une faible SÉI en 1962.

²⁹ Lowry (2000) souligne que les fluctuations observées du volume des émissions initiales sont reliées à trois facteurs distincts : aux changements de la demande agrégée de capital des entreprises privées, aux changements des coûts de sélection adverse associés à l'émission d'actions et aux changements de l'optimisme de l'investisseur. Lee et Henderson (1999) affirment que les changements des conditions commerciales contribuent à la variation du volume d'émissions initiales. Si la demande totale des entreprises privées pour du capital est élevée, le nombre d'entreprises qui décident d'entrer en bourse via des émissions initiales augmentera. Rajan et Servaes (1997), Helwege et Liang (1996) et Pagano, Panetta et Zingales (1998) affirment que lorsque les investisseurs sont très optimistes, ils sont prêts à sur-payer les titres nouvellement émis. Par conséquent, plusieurs entreprises choisissent de devenir publiques.

l'incertitude générale concernant la rentabilité future ainsi que l'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'investisseur sont beaucoup plus élevés que dans le cas des émissions traditionnelles par des entreprises déjà inscrites en bourse. En outre, la SÉI est un coût indirect d'émission que doit supporter la firme émettrice. Par conséquent, une SÉI élevée peut freiner le recours des entreprises aux émissions initiales pour obtenir du capital. Toutefois, la SÉI semble dépendre en grande partie du type d'émission (JCP ou autre), de la période d'entrée et du secteur d'activité.

2.3.2 Répartition de la SÉI et caractéristiques de l'échantillon

L'objectif de cette section est d'analyser les effets de la taille, du secteur d'activité, de la province d'émission et de l'état du marché sur la SÉI. Nous tentons ainsi de vérifier s'il existe une relation inverse entre la SÉI et la taille de l'émission et le prestige du courtier et si la SÉI est d'autant plus importante que le marché est hautement réceptif. L'analyse est menée en deux temps. Une analyse multivariée est menée à la suite de l'étude facteur par facteur. Le tableau 2.9 montre la SÉI pour divers sous-échantillons segmentés selon les caractéristiques de la firme.

*** Tableau 2.9***

L'effet de la taille des émissions sur la SÉI a été mis en évidence dans de très nombreux articles (Ritter, 1987, Chalk et Peavy, 1990, Jog et Riding, 1987, Suret, Cormier et Lemay, 1990 et Clarkson et Merkley, 1994). La première partie du tableau 2.8 montre la distribution de la SÉI pour divers sous-échantillons segmentés sur la base du produit brut des émissions.

Nous constatons que les émissions initiales d'actions ordinaires de petite taille (produit brut inférieur à 1 million de dollars) affichent la SÉI la plus élevée (SÉI (1) : 119,07% et SÉI (2) : 124,11%) alors que les émissions de grande taille (valeur brute supérieure à 20 millions de dollars) affichent au contraire une très faible sur-évaluation (SÉI (1) : -1,36% et SÉI (2) : -0,78%). Il faut cependant noter que parmi les 540 émissions d'actions ordinaires de petite taille, 433 sont des émissions JCP dont la SÉI moyenne est très importante (SÉI (1) : 135,41%

et SÉI (2) : 140,88%). La différence de moyennes des deux sous échantillons, d'émissions de grande et de petite taille, est significative à un seuil de 1%³⁰. Ceci est cohérent avec l'hypothèse d'une plus grande incertitude ex-ante associée aux émissions de petite taille. La SÉI serait donc surtout un phénomène touchant les émissions les plus petites. Ceci s'apparente aux résultats antérieurs, et confirme l'hypothèse que la SÉI est liée au niveau de risque ex-ante des émissions³¹. En effet, l'information est d'autant plus importante que l'entreprise est de grande taille. La relation inverse entre le niveau de risque et la taille des entreprises fait que l'incertitude, et par conséquent la SÉI, sera d'autant plus importante que la firme est petite. Ce résultat corrobore également l'hypothèse d'information asymétrique avancée par Rock (1986) et qui stipule que la SÉI compense les coûts encourus pour devenir informé. Par conséquent, plus l'incertitude en ce qui concerne la valeur à introduire, approximée par la taille de l'émission, est grande, plus grande est la compensation demandée par les investisseurs. Par ailleurs, il semble que la taille de l'émission pourrait expliquer partiellement la divergence entre nos résultats et ceux des études canadiennes antérieures : nous avons incorporé les émissions suivies d'inscriptions aux Bourses de Vancouver et d'Alberta, ce qui n'est pas le cas des autres travaux³². En ne tenant compte que des émissions initiales d'actions ordinaires qui ont une taille comprise entre 10 et 20 millions de dollars, nous calculons une SÉI moyenne non ajustée de 3,6% et une SÉI moyenne ajustée de 4,28%.

Lorsque l'échantillon est segmenté par industrie³³, nous constatons que la SÉI des émissions d'actions ordinaires varie considérablement d'un secteur à un autre. Ainsi, par exemple, les émissions initiales d'actions ordinaires des secteurs minier, immobilier, pétrolier et gazier et technologique sont fortement sous-évaluées (SÉI(1) : 35,71%, 16,9%, 29,04% et 19,77% respectivement) par rapport aux secteurs, de la production et de production de films (SÉI(1) : 11,11% et 4,05% respectivement). Ces résultats s'apparentent à ceux obtenus par Ritter (1991). Une explication possible du résultat pour le secteur technologique est suggérée

³⁰ Les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney des différences de moyennes des deux sous-échantillons sont également statistiquement significatifs à 1%.

³¹ Beatty et Ritter (1986) soulignent que « plus l'incertitude ex ante au sujet de la valeur d'une émission est grande, plus la sous-évaluation prévue est grande » (traduction libre). Katz et Owen (1987) concluent également que « la sous-évaluation initiale augmente avec le niveau de divergence de l'information ».

³² La taille moyenne des émissions de notre échantillon est de 14,65 millions de dollars; dans l'étude de Clarkson et Merkley (1994), par exemple, la taille moyenne des EI considérées est de 30,33 millions de dollars.

³³ La répartition par secteur industriel suit celle du système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) disponible à l'adresse suivante : www.sedar.com.

par Hand (2000). Celui-ci affirme que l'offre de titres technologiques est généralement plus faible que la demande. Par conséquent, les rendements des premiers jours d'entrée en bourse seront importants. Wen (1999) ajoute que de plus en plus d'investisseurs achètent les titres Internet et les titres de la nouvelle économie, en général, dans le but de diversifier leur portefeuille et de réduire le risque systématique. Arosio, Guidici et Paleari (2000b) soulignent que trois facteurs peuvent expliquer la SÉI importante des titres technologiques : l'euphorie des investisseurs pour les titres de la nouvelle économie, la qualité de l'information privée et la disponibilité de l'information publique.

Les émissions d'actions ordinaires des secteurs des communications et des médias et de magasins spécialisés sont faiblement sur-évaluées (SÉI(1) : -4,66% et -1,9% respectivement) alors que celles du secteur des services financiers sont faiblement sous-évaluées (SÉI(1) : 1,31%). La taille des émissions de ces secteurs pourrait expliquer la faible SÉI. Les tailles moyennes des émissions des secteurs des communications et des médias, de magasins spécialisés et des services financiers sont respectivement de 73,78 M\$, 31,79 M\$ et de 32,78 M\$. Nous retrouvons à peu près les mêmes résultats pour l'ensemble des émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités. Ainsi, les émissions initiales d'actions et d'unités des secteurs minier, pétrolier et gazier et technologique sont nettement sous-évaluées (SÉI(1) : 49,19%, 24,02%, et 24,46% respectivement) par rapport aux secteurs des communications et des médias, des services financiers, de production des films et de production (SÉI(1) : -11,42%, -4,59%, 0,9% et 11,11% respectivement).

Lorsque l'échantillon est segmenté par province, nous constatons que les émissions initiales d'actions ordinaires (excluant les JCP) lancées en Alberta et en Colombie Britannique sont fortement sous-évaluées (par exemple : SÉI(1) : 26,41% et 35,95% respectivement) par rapport aux émissions lancées en Ontario (SÉI(1) : 11,20%). Les différences de moyennes des sous-échantillons (émissions ontariennes versus albertaine et d'émissions ontarienne versus émissions de Colombie-britannique) sont significatives à un seuil de 1%³⁴. Ceci peut être expliqué, en partie, par la petite taille moyenne des émissions lancées dans les deux premières

³⁴ Les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney des différences de moyennes des sous-échantillons considérés sont également statistiquement significatifs à 1%.

provinces (les tailles moyennes des émissions de l'Alberta et de la Colombie-Britannique sont de 15,08 millions de dollars et 8,46 millions de dollars respectivement) par rapport à la taille moyenne des premières émissions ontariennes (46,65 millions de dollars). Les conditions d'inscription à la Bourse de Toronto sont également plus strictes que celles de la Bourse de l'Alberta et de Vancouver. La plupart des entreprises qui ont procédé à des émissions initiales en Alberta et en Colombie Britannique appartiennent aux secteurs des mines et du pétrole et gaz. Or, ces deux secteurs sont fortement sous-évalués par rapport aux autres secteurs.

D'un autre côté, la SÉI est plus faible au Québec (SÉI(1) : 3,35% et SÉI(2) : 5,37%) qu'en Ontario. La différence de moyennes des deux sous-échantillons est significative à un seuil de 10%³⁵. Ce résultat est comparable à celui obtenu par Suret, Cormier et Lemay (1990) qui montrent une sous-évaluation moyenne ajustée de 12,66% pour 86 émissions initiales ontariennes réalisées durant la période 1979-1985, et que pour la même période, les 63 émissions admissibles au Régime d'épargne actions du Québec (RÉAQ) sont légèrement surévaluées (-0,32%). La faible SÉI des émissions québécoises détectée dans notre échantillon pourrait être alors expliquée par le rôle joué par le programme RÉAQ. Dans ce sens, Suret et coll. (1990) précisent que l'information relatives aux émissions RÉAQ est devenue abondante et moins onéreuse, ce qui explique la diminution de l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et les autres, réduisant ainsi la SÉI.

*** Tableau 2.10***

Pour segmenter notre échantillon selon le prestige du courtier, nous avons classé ces derniers en deux catégories, soit la catégorie des courtiers prestigieux et celle des courtiers non prestigieux. Pour cela, nous nous sommes basés sur le classement du « Financial Post » de janvier 1998 qui tient compte du produit brut en dollars des émissions initiales selon le rôle joué par le courtier en tant que chef de file ou membre du syndicat (voit tableau 2.10). Si le nom du courtier figure parmi la liste des 25 courtiers qui ont participé à des émissions initiales d'action, nous supposons alors qu'il s'agit d'un courtier prestigieux. Dans le cas où le nom ne

³⁵ Les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney de la différence de moyennes ne sont pas significatifs.

figure pas, nous supposons qu'il s'agit alors d'un courtier non prestigieux. Les résultats montrent que les émissions initiales d'actions ordinaires excluant les JCP dirigées par des courtiers non prestigieux (SÉI(1) : 31,13% et SÉI(2) : 33,16%) sont largement sous-évaluées par rapport à celles dirigées par des courtiers prestigieux (SÉI(1) : 9,37% et SÉI(2) : 10,39%). La différence de moyennes des deux sous-échantillons est significative à un seuil de 1%³⁶. Ces résultats s'apparentent à ceux obtenus par plusieurs chercheurs, notamment Carter, Dark et Singh (1998) qui utilisent différentes variables qui représentent le prestige du courtier. MacIntosh (1994) affirme qu'au Canada les courtiers en valeurs mobilières d'envergure nationale ont montré peu d'intérêt à desservir le marché des émissions initiales de petite taille et risquées. Ces courtiers ne sont incités à participer qu'aux émissions les plus importantes en raison des frais généraux liés au maintien de leur position d'entreprise prestigieuse.

Il ressort également de ce tableau que l'écart entre les SÉI moyennes des émissions JCP dirigées par des courtiers prestigieux et non prestigieux, bien qu'il soit significatif à un seuil de 1%, est inférieur à celui entre les SÉI moyennes des émissions non JCP. Le prestige du courtier influence donc moins la SÉI moyenne des émissions JCP que les autres facteurs, tels que la taille, le secteur et la province. En Alberta, un certain nombre de courtiers régionaux ont profité du programme JCP pour se tailler un créneau profitable sur le marché de la souscription des actions de petites entreprises. De plus, MacIntosh (1994) affirme que les courtiers en valeurs mobilières d'envergure nationale ont montré peu d'intérêt à desservir le marché des émissions initiales lorsque celle-ci sont inférieures à 25 millions de dollars. Parmi les raisons avancées qui pourraient expliquer le fait que les sociétés de courtage évitent les émissions des petites entreprises sont le risque que la réputation de l'entreprise souffre si cette dernière se met à participer à des émissions de petite taille et les faibles commissions de souscription que procurent de telles émissions. En effet, étant donnée que la commission de souscription est fonction de la taille de l'émission, les courtiers prestigieux ne sont incités à participer qu'aux émissions les plus importantes.

³⁶ Nous avons également utilisé les tests non paramétriques de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney, la différence de moyennes des deux sous-échantillons est également statistiquement significative à 1%.

Lorsque l'échantillon est segmenté en fonction de l'état du marché³⁷, nous constatons que la SÉI moyenne des émissions initiales d'actions ordinaires au cours des périodes d'activité intense (excluant les JCP) est supérieure à celles des émissions initiales d'actions ordinaires au cours des périodes de faible activité (SÉI(1) : 22,03% et 16,77% respectivement). La différence de moyennes des deux sous-échantillons n'est pas statistiquement significative. L'écart entre les SÉI moyennes des deux périodes est encore plus marqué pour les émissions d'unités (SÉI(1) : 48,02% (marché haussier) et 22,49% (marché baissier)) et les émissions JCP (SÉI(1) : 142,7% (marché haussier) et 122,84% (marché baissier)). Une explication possible à ce résultat est que le marché des émissions initiales au Canada comme tout autre marché d'EI est très sensible aux conditions qui prévalent sur le marché. Lorsque le marché est réceptif, plusieurs entreprises décident alors de profiter de la situation en lançant des EI. Les investisseurs de leur côté, récompensent indirectement le courtier pour avoir accès à ces marchés chauds, en payant un prix supérieur au prix d'émission. Loughran et Ritter (2001) soulignent que lorsque les marchés sont réceptifs, les émetteurs ne s'intéressent qu'à la variation de leur richesse et demandent rarement l'augmentation du prix d'offre, ce qui profite aux souscripteurs. Ces auteurs affirment également que la littérature n'offre aucune explication qui se base sur un comportement rationnel de la part des investisseurs. La relation entre la SÉI et les périodes chaudes reste énigmatique.

Il semble difficile d'isoler les quatre effets qui sont étudiés ici : la taille, le choix du courtier et le secteur sont vraisemblablement liés, la répartition sectorielle n'est pas la même dans toutes les provinces et les conditions du marché peuvent varier d'un secteur à un autre. Il est donc nécessaire de procéder par analyse multivariée pour tenter d'expliquer la SÉI

³⁷ En tenant compte des résultats de la section précédente, nous supposons que les années 1993, 1994, 1996 et 1997 sont des périodes d'activité intense, où le marché des émissions initiales était hautement réceptif, et les années 1991, 1992, 1995 et 1998 sont des périodes de faible activité, où le marché des émissions initiales était faiblement réceptif.

2.3.3 Analyse multivariée

L'objectif de cette section est d'étudier l'effet combiné des différents facteurs discutés précédemment. Nous avons donc estimé un modèle de régression multiple combinant diverses variables. La variable expliquée est la SÉI calculée selon les deux mesures considérées précédemment³⁸. Le modèle général de la régression a la forme suivante, où les signes attendus apparaissent entre parenthèses³⁹.

$$\text{SÉI}^i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{P\&G}_i + \alpha_2 \text{MINES}_i + \alpha_3 \text{T}_i + \alpha_4 \text{JCP}_i + \alpha_5 \text{Log}(\text{taille})_i + \alpha_6 \text{Marché}_i + \alpha_7 \text{PC}_i + \alpha_8 \text{Unité}_i + \varepsilon_i \quad (13)$$

(+) (+) (+) (+) (+) (+) (-) (+)

où i désigne la firme émettrice, P&G prend la valeur 1 pour les émissions du secteur pétrolier et gazier et zéro autrement, MINES prend la valeur 1 pour les émissions du secteur minier et zéro autrement, T prend la valeur 1 pour les émissions du secteur technologique et zéro autrement, JCP prend la valeur 1 pour les émissions initiales JCP et zéro autrement, $\text{Log}(\text{taille})_i$ représente le logarithme du produit brut de l'émission, qui est considéré comme un indicateur de l'incertitude ex ante associée à l'émission, PC prend la valeur 1 pour les émissions initiales dirigées par un courtier prestigieux et zéro autrement, Marché prend la valeur 1 pour les émissions initiales chaudes et zéro pour les EI froides⁴⁰ et Unité prend la valeur 1 pour les émissions initiales d'unités et zéro pour les EI d'actions ordinaires.

*** Tableau 2.11 ***

Le tableau 2.11 montre la matrice de corrélation des variables considérées dans le modèle général. Il est clair d'après ce tableau que certaines variables sont corrélées. A titre d'exemple,

³⁸ La variable dépendante (SEI) est toutefois entachée d'une erreur de mesure. L'un des buts de la régression sera d'ailleurs d'estimer cette erreur.

³⁹ Nous aurions pu régresser le modèle général (équation 13) sur un échantillon d'EI excluant les JCP et sur un autre composé uniquement d'émissions JCP, en tenant compte du fait que les émissions JCP doivent être analysé à part. En procédant de la sorte, nous observons une baisse considérable du R^2 , surtout pour l'échantillon des JCP.

⁴⁰ Nous avons également utilisé une deuxième variable, calculée en utilisant l'indice TSE 300, pour contrôler l'état du marché des émissions initiales. Pour cela, nous avons calculé le rendement journalier du TSE 300 durant le mois précédant l'offre pour chaque émission d'actions. Par la suite, pour chaque émission, la variable Marché est construite comme étant le rendement d'une stratégie passive pour une période d'un mois avant l'offre (Derrien et Womack, 1999). Les résultats observés de l'analyse multivariée avec cette variable sont, cependant, similaires à ceux trouvés avec la variable muette utilisée dans l'équation (13).

il existe une forte corrélation négative entre la variable taille et la variable JCP ($\rho = -0,67$), étant donné le fait que les émissions JCP sont des émissions de petite taille (de 300 000\$ à 500 000\$). Les émissions de grande taille sont reliées positivement à la variable prestige du courtier ($\rho = 0,35$). Ceci corrobore l'hypothèse selon laquelle les courtiers prestigieux évitent de participer à des émissions initiales de petite taille, plus risquées et qui pourraient avoir un impact négatif sur leurs réputations⁴¹. Par exemple, la taille moyenne d'émissions initiales d'actions ordinaires (excluant les JCP) dirigées par des courtiers prestigieux est de 52,48 millions de dollars alors que celle d'émissions dirigées par des courtiers non prestigieux est de 14,5 millions de dollars⁴². Ainsi, le modèle de régression considéré est le suivant :

$$S\acute{E}I_i = \alpha_0 + \alpha_1 P\&G_i + \alpha_2 MINES_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 JCP_i + \alpha_5 March\acute{e}_i + \alpha_6 PC_i + \alpha_7 Unit\acute{e}_i + \varepsilon_i \quad (14)$$

(+) (+) (+) (+) (+) (-) (+)

Dans un premier temps, la variable JCP sera traitée comme une variable binaire conventionnelle. Cependant, la détection d'un effet significatif de cette variable ne permet pas de porter de conclusion définitive, car on ne sait pas qui, de l'ordonnée à l'origine ou des coefficients, provoque la différence. Un effet sur la constante impliquerait que les JCP ont un effet sur la SÉI moyenne, alors qu'un effet sur les coefficients signifierait que les variables indépendantes influencent la variable expliquée d'une façon différente suivant que l'émission est JCP ou non. Dans une seconde étape, nous utiliserons donc les méthodes d'ajustement structurel recommandées par Johnston (1986) pour voir dans quelle mesure les JCP entraînent un effet sur les coefficients ou sur l'ordonnée à l'origine du modèle.

Nous emploierons trois modèles définis comme suit :

Modèle 1

$$S\acute{E}I_i = \alpha_0 + \alpha_1 P\&G_i + \alpha_2 MINES_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 March\acute{e}_i + \alpha_5 PC_i + \alpha_6 Unit\acute{e}_i + \varepsilon_i \quad (15)$$

Modèle 2

$$S\acute{E}I_i = \alpha_0 + \alpha_1 P\&G_i + \alpha_2 MINES_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 March\acute{e}_i + \alpha_5 PC_i + \alpha_6 Unit\acute{e}_i + \alpha_7 JCP_i + \varepsilon_i \quad (16)$$

Modèle 3

⁴¹ Cette situation défavorise certainement les entreprises de petite taille, surtout les petites entreprises ontariennes qui ne peuvent s'inscrire à la Bourse de Toronto.

⁴² Le produit brut total d'émissions initiales d'actions ordinaires (excluant les JCP) dirigées par des courtiers prestigieux est de 11335,81 millions de dollars alors que celui d'émissions dirigées par des courtiers non prestigieux est de 3322 millions de dollars.

$$S\acute{E}I_i = \alpha_0 + \alpha_1 P\&G_i + \alpha_2 MINES_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 March\acute{e}_i + \alpha_5 PC_i + \alpha_6 Unit\acute{e}_i + \alpha_7 JCP_i + \alpha_8 JCP \times P\&G_i + \alpha_9 JCP \times MINES_i + \alpha_{10} JCP \times T_i + \alpha_{11} JCP \times March\acute{e}_i + \alpha_{12} JCP \times PC_i + \alpha_{13} JCP \times Unit\acute{e}_i + \epsilon_i \quad (17)$$

Pour chacun des mod\`eles, nous isolerons la somme des carr\`es des r\`esidus (SCR). Nous testerons les trois hypoth\`eses suivantes :

L'hypoth\`ese d'\`egalit\`e des constantes (le mod\`ele 1 \`etant confront\`e au mod\`ele 2) par :

$$F = \frac{SCR_1 - SCR_2}{SCR_2 / (n - k - 1)} \quad - F(1, n - k - 1)^{43}$$

L'hypoth\`ese d'\`egalit\`e des coefficients de r\`egression (le mod\`ele 2 \`etant confront\`e au mod\`ele 3) par :

$$F = \frac{SCR_2 - SCR_3 / (k - 1)}{SCR_3 / (n - 2k)} \quad - F(k - 1, n - 2k)$$

L'hypoth\`ese d'\`egalit\`e des droites de r\`egression (le mod\`ele 1 \`etant confront\`e au mod\`ele 3) par :

$$F = \frac{SCR_1 - SCR_3 / k}{SCR_3 / (n - 2k)} \quad - F(k, n - 2k)$$

*** Tableau 2.12***

Le tableau 2.12 montre un R^2 ajust\`e de 0,1601 avec $S\acute{E}I(1)$ comme variable d\`ependante et un R^2 ajust\`e de 0,1491 avec $S\acute{E}I(2)$ comme variable d\`ependante. Les statistiques t sont ajust\`ees selon la proc\`edure de White (1980). En contr\`olant pour tous les facteurs, nous observons les r\`esultats suivants :

Le coefficient de la variable prestige du courtier a un signe n\`egatif et significatif \`a un seuil de 10% (significatif \`a 5% avec $SEI(2)$ comme variable d\`ependante). Ceci confirme l'hypoth\`ese selon laquelle les \`emissions dirig\`ees par des courtiers prestigieux sont moins sous-\`evalu\`ees que celles dirig\`ees par des courtiers non prestigieux. Carter, Dark et Singh (1998) observent \`egalement une relation n\`egative entre la $S\acute{E}I$ et le prestige du courtier pour les \`emissions initiales aux \`Etats-Unis.

⁴³ Les degr\`es de libert\`e associ\`es aux num\`erateurs sont tout simplement obtenus en faisant la diff\`erence entre les degr\`es de libert\`es correspondant aux SCR intervenant dans ces num\`erateurs, diff\`erence qui \`egale au nombre de contraintes qui apparaissent lorsqu'on passe du mod\`ele avec restrictions au mod\`ele sans restrictions, par exemple, une seule restriction est impos\`ee lorsqu'on passe du mod\`ele II au mod\`ele I.

Les coefficients des secteurs technologique, pétrolier et gazier et miniers sont positivement reliés à la SÉI mais la relation n'est statistiquement significative que pour les émissions minières. Ritter (1991) confirme également une relation positive entre la SÉI et les coefficients des secteurs des mines et du pétrole et gaz. Par ailleurs, une explication possible à la relation positive entre les émissions technologiques et le degré d'escompte est que l'évaluation des titres technologiques est difficile et que la SÉI devrait être, par conséquent, élevée.

Le coefficient de la variable Marché est positif et significatif. La période d'entrée en bourse a donc un effet positif sur la SÉI. C'est ce qu'observent également Derrien et Womack (2000) en analysant le marché des émissions initiales en France, Ritter (1998) aux États-Unis et Arosio, Guidici et Paleari (2000b) en Italie.

Le coefficient de la variable Unité est positif mais non significatif. Cette relation positive entre les émissions d'unités et le degré de sous-évaluation initiale peut être expliquée par le fait que ces émissions sont plus risquées et utilisées, généralement, par des jeunes entreprises.

Le coefficient de variable JCP est positivement et significativement relié à la SÉI (au seuil de 1%). Les émissions initiales d'actions ordinaires semblent avoir donc une SÉI moins élevée que les émissions d'unités et les JCP, ce qui confirme nos attentes. Ceci reste vrai même lorsque l'on tient compte du type d'émission (actions ordinaires ou unités), du prestige du courtier, des trois secteurs d'activité (pétrole et gaz, technologie et mines) et des conditions qui prévalent sur le marché.

Les sommes des carrés des résidus des modèles 1 à 3 sont respectivement de 1840.38, 1622.32 et 1621.57 (lorsque SÉI (1) est la variable dépendante)⁴⁴. L'hypothèse de l'égalité des constantes peut donc être rejetée au seuil de 1% ($F_{1,963} = 29,29$). L'hypothèse de l'égalité des

⁴⁴ Les résultats des tests d'ajustements structurels sont également les mêmes lorsque SÉI(2) est la variable dépendante.

droites est elle aussi rejetée au seuil de 1% ($F_{7,957} = 5,12$) alors qu'on ne peut rejeter l'hypothèse de l'égalité des coefficients ($F_{6,957} = 1,087$).

L'impact des coefficients explicatives sur la SÉI (ajustée ou non ajustée) est donc le même dans les deux groupes (sans JCP et avec JCP). Par exemple, le lien entre les conditions du marché et la SÉI est le même pour les émissions JCP que pour les émissions non JCP. L'effet significatif sur la constante du modèle implique cependant que les JCP provoquent une différence significative entre les niveaux de sous-évaluation.

Il est possible de lier la sous-évaluation initiale élevée des JCP au niveau de risque élevé des entreprises qui utilisent ce programme ainsi qu'à leur taille généralement faible. L'incertitude liée à la nature transitoire (moins de 18 mois) de la première inscription ajoute également au niveau de risque.

Ces résultats de l'analyse multivariée nous permettent donc de raffiner les résultats de l'analyse par facteur. Le prestige du courtier et la période d'entrée en bourse sont des déterminants importants de la SÉI des émissions initiales canadiennes. Les tests d'ajustement structurels nous montrent qu'il existe une différence significative entre la SÉI des EI d'actions ordinaires et les EI JCP. Par conséquent, le programme JCP explique, en partie, la forte SÉI au Canada.

2.4 CONCLUSION :

Dans ce chapitre, nous avons analysé la performance à court terme des émissions initiales d'actions et d'unités au Canada inscrites aux différentes places boursières, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Il ressort de ce chapitre les conclusions suivantes : Premièrement, la SÉI moyenne non ajustée des émissions d'actions ordinaires (excluant les JCP) est de 20,57% alors que la SÉI moyenne ajustée pour tenir compte des fluctuations du marché, des mêmes émissions est de 22,57%. Ces résultats sont similaires à ceux trouvés par plusieurs chercheurs dans de nombreux pays mais sensiblement supérieurs à ceux rapportés par les études canadiennes. Cet escompte moyen élevé indique que les marchés financiers canadiens souffrent en d'un problème net d'évaluation touchant principalement les émissions de petite

taille. La SÉI est un coût indirect d'émission que doit supporter la firme émettrice. Par conséquent, une SÉI élevée peut freiner le recours des entreprises aux émissions initiales pour obtenir du capital. Le niveau de sous-évaluation dépend également du type d'émission. Les résultats trouvés montrent que les émissions JCP et d'unités sont fortement sous-évaluées par rapport aux émissions initiales d'actions ordinaires.

L'analyse en coupe transversale de la SÉI montre que La SÉI serait surtout un phénomène touchant les émissions les plus petites. Ceci s'apparente aux résultats antérieurs, et confirme l'hypothèse que la SÉI est liée au niveau de risque ex-ante des émissions. Nous observons également que les émissions initiales des secteurs immobiliers, pétrole et gaz, mines et technologies sont fortement sous-évalués par rapport aux autres secteurs. Les émissions initiales dirigées par des courtiers prestigieux sont moins sous-évaluées que celles dirigées par des courtiers non prestigieux. En outre, les émissions de l'Alberta et de la Colombie Britannique sont fortement sous-évaluées par rapport aux émissions ontariennes. Ce dernier résultat peut être expliqué par l'expérience d'entreprises de taille un peu plus grande qui s'inscrivent à la Bourse de Toronto.

Notre tentative d'explication du phénomène de la performance à court terme révèle que le prestige du courtier, la période d'entrée et le programme JCP expliquent, en partie, la SÉI élevé des émissions initiales au Canada.

BIBLIOGRAPHIE

- Affleck-Graves, J., Hegde, S., Miller, R., « Conditional price trends in the aftermarket for initial public offerings », *Financial Management* 25, p. 25-40, 1996.
- Aggarwal, R., « Stabilization activities by underwriters after initial public offerings », *Journal of Finance* 55, p. 1075-1103, 2000.
- Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, F., « The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America », *Financial Management* 22, p. 42-53, 1993
- Aggarwal, R., Rivoli, P., « Fads in the initial public offering market ? », *Financial Management* 19, p. 45-57, 1990.
- Allen, F., Faulhaber, G.R., « Signalling by underpricing in the IPO market », *Journal of financial Economics* 23, p. 303-323, 1989.
- Arosio, R., Guidici, G., Paleari, S., « Why do (or did ?) internet-stock IPOs leave so much “money on the table” ? », *SSRN working paper (a)*, 2000.
- Arosio, R., Guidici, G., Paleari, S., « What drives the initial market performance of Italian IPOs ? An empirical investigation on underpricing and price support », *SSRN working paper (b)*, 2000.
- Aussenegg, Wolfgang, « Short and long-run performance of Initial Public Offerings in the Austrian Stock Market », *Vienna University of Technology working paper*, 1997.
- Barber, B., Lyon, J., « Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test statistics », *Journal of Finance* 41, p. 359-399, 1996.
- Barber, B., Lyon, J., « Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics* 43, p. 341-372, 1997.
- Barber, B., Lyon, J., «How can long-run abnormal stock returns be both positively and negatively biased? », *SSRN working paper*, 1998,
- Baron, D., « A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues », *Journal of Finance* 37, p. 955-976, 1982.
- Barry, C., Jennings, R., « The opening price performance of initial public offerings of common stock », *Financial Management* 22, 54-63, 1993.
- Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M., « The role of venture capital in the creation of a public company », *Journal of Financial Economics* 27, p. 447-471, 1990.

- Beatty, R., Ritter, J., « Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings », *Journal of Financial Economics* 15, p. 213-232, 1986.
- Beatty, R., Welch, I., « Issuer expenses and legal liability in initial public offerings », *Journal of Law and Economics* 39, p. 545-602, 1996.
- Bommel, V., Vermaelen, T., « Market feedback during initial public offering: Do managers listen ? », *INSEAD working paper*, 2000.
- Brav, A., Gompers, P., « Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non venture capital-backed companies », *Journal of Finance* 52, p. 1791-1821, 1997.
- Brean, D., « The climate for initial public offerings in Canada », *Financing Growth in Canada* ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 706-708, 1997.
- Buser, S., Chan, K., « NASDAQ/NMS Qualification stand, Ohio registration experience and the price performance of initial public offerings », *Ohio Department of Commerce and national Association of Securities Dealers Inc*, Columbus, 1987.
- Cai, M., Shi, S., « Publicity and the clustering of IPO underpricing », working paper *Queen's University*, juillet 1999.
- Carter, R., Dark, F., Singh, A., « Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks », *Journal of Finance* 53-1, p. 285-311, 1998.
- Carter, R., Manaster, S., « Initial public offerings and underwriter Reputation », *Journal of Finance* 45, p. 1045-1068, 1990.
- Chalk, A., Peavy, J., « Initial public offerings: Daily returns, offering types and the price effect », *Financial Analyst Journal* 43-5, p. 65-69, 1987.
- Chalk, A., Peavy, J., « Understanding the pricing of initial public offerings », *Research in Finance* 8, p. 203-240, 1990.
- Chan, A., Pan. K., « An answer to the long-run performance puzzle of IPOs in Taiwan: An application of the Fama-French model », *National Sun Yat-Sen University working paper*, 1998.
- Clarkson, P., Merkle, J., « Ex ante uncertainty and the underpricing of initial public offering : Further Canadian evidence », *Revue canadienne des sciences de l'administration* 11, p. 54-67, 1994.

- Chowdhry, B., Sherman, A., « The winner's curse and international methods of allocating initial public offerings », *Pacific-Basin Finance Journal* 4, p. 15-30, 1996.
- Derrien, F., Womack, K., « Auctions vs book-building and the control of underpricing in hot markets », *Dartmouth* working paper, 2000.
- De Bondt, W., Thaler, R., « Does the stock market overreact? », *Journal of Finance* 40, p. 793-808, 1985.
- Dewenter, K., Malatesta, P., « Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: An international comparison », *Journal of Finance*, Vol. III, No. 4, p. 1659-1679, septembre 1997.
- Dimson, E., « Risk measurement when shares are subject to infrequent trading », *Journal of Financial Economics* 7, p. 197-226, 1979.
- Eijgenhuijsen, H., Buijs, A., « Initial public offerings in the Netherlands 1982-1991 », *University of Amsterdam* working paper, 1993.
- Falk, H., Thornton, D., « The Canadian market for initial public offerings: Evidence from the Toronto, Montreal and Alberta stock exchanges », Unpublished working paper, 1992.
- Fama, E., « Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance » *Journal of Financial Economics* 49, p. 283-306, 1998.
- Field, L., « Is institutional investment in initial public offerings related to long-run performance of these firms? », *Pennsylvania State University* working paper, 1995.
- Firth, M., « An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand », *Pacific-Basin Finance Journal* 5, p. 63-85, 1997.
- Friedlan J., Maynes, E., Verma, S., « *The Long Run Performance of Canadian Initial Public Offerings* », Schulisch School of Business, *York University* working paper, 1994.
- Giudici, G, Paleari, S., « Underpricing, price stabilization and long run performance in initial public offerings: as study on the Italian stock market between 1985 and 1998 », *SSRN* working paper, 1999.
- Habib, M., Ljungqvist, A., « Underpricing and entrepreneurial losses in IPOs : Theory and evidence », *SSRN* working paper, 1999.
- Hand, J., « Profits, losses and the non-linear pricing of internet stocks », *SSRN* working paper, 2000.

- Hebner, K., Hiraki, T., « Japanese initial public offerings », *Restructuring Japan's Financial Markets*, édition Walter. I et Hiraki. T Homewood, IL: Business One/Irwin.1993.
- Helwege, J., Liang, N., « Initial public offerings in hot and cold markets », *Federal Reserve Bank of New York*, 1996.
- Holhausen, R., Larcker, D., « The financial performance of reverse leveraged buyouts », *Journal of Financial Economics* 42, p. 293-332, 1996.
- How, J., Izan, H., Monroe, G., « Differential information and the underpricing of initial public offerings: Australian evidence», *Accounting and Finance* vol. 35 (1), p. 87 –106, 1995.
- How, J., Howe, J., « Warrants in initial public offerings: Empirical evidence », *The Journal of Business* vol 74 (3), à paraître 2001.
- Hoffmann-Burchardi, U., « Clustering of initial public offerings, information revelation and underpricing », *European Economic Review* 45, p. 353-383, 2001.
- Huang, Q., Levich, R., « Underpricing of new equity offerings by privatized firms: An international test», *SSRN working paper*, 1998.
- Ibbotson, R., « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics* 2, p. 235-272, 1975.
- Ibbotson, R., Jaffe, J., « Hot issue markets», *Journal of Finance*, Vol XXX, No 4, p. 1027-1042, 1975.
- Ibbotson, R., Sindelar, J., Ritter, J. « The market's problems with the pricing of initial public offerings », *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74, 1994.
- Jog, V., Srivastava, A., « Underpricing in canadian IPOs 1971-1992-- An update », *FINECO* 4, No. 1, p. 81-87, 1^{er} semestre 1994.
- Jog, V., « The climate for Canadian initial public offerings », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 357-401, 1997.
- Jog, V., McConnomy, B., «Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPOs and the impact on underpricing and post - issue return performance», *SSRN working paper*, 1999.
- Jog, V., Riding, A., « Underpricing in canadian IPOs », *Financial Analysts Journal*, p. 45-55, 1987.
- Johnston, J., *Méthodes économétriques* (3 ème édition), Paris :Economica, 1985.

- Katz, G., Owen, J., « Initial public offering: an equilibrium model of price determination», *Journal of Economics, Auditing & Finance*, p. 266-284, 1987.
- Katsuna, K., Smith, R., « How IPO pricing method affects underpricing and issue cost: Evidence on Japan's change from auction method pricing to book-building », *SSRN working paper*, 2000.
- Keloharju, M., « The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in the Finland », *Journal of Financial Economics* 34, p. 251-277, 1993.
- Kim, J., Krinsky, I., Lee, J., « The aftermarket performance of initial public offerings in Korea», *Pacific-Basin Finance Journal* 3, p. 429-448, 1995.
- Kim, M., Ritter, J., « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics* 53:3, p. 409-437 1999.
- Kothari, S., Warner, J., « Measuring long-horizon security price performance », *Journal of Financial Economics* 43, p. 301-339, 1997.
- Krigman, L., Shaw, W., Womack, K., « The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping », *Dartmouth College working paper*, 1997.
- Lee, J., Henderson, G., « The hot issue market phenomenon and business conditions », *University of Cincinnati working paper*, 1999.
- Lee, P., Taylor, S., Walter, T., « Australian IPO pricing in the short and long run », *Journal of Banking & Finance* 20, p. 1189-1210, 1996.
- Lee, M., Lee, P., Taylor, S., « Unit initial public offerings: Staged equity or signalling mechanism ? », *SSRN working paper*, 2000.
- Liaw, G., Liu, Y., Wei. K., « On the demand elasticity of initial public offerings: An analysis of discriminatory auctions», *Hong Kong University of Science and Technology working paper*, 2000.
- Lerner, J., « Venture capitalists and the decision to go public », *Journal of Financial Economics* 35, p. 293-316, 1994.
- Levis, M., « The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988 », *Financial Management* 22, 28-41, 1993.
- Ljungqvist, A., « IPO underpricing, wealth losses and the curious role of venture capitalists in the creation of public companies », *SSRN working paper*, juin 1999.

- Ljungqvist, A., « Pricing initial public offerings : Further evidence from Germany », *European Economic Review* 41, p. 1309-1320, 1997.
- Ljungqvist, A, Jenkinson, T., Wilhelm, W., « Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors » *NYU working paper*, 2000.
- Loughran, T., Ritter, J., « The new issues puzzle », *Journal of Finance* 50, p. 23-51, 1995.
- Loughran, T., Ritter, J., « Uniformly least powerful tests of market efficiency », Unpublished manuscript, *University of Florida*, 1998.
- Loughran, T., Ritter, J., « Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs ? », *Review of Financial Studies*, à paraître, 2001.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K., « Initial public offerings: International insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, p. 165-199, 1994.
- Lowry, M., « Determinants of IPO volume », *Pen State University working paper*, 2000.
- Lowry, M., Schwert, G., « IPO market cycles: an explanatory investigation », *SSRN working paper*, 2000.
- Lowry, M., Schwert, G., « Biases in the IPO pricing process », *NBER working paper*, 2001.
- Lyon, J., Barber, B., Tsai, C., « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns », *Journal of Finance* 54, p. 165-201, 1999.
- MacIntosh, J., « Legal and institutional barriers to financing innovative enterprise in Canada», secteur public et compétitivité, École des études en politiques publiques, *Queen's University working paper*, 1994.
- MacIntosh, J., « Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis », *Industrie Canada working paper*, University of Calgary press, 1997.
- Maksimovic, V., Unal, H., « Issue size choice and underpricing in thrift mutual-to-stock conversions », *Journal of Finance* 48, p. 1659-1692, 1993.
- Mathias, P., « Police, regulators, losing the fight as stock fraud runs rampant », *The Financial Post*, p. 10-11, 1994.
- McGuinness, P., « An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong », *Journal of Business Finance and Accounting* 19, p. 165-186, 1992.
- Michaely, R., Shaw, W., « The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signalling theories », *The Review of Financial Studies* 7, p. 279-319, 1994.

- Mikkelson, W., Partch, M., Shah, K., « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics* 44, p. 281-307, 1997.
- Mok, H., Hui, Y., « Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China », *Pacific-Basin Finance Journal* 6, p. 453-474, 1998.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., « The stock as a source of capital : Some lessons from initial offerings in Italy », *European Economic Review* 40, p. 1057-1069, 1996.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., « Why do companies go public ? An empirical analysis », *Journal of Finance* 53-1, p. 27-64, 1998.
- Paudyal. K., Saadouni, B., Briston, R., « Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance», *Pacific-Basin Finance Journal* 6, p. 427-451, 1998.
- Rajan, R., Servaes, H., « Analyst following of initial public offerings », *Journal of Finance* 52, p. 507-529, 1997.
- Reese, W., « IPO underpricing, trading volume, and investor interest», *SSRN working paper*, août 1998.
- Ritter, J., « Initial public offerings», *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, p. 5-30, printemps 1998.
- Ritter, J., « The hot issue market of 1980 », *Journal of Business* 32, p. 215-240, 1984.
- Ritter, J., « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 46, p. 3-27, 1991.
- Ritter, J., « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 46, p. 3-27, 1991.
- Ritter, J., « The costs of going public », *Journal of Financial Economics* 19, p. 269-281, 1987.
- Ritter, J., « Investment Banking and Securities Issuance », chapitre 9 du *North-Holland Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris et René Stulz, (à paraître 2002), version 7 mars 2001.
- Robinson, M., « Mobiliser des capitaux d'investissement pour les petites et moyennes entreprises sur les marchés boursiers au Canada », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 659-709, 1997.
- Rock, K., « Why new issues are underpriced », *Journal of Financial Economics* 15, p. 187-212, 1986.

- Rydqvist, K., Häögholm, K., « Going public in the 1980s: evidence from Sweden », *European Financial Management* 1, p. 287-315, 1995.
- Sherman, A., « Global trends in IPO methods: Book-building vs. auctions », *Notre Dame University working paper*, 2001.
- Schultz, P., « Unit initial public offerings-A form of staged financing », *Journal of Financial Economics* 15, p. 187-212, 1993.
- Shiller, R., « Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividend? », *American Economics Review*, p. 421-436, juin 1981.
- Stoughton, N., Wong, K., Zechner, J., « IPO and product quality », *Journal of Business* 74, no 3, à paraître juillet 2001.
- Su, D., Fleisher, B., « An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs », *Pacific-Basin Finance Journal* 7, p. 173-202, 1999.
- Suret, J., Cormier, E., Lemay, B., « Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres », *Revue canadienne des sciences de l'administration* 7, No. 3, p. 47-56, 1990.
- Teoh, S., Welch, I., Wong, T., « Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings », *Journal of Financial Economics* 50, p. 63-99, 1998.
- Teoh, S., Welch, I., Wong, T., « Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 53, p. 1935-1974, 1998.
- Tinic, S., « Anatomy of initial public offering of common stock », *Journal of Finance* 43, p. 789-822, 1988.
- Titman, S., Trueman, B., « Information quality and the valuation of new issues », *Journal of Accounting and Economics* 8, p. 159-172, 1986.
- Welch, I., « Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings », *Journal of Finance* 44, p. 421-449, juillet 1989.
- Wen, K., « Residual risk, investor heterogeneity, and participation restriction: Explaining long-run underperformance of initial public offerings », *SSRN working paper*, 1999.
- White, H., « A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity », *Econometrica*, 48, p. 817-838, 1980.

Figure 2.1 : Distribution du degré de sous-évaluation initiale des émissions initiales d'actions ordinaires au Canada, pour la période de 1991 à 1998.

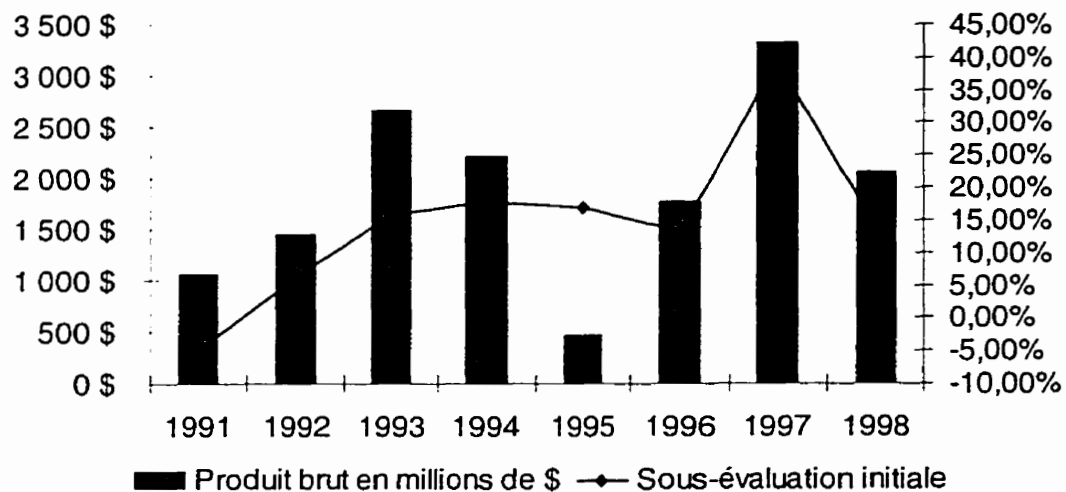


Tableau 2.1

Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale. Notre échantillon est composé de 758 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La sous-évaluation initiale est calculée comme suit : (Prix de fermeture du premier jour de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission.

Pays	Auteurs	Nombre d'émissions	Années d'émission	SÉI moyenne
Allemagne	Ljungqvist	170	1978-92	10,9%
Australie	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	11,9%
Autriche	Aussenegg	67	1964-96	6,5%
Brésil	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1980-90	78,5%
Canada	Jog	383	1971-94	8,43%
	Notre échantillon (actions ordinaires seulement)	445	1991-98	20,57%
Chili	Aggarwal, Leal & Hernandez	19	1982-90	16,3%
Chine	Su & Fleisher	308	1987-95	948,5%
États-Unis	Ritter	13.308	1960-96	15,8%
Finlande	Keloharju	85	1984-92	9,6%
France	Derrien & Womack	264	1992-98	13,2%
Hong Kong	McGuinness	334	1980-96	15,9%
Italie	Giudici & Paleari	135	1985-98	23,9%
Japon	Hebner & Hiraki	472	1970-91	32,5%
Malaisie	Paudyal, Saadouni & Briston	95	1984-95	61,8%
Mexique	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-90	33,0%
Nouvelle Zélande	Firth	149	1979-87	25,8%
Pays-Bas	Eijgenhuijsen & Buijs	72	1982-91	7,2%
Royaume-Uni	Levis	2,133	1959-90	12,0%
Singapour	Lee, Taylor & Walter	128	1973-92	31,4%
Suède	Rydqvist	251	1980-94	34,1%

Tableau 2.2

Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale selon la méthodologie utilisée. ÉI pour émissions initiales d'actions. La sous-évaluation initiale (SÉI) est calculée selon les quatre mesures suivantes : SÉI (1) : (Prix de fermeture du premier jour de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission ; SÉI (2) : [(Prix de fermeture du premier jour de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission] - [Indice du marché au premier jour de transaction - Indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé] ; SÉI (3) : $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$, où R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de contrôle au jour t et SÉI (4) : [(Moyenne des prix de fermeture des premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission] - (béta de la firme i)* _{i} [Moyenne de l'indice du marché aux premiers jours de transaction - Indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé].

Auteur	Pays	Mesure de la SÉI	Période	Nombre d'ÉI	Revue
Affleck-Graves, Hegde et Miller (1996)	États-Unis	SÉI(1) = 10,99% SÉI (2) = 10,91% SÉI (3) = 10,66%	1975-1985	1 183	Financial Management
Aggarwal et Rivoli (1990)	États-Unis	SÉI (2) = 10,67%	1977-1987	1 598	Financial Management
Clarkson et Merkley (1994)	Canada	SÉI (1) = 6,44%	1984-1987	180	Revue canadienne des sciences de l'administration
Derrien et Womack (2000)	France	SÉI (1) = 13,23%	1992- 1998	264	Document de travail
Dongwei et Fleisher (1999)	Chine	SÉI (1) = 948,5% (titres de type A)	1987-1995	308	Pacific_Basin Finance Journal
Mok et Hui (1998)	Chine	SÉI (1) = 362,3% (titres de type A) SÉI (2) = 289,2% (titres de type A)	1990-1993	101	Pacific_Basin Finance Journal
Firth (1997)	Nouvelle Zélande	SÉI (1) = 24,9% (titres de type B) SÉI (2) = 26% (titres de type B) SÉI (2) = 25,87%	1979-1987	143	Pacific-Basin Finance Journal
Guidici et Paleari (1999)	Italie	SÉI (1) = 23,87% SÉI (2) = 20,33%	1985-1987	135	Document de travail
Kim, Krinsky et Lee (1995)	Corée	SÉI (2) = 57,56%	1985-1989	169	Pacific-Basin Finance Journal
Lee, Taylor et Walter (1996)	Australie	SÉI (1) = 16,41% SÉI (2) = 11,86%	1976-1989	266	Journal of Banking & Finance
Levis (1993)	Royaume Uni	SÉI (2) = 14,30%	1980-1988	712	Financial Management
Ljungqvist (1997)	Allemagne	SÉI (2) = 10,57%	1987-1991	189	European Economic Review
Paudyal, Saadouni et Briston (1998)	Malaisie	SÉI (1) = 61,8% SÉI (2) = 62,1%	1995-1995	95	Pacific_Basin Finance Journal
Ritter (1991)	États-Unis	SÉI (3) = 14,06%	1975-1984	1 526	Journal of Finance
Suret, Cormier et Lemay (1990)	Canada	SÉI (4) = 12%	1979-1985	86	Revue canadienne des sciences de l'administration

Tableau 2.3

Répartition de l'échantillon des émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités : la période d'étude s'étend de janvier 1991 à décembre 1998. Pour constituer l'échantillon final nous nous sommes basés sur la base de données Datastream. Le choix de cette source est dicté par le fait que cette base de données est la seule à rapporter des rendements pour l'ensemble des titres inscrits en Bourse au Canada, alors que les bases concurrentes se limitent aux marchés de Toronto et Montréal. Leur emploi divisait donc l'échantillon par deux. Par contre, cette base ne suit pas les inscriptions à la CDN. Il est également important de préciser que Datastream propose une section permettant la recherche des « dead stocks », où elle maintient les titres qui ne sont plus échangés. L'utilisation de ces listes permet ainsi de réduire le biais de survie qui pourrait exister

*Le fait qu'une entreprise JCP ne soit plus inscrite à la Bourse de l'Alberta ne signifie pas forcément qu'elle a fait faillite. Certaines entreprises ont été absorbées par d'autres ou ont inscrit leurs actions à une bourse plus grande envergure, tandis que d'autres cessent de verser les honoraires d'inscription à la Bourse de l'Alberta et, essentiellement, deviennent des sociétés privées.

Émissions initiales	Échantillon initial	Échantillon final	Écart
Émissions Junior capital pool	717	433	284*
Émissions d'actions ordinaires	563	445	96 émissions inscrites au CDN et 22 émissions inscrites aux États-Unis
Émissions d'unités	219	93	126 émissions non suivies d'inscription
Total	1499	971	528

Tableau 2.4

Distribution des émissions initiales par année. L'échantillon est composé de 971 émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *ÉI : émissions initiales.

Année	Nombre d'ÉI d'actions ordinaires	Valeur brute (millions de \$)	Nombre d'ÉI d'unités	Valeur brute (millions de \$)	Nombre d'ÉI* Total	Valeur brute (millions de \$)
1991	13	1 045\$	6	100,5\$	19	1 145,5\$
1992	33	1 439,4\$	5	43,2\$	38	1 482,7\$
1993	133	2 657,94\$	14	149,2\$	147	2 807,1\$
1994	125	2 220,6\$	16	40\$	141	2 260,7\$
1995	93	456\$	8	25,3\$	101	481,3\$
1996	153	1 774,6\$	9	72,8\$	162	1 847,4\$
1997	184	3 322,4\$	25	1 087,9\$	205	3 328,5\$
1998	144	2 050,4\$	10	218,1\$	154	2 268,5\$
Total	878	14 966,75\$	93	1 737,1\$	971	16 703,9\$

Tableau 2.5

Distribution des émissions initiales par province. L'échantillon est composé de 971 émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *ÉI : émissions initiales. **Autres présentent les provinces suivantes: Manitoba, Saskatchewan, Île du Prince Édouard, Terre-Neuve et Yukon.

Province	Nombre émissions d'actions	Valeur brute (millions de \$)	Nombre émissions d'unités	Valeur brute (millions de \$)	Nombre Total	Valeur brute (millions de \$)
Alberta	509	1 390,14\$	38	638,46\$	547	2 028,61\$
Ontario	170	8 148,26\$	20	715,92\$	190	8 864,18\$
Colombie Britannique	127	1 160,30\$	17	57,94\$	144	1 218,24\$
Québec	48	2 196,3\$	4	85,2\$	52	2 281,5\$
Autres**	24	2 071,73\$	14	239,64\$	38	2 311,37\$
Total	878	14 966,75\$	93	1 737,17\$	971	16 703,9\$

Tableau 2.6

Distribution des émissions initiales par industrie. L'échantillon est composé de 971 émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *ÉI : émissions initiales. **Autres présentent les JCP et les industries ou secteurs suivants: services publics, transport, agriculture, divers, conglomérats et autres. Une entreprise JCP n'a pas généralement une idée précise de la façon dont elle investirait le produit de l'émission initiale.

Industrie ou secteur	Nombre d'émissions d'actions	Valeur brute (millions de \$)	Nombre d'émissions d'unités	Valeur brute (millions de \$)	Nombre total	Valeur brute (millions de \$)
Mines	102	1 644,1\$	23	67,8\$	125	1 711,9\$
Pétrole et gaz	54	1 604,55\$	23	90,44\$	77	1 695\$
Produits	84	3 927,98\$			84	3 927,9\$
Technologie	86	2 838,06\$	12	28,39\$	98	2 866,45\$
Services financiers	18	590,12\$	6	682,17\$	24	1 272,3\$
Immobilier	11	537,38\$	4	398,23\$	15	935,6\$
Biotech/Produits pharmaceutiques	22	4 23,1\$	2	50\$	24	473,1\$
Communications et média	17	1 254,38\$	3	67,93\$	20	1 322,3\$
Magasins spécialisés	14	445,06\$	13	333,03\$	27	778,1\$
Production de films	6	134,92\$	2	3,61\$	8	138,5\$
Autres** (incluant JCP)	31+ 433	1258,08\$+308,8\$	5	15,55\$	469	1 582,4\$
Total	878	14 966,75\$	93	1 737,17\$	971	16 703,9\$

Tableau 2.7

Sous-évaluation initiale des émissions canadiennes. L'échantillon total est composé de 971 émissions initiales (EI) inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La sous-évaluation initiale (SÉI) est calculée selon les 2 mesures suivantes : SÉI (1) : (Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission, SÉI (2) : [(Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission] - [Moyenne de l'Indice TSE 300 des cinq premiers jours de transaction - Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé].^P test-t de différence de moyennes des sous-échantillons suivants ((EI d'actions ordinaires sans JCP versus EI JCP) et (EI d'actions ordinaires sans JCP versus EI d'unités)) significatif à 1%.^(N) tests de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney de différence de moyennes des deux groupes considérés significatifs à 1%.

- SÉI (1) -

	Émissions d'actions ordinaires (sans JCP)	Émissions JCP	Émissions d'actions ordinaires (avec JCP)	Émissions d'unités	Total des émissions initiales
Nombre	445	433	878	93	971
Moyenne	20,57%	135,41% ^{P(N)}	77,20%	40,06% ^{P(N)}	73,65%
Écart-type	0,56	1,73	1,40	1,46	1,41
Coefficient d'asymétrie	2,15	3,66	4,29	3,66	4,17
Coefficient d'aplatissement	7,82	19,55	29,20	15,52	27,32
t-statistique	7,65	16,21	16,25	2,63	16,2
Médiane	5%	100%	30%	1%	30%

- SÉI(2) -

	Émissions d'actions ordinaires (sans JCP)	Émissions JCP	Émissions d'actions ordinaires (avec JCP)	Émissions d'unités	Total des émissions initiales
Nombre	445	433	878	93	971
Moyenne	22,11%	140,88% ^{P(N)}	80,68%	41,5% ^{P(N)}	76,93%
Écart-type	0,59	1,91	1,52	1,51	1,53
Coefficient d'asymétrie	2,39	4,78	4,29	3,72	5,29
Coefficient d'aplatissement	8,76	37,43	53,73	16,47	49,83
t-statistique	7,84	15,33	15,65	2,64	15,67
Médiane	6,02%	94,39%	34,36%	3,93%	31,13%

Tableau 2.8

Distribution des émissions initiales par année. L'échantillon total est composé de 971 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La sous-évaluation initiale (SÉI) est calculée selon les 2 mesures suivantes : SÉI (1) : (Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission, SÉI (2) : ((Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission) - [Moyenne de l'Indice TSE 300 des cinq premiers jours de transaction - Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé.

* significatif à un seuil de 1%; ** significatif à un seuil de 5% et *** significatif à un seuil de 10%.

Année	Actions ordinaires sans JCP			Émissions JCP			Actions ordinaires avec JCP			Émissions d'unités			Total		
	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)
1991	11	-4,85%	-5,26%	2	0,55%	2,24%	13	-4,01%	-4,11%	6	34,29%	41,19%	19	8,07%	10,19%
1992	25	31,72%***	36,24%***	8	85,42%**	86,98%**	33	44,74%*	48,54%*	5	-29,87%	-29,93%	38	34,92%**	38,21%**
1993	78	15,87%**	16,52%*	55	159,54%*	178,17%*	133	75,29%*	83,37%*	14	118,46%	126,49%	147	79,40%*	87,48%*
1994	70	17,85%*	17,19%*	55	127,79%*	139,65%*	125	66,22%*	71,07%*	16	54,34%	57,26%	141	64,88%*	69,50%*
1995	41	16,87%**	18,27%**	52	53,73%*	58,63%*	93	37,48%*	40,83%*	8	10,43%	8,19%	101	35,34%*	38,25%*
1996	85	13,25%*	14,33%*	68	68,41%*	76,02%*	153	37,76%*	41,75%*	9	10,27%	12,93%	162	36,24%*	40,15%*
1997	88	39,30%*	45,13%*	96	194,23%*	194,98%*	184	120,13%*	123,31%*	25	18,10%	14,51%	209	107,93%*	110,30%*
1998	47	13,79%*	11,94%*	97	165,49%*	163,73%*	144	115,98%*	114,19%*	10	51,23%	53,02%	154	111,78%*	110,22%*
1991- 1998	445	20,57%*	22,11%*	433	135,41%*	140,88%*	878	77,20%*	80,68%*	93	40,59%*	41,50%*	971	73,64%*	76,96%*

Tableau 2.9 (suite)

Distribution des émissions initiales par secteur. L'échantillon total est composé de 971 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La sous-évaluation initiale (SÉI) est calculée selon les 2 mesures suivantes : SÉI (1) : (Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission, SÉI (2) : {(Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission} - [Moyenne de l'Indice TSE 300 des cinq premiers jours de transaction - Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]. * significatif à un seuil de 1%; ** significatif à un seuil de 5% et *** significatif à un seuil de 10%.

Secteur	Émissions d'actions ordinaires			Émissions d'unités			Total		
	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)
Biotechnologie/ produits pharmaceutiques	22	17,03%	20,71%	2	-18%	-19%	24	14,11%	17,40%
Communications et médias	17	-4,66%	-5,28%	3	-49,7%**	-38,52%	20	-11,42%	-10,27%
Services financiers	18	1,31%	1,98%	6	-22,33%*	-24,74%*	24	-4,59%	-4,69%
Production de films	6	4,05%	-1,08%	2	-8,33%	-3,17%	8	0,9%*	-1,60%
Magasins spécialisés	14	-1,9%	-1,2%	13	41,10%	38,38%	27	18,80%	17,82%
Mines	102	35,71%*	38,75%*	23	108,7%*	113,5%*	125	49,14%*	52,50%*
Pétrole et gaz	54	29,04%*	34,20%*	23	12,23%	15,09%	77	24,02%*	28,49%*
Produits	84	11,11%**	10,80%**				84	11,11%**	10,80%**
Technologie	86	19,77%*	21,08%*	12	58,03%	52,33%	98	24,46%*	24,91%*
JCP	433	135,41%*	140,88%*				433	135,41%*	140,88%*
Immobilier	11	16,9%	17,37%	4	6,13%	2,95%	15	14,07%	13,52%
Autres	31	25,92%*	34,20%*	5	4,88%	14,41%	101	35,34%*	38,25%*
Total	878	77,20%*	80,68%*	93	40,59%*	41,50%*	971	73,64%*	76,96%*

Tableau 2.9 (suite)

Distribution des émissions initiales par province, prestige du courtier et état du marché. L'échantillon total est composé de 971 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée selon les 2 mesures suivantes : SEI (1) : (Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission, SEI (2) : [(Moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - Prix d'émission)/ prix d'émission] - [Moyenne de l'Indice TSE 300 des cinq premiers jours de transaction - Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]/ Indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé.

Province	Actions ordinaires sans JCP		Émissions JCP		Actions ordinaires avec JCP		Émissions d'unités		Total			
	Nombre	SEI (1)	SEI (2)	Nombre	SEI (1)	SEI (2)	Nombre	SEI (1)	SEI (2)	Nombre	SEI (1)	SEI (2)
Alberta	76	26,41%* ^{P(N)}	27,94%* ^{P(N)}	433	140,1%*	145,1%*	509	119,13%*	124,01%*	38	12,54%	12,52%
C-B	127	35,95%* ^{P(N)}	39,88%* ^{P(N)}				127	35,95%*	39,88%*	17	106,83%***	110,92%***
Ontario	170	11,20%*	10,95%*				170	11,20%*	10,95%*	20	44,88%	45,08%
Québec	48	3,35% ^{P(10*)}	5,37%				48	3,35%	5,37%	4	-9,33%	-7,8%
Autres	24	21,4%***	22,14%***				24	21,40%***	22,14%***	14	40,88%**	44,83%***
Souscripteurs prestigieux	216	9,37%* ^{P(N)}	10,39%* ^{P(N)}	126	127,81%* ^{P(N)}	128,53%* ^{P(N)}	342	53,01%* ^{P(N)}	20,02%* ^{P(N)}	36	19,27%* ^{P(N)}	20,02%* ^{P(N)}
Souscripteurs non prestigieux	229	31,13%*	33,16%*	307	138,53%*	145,94%*	536	92,64%*	97,76%*	57	53,18%*	55,07%*
Marché hautement réceptif	321	22,03%*	23,93%*	274	142,70%*	150,98%*	595	77,60%*	82,43%*	64	48,02%*	49,47%*
Marché faiblement réceptif	124	16,77%*	17,41%*	159	122,84%*	123,46%*	283	76,36%**	76,99%**	29	22,49%	23,90%
Total	445	20,57%*	22,11%*	433	135,41%*	140,88%*	878	77,20%*	80,68%*	93	40,59%*	41,50%*

* significatif à un seuil de 1%; ** significatif à un seuil de 5% et *** significatif à un seuil de 10%. ^P test-t de différence de moyennes des deux sous-échantillons significatif à 1%. ^(N) tests de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney de différence de moyennes des deux groupes significatifs à 1%. Les groupes suivants sont considérés dans les tests : (Ontario versus Alberta), (Ontario versus C-B), (Ontario versus Québec), (souscripteurs prestigieux versus non prestigieux) et (marché chaud versus marché froid).

Tableau 2.10

Classement des souscripteurs en terme du nombre et du produit brut d'émissions initiales canadiennes (excluant les JCP) auxquelles ils ont participé en tant chef de fil ou membre du syndicat.

Souscripteurs	Nombre d'ÉI	Valeur en M\$	Nombre d'ÉI en tant que chef de fil	Valeur en M\$	Nombre d'ÉI en tant que membre du syndicat	Valeur en M\$
RBC Dominion Securities	62	1660	18	858	44	801
CIBC Wood Gundy Securities	64	1564	12	587	52	977
Midland Walwyn Capital	66	1433	17	334	49	1098
ScotiaMcLeod	53	1339	12	447	41	892
Nesbitt Burns	55	1322	7	325	48	998
TD Securities	46	1118	1	63	45	1054
Lévesque Beaubien Geoffrion	40	988	5	92	35	896
First Marathon Securities Limited	29	505	4	69	25	436
Gordon Capital Corporation	23	485	6	62	17	423
Goldman, Sachs & Co	6	361	1	218	5	143
HSBC James Capel Canada	13	320	0	0	13	320
Goopel, Shiels & Partners	5	288	2	245	3	43
Trilon Securities Corporation	14	261	0	0	14	261
Research Capital Corporation	17	240	6	82	11	158
Newcree Capital	13	206	1	3	12	202
Bunting Warburg/ SBC Warburg, Dilion Road	5	172	0	0	5	172
Morgan Stanley, Dean Witter, Discover	3	169	0	0	3	169
Salomon Smith Barney	3	163	1	29	2	134
Credit Suisse First Boston Corporation	2	160	1	132	1	27
Yorkton Securities	27	121	19	31	8	90
Jardine Fleming	1	109	0	0	1	109
ING Barings	1	109	0	0	1	109
Deancon Capital Corporation	4	103	2	91	2	12
Griffiths McBurney & Partners	13	97	2	22	11	75
Deutsche Morgan Grenfell	3	87	0	0	3	87

Source : Financial Post (1998).

Tableau 2.11

Matrice de corrélations des différentes variables. L'échantillon est composé de 971 émissions initiales d'actions ordinaires et d'unités au Canada pour la période 1991-1998 (incluant les JCP). *i* désigne la firme émettrice, P&G prend la valeur 1 pour les émissions du secteur pétrolier et gazier et zéro autrement, MINES prend la valeur 1 pour les émissions du secteur minier et zéro autrement, T prend la valeur 1 pour les émissions du secteur technologique et zéro autrement, JCP prend la valeur 1 pour les émissions initiales JCP et zéro autrement, Log (taille)_{*i*} représente le logarithme du produit brut de l'émission, qui est considéré comme un indicateur de l'incertitude ex ante associée à l'émission, PC prend la valeur 1 pour les émissions initiales dirigées par un courtier prestigieux et zéro autrement, Marché prend la valeur 1 pour les émissions initiales chaudes et zéro pour les EI froides et Unité prend la valeur 1 pour les émissions initiales d'unités et zéro pour les EI d'actions ordinaires

	P&G	T	Mines	JCP	Log (taille)	Marché	PC	Unité
P&G	1,000							
T	-0,098	1,000						
Mines	-0,112	-0,128	1,000					
JCP	-0,263	-0,300	-0,344	1,000				
Log (taille)	0,117	0,273	-0,056	-0,675	1,000			
Marché	0,027	0,040	-0,018	-0,088	0,097	1,000		
PC	0,070	0,079	-0,079	-0,180	0,358	0,060	1,000	
Unité	0,202	0,030	0,11	-0,291	0,113	0,006	-0,001	1,000

Tableau 2.12

Résultats de l'analyse multivariée. Le modèle de régression a la forme suivante : $SÉI^i = \alpha_0 + \alpha_1 P\&G_i + \alpha_2 MINES_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 JCP_i + \alpha_5 \text{Log}(taille)_i + \alpha_6 \text{Marché}_i + \alpha_7 PC_i + \alpha_8 \text{Unité}_i + \varepsilon_i$; où i désigne la firme émettrice. P&G prend la valeur 1 pour les émissions du secteur pétrolier et gazier et zéro autrement, MINES prend la valeur 1 pour les émissions du secteur minier et zéro autrement. T prend la valeur 1 pour les émissions du secteur technologique et zéro autrement, JCP prend la valeur 1 pour les émissions initiales JCP et zéro autrement, Log (taille)_i représente le logarithme du produit brut de l'émission, qui est considéré comme un indicateur de l'incertitude ex ante associée à l'émission, PC prend la valeur 1 pour les émissions initiales dirigées par un courtier prestigieux et zéro autrement, Marché prend la valeur 1 pour les émissions initiales chaudes et zéro pour les EI froides et Unité prend la valeur 1 pour les émissions initiales d'unités et zéro pour les EI d'actions ordinaires. Échantillon total composé de 971 émissions initiales (EI) d'actions ordinaires (433 émissions) et d'unités, y compris les émissions JCP, qui ont eu lieu au cours de la période de janvier 1991 à décembre 1998. Les statistiques t sont entre parenthèses et sont ajustées selon la procédure de White (1980). *significatif au seuil de 1%. **significatif au seuil de 5% et ***significatif au seuil de 10%.

	Constante	P&G	T	MINES	JCP	Marché	PC	Unité	Nombre EI	R ² ajusté R ²	F
SÉI (1)	0,054 (0,46)	0,08 (0,50)	0,13 (0,86)	0,34** (2,4)	1,24* (11,38)	0,15*** (1,75)	-0,16*** (-1,82)	0,17 (1,17)	971	0,1601 0,1661	27,41
SÉI (2)	0,043 (0,34)	0,12 (0,67)	0,13 (0,80)	0,37** (2,48)	1,29* (10,87)	0,20** (2,05)	-0,19** (-2,01)	0,16 (1,03)	971	0,1491 0,1552	25,28

CHAPITRE 3

LA PERFORMANCE À LONG TERME DES ÉMISSIONS INITIALES D' ACTIONS : LE CAS DU CANADA

INTRODUCTION

Les émissions initiales d'actions ont fait l'objet de très nombreuses études qui ont généralement démontré que les rendements de ces émissions initiales (EI) étaient anormalement élevés à très court terme et anormalement faibles à long terme. Ce dernier résultat, qui a été observé aux États-Unis par plusieurs chercheurs (Aggarwal et Rivoli, 1990; Ritter, 1991 et Loughran et Ritter, 1995), a été également confirmé dans plusieurs autres pays : au Royaume-Uni par Levis (1993), en Amérique Latine par Aggarwal, Leal et Hernandez (1993), au Japon par Cai et Wei (1997), en Finlande par Keloharju (1993) et au Canada par Jog (1997). Loughran et coll. (1994) présentent une récapitulation des divers travaux menés dans 15 pays incluant l'Allemagne, l'Australie, le Brésil, la Finlande, le Japon, la Corée, Singapour, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis. Ils ont constaté qu'entre 1968 et 1987, l'acquisition d'émissions initiales d'actions n'a permis aux investisseurs qu'un rendement annuel moyen de 2% au cours des 5 années qui suivent l'émission. Toutefois, les auteurs précisent que, sauf pour les études portant sur les États-Unis et le Royaume-Uni, la taille des échantillons ayant servi à ces études est généralement restreinte. Le rendement anormalement élevé observé dans les jours qui suivent l'émission, que l'on associe à la sous-évaluation initiale des prix, semble également être un phénomène largement répandu, qui ne serait d'ailleurs pas indépendant de la sous-performance postérieure à l'émission.

Cette contre-performance des émissions initiales a des implications pratiques et théoriques importantes. En pratique, il faut tenter de comprendre comment les intervenants du marché, qu'il s'agisse des courtiers pour le prix d'émission ou des investisseurs en ce qui concerne les prix des premiers jours de transaction peuvent commettre des erreurs d'évaluation systématiques et récurrentes lorsqu'ils évaluent les titres. Il faut également se demander pourquoi les émissions initiales continuent de susciter un tel engouement de la part des investisseurs qui devraient savoir qu'ils réalisent un placement douteux en achetant ces actions. Sur le plan conceptuel, ce phénomène représente une preuve qui paraît flagrante de l'inefficience des marchés, qui serait commune à l'ensemble des pays et persisterait depuis des années. Ainsi, comme le signale Ritter (1998), si la question de la sous-évaluation initiale des émissions demeure une énigme, alors la faible performance de ces émissions initiales sur le marché boursier représente une énigme encore plus importante. Cette situation justifie des travaux complémentaires, d'autant que les travaux récents de Brav, Geczy et Gompers (2000), Brav et Gompers (1997), et Barber et Lyon (1997) remettent vigoureusement en cause les résultats et les conclusions des études antérieures en raison du manque de puissance des tests employés et de la sensibilité des résultats au choix des outils méthodologiques. Par ailleurs, un autre courant de littérature ouvre la porte à une explication nouvelle à la contre-performance des émissions initiales : celle-ci serait étroitement liée aux techniques comptables plus ou moins agressives des entreprises qui émettent des actions pour la première fois (Teoh, Welch et Wong, 1998). Enfin, l'introduction récente en bourse de nombreuses entreprises à très forte croissance issues des secteurs technologiques et le développement de nouvelles méthodes d'émissions utilisant les enchères et le commerce virtuel a modifié le paysage des émissions initiales et pose avec plus d'acuité encore le problème de l'évaluation. Si des difficultés d'évaluation expliquent en partie l'anomalie des performances sur le marché secondaire, ces anomalies devraient être plus marquées pour les titres technologiques dont l'évaluation est difficile.

Ces divers éléments justifient la présente étude, qui s'impose également en raison de la rareté des travaux canadiens sur ce sujet. D'ailleurs, comme le soulignent Loughran et coll. (1994, p. 191) « *Much has been learned about the market for IPOs in many*

countries, but there still many unanswered questions ». L'objectif principal de l'étude est de mesurer la performance à moyen et long terme des émissions canadiennes, en tenant compte des développements récents des méthodes empiriques et des observations des chercheurs quant à la puissance des tests statistiques. Le marché des émissions initiales canadien diffère des autres marchés, en termes institutionnels, de mécanismes contractuels et des caractéristiques des firmes émettrices. En particulier, plusieurs provinces interviennent d'une façon ou d'une autre dans le processus de financement des entreprises en croissance, soit au moyen d'apports directs à l'industrie du capital de risque, soit au moyen de programmes de dépenses fiscales liées à l'achat des émissions (Régime d'épargne actions). D'autres provinces ont mis en place des fonds de capital qui permettent des financements regroupés (*Junior capital pools*). L'analyse de l'effet de ces interventions est importante. En second lieu, les émissions canadiennes se répartissent en trois sous-ensembles fort distincts, dont il faut analyser les caractéristiques séparément : les entreprises minières ont peu en commun avec celles des nouvelles technologies, qui elles-mêmes se distinguent des entreprises conventionnelles. Finalement, en raison de juridictions distinctes de provinces en matière de valeurs mobilières, le Canada est l'un des rares pays à permettre l'étude, sur un même marché, d'émissions soumises à des règles différentes : par exemple, les entreprises ontariennes peuvent présenter des prévisions dans les prospectus, ce qui peut constituer à la fois une importante source d'information pour les émissions et un signal pour les investisseurs (Jog et McConomy, 1999). Après avoir calculé la performance post-émission ajustée, nous proposons donc une étude économétrique des facteurs qui peuvent expliquer cette performance, incluant les secteurs d'activité, la sous-évaluation initiale et la taille de l'émission.

La suite du travail est structurée de la façon suivante. La première partie est consacrée à une revue des principaux travaux sur la performance à long terme des émissions initiales, suivie d'une étude des remises en cause de ces résultats. Nous y évoquons également les explications possibles du phénomène afin de préciser les hypothèses et les modèles d'explication de la sous-performance. La deuxième partie présente les données et les méthodologies. La troisième section présente et analyse la performance à long terme des émissions initiales canadiennes.

3.1. LA PERFORMANCE À MOYEN ET LONG TERME DES ÉMISSIONS INITIALES

3.1.1 Les preuves de la sous-performance des émissions initiales

Jusqu'à tout récemment, la sous-performance des émissions initiales au cours des 3 à 5 années suivant l'émission était considérée comme un fait acquis¹, quoique difficile à expliquer. Cette situation découlait des résultats convergents de nombreux travaux, menés dans différents pays, à l'aide de méthodes relativement semblables. La plupart des études utilisaient la notion de rendement anormal ajusté pour l'indice de marché ou encore des portefeuilles de comparaison. Les études qui ont observé une performance négative des émissions initiales sont celles de Ritter (1991), Aggarwal et Rivoli (1990), Loughran et Ritter (1995), Levis (1993), Aggarwal, Leal et Hernandez (1993), Cai et Wei (1997), Jog (1997) et Firth (1997). Ritter (1991) utilise un échantillon composé de 1426 émissions initiales aux États-Unis durant la période 1975-1984 ; au cours des trois années qui suivent l'émission, le rendement moyen des émissions est largement inférieur à celui d'un échantillon de référence composé d'entreprises publiques de même taille, choisies dans le même secteur industriel. Les rendements moyens ajustés pour le marché sont de - 29,13 % pour la période de 36 mois suivant l'émission. Enfin, Ritter soulève trois questions : 1) La sous-performance des firmes émettrices observée aux États-Unis est-elle un phénomène spécifique à l'échantillon et à une période bien particulière ? 2) La sous-performance des firmes continue-t-elle après la période de trois années après l'émission ? 3) Existe-t-il une relation systématique entre la performance à long terme des émissions initiales d'actions et les rendements du premier jour d'entrée en bourse ? Nous proposons dans la suite de ce travail les réponses à ces questions.

Aggarwal et Rivoli (1990) confirment les résultats de Ritter (1991) à l'aide d'un échantillon composé de 1 435 émissions initiales américaines, au cours de la période 1977-87 et rapportent un rendement anormal moyen de -13,73% un an après l'émission.

¹ Il semble également exister une relative unanimité en ce qui concerne la sous-évaluation initiale des prix des nouvelles émissions, qui se traduit par un rendement anormalement élevé lorsque le titre est acheté au prix d'émission et revendu quelques jours plus tard sur le marché secondaire. Les deux phénomènes ne sont pas indépendants, au moins empiriquement. La sous-performance à long terme est généralement mesurée à partir du prix établi sur le marché, quelques jours après l'émission. Ce prix est en moyenne supérieur à celui de l'émission.

De la même façon, Loughran et Ritter (1995) démontrent qu'entre 1970 et 1990, les entreprises américaines qui procèdent à des émissions initiales ou à des émissions subséquentes affichent une performance inférieure à celle des firmes non émettrices et ce, pour les trois et cinq années suivant l'émission. Levis (1993) emploie un échantillon composé de 712 émissions initiales au Royaume-Uni, et constate que, pour la période 1980-1988, les firmes qui affichent les plus mauvaises performances au cours des trois années suivant leur inscription en bourse sont celles pour lesquelles on a observé la plus grande sous-évaluation initiale. Il note aussi que la sous-performance des firmes émettrices se poursuit après trois ans. Aggarwal, Leal et Hernandez (1993) observent un rendement anormalement faible des émissions initiales d'actions, entre 1980 et 1990, au cours des trois années suivant l'émission. Ils rapportent des rendements ajustés pour le marché de -47% pour le Brésil, de $-19,6\%$ pour le Mexique et de $-23,7\%$ pour le Chili. Cependant, les auteurs précisent que ces résultats doivent être interprétés avec prudence étant donnée la petite taille de l'échantillon et la concentration des émissions initiales durant quelques années seulement.

Cai et Wei (1997) étudient un échantillon de 180 émissions initiales au Japon durant la période 1971-1982 ; les émissions initiales japonaises sous-performent autant que celles des firmes américaines au cours des trois années suivant l'émission. Jog (1997), à l'aide d'un échantillon composé de 254 émissions initiales canadiennes inscrites à la Bourse de Toronto entre 1971-1992, observe également une performance anormalement faible. Il note aussi une association positive entre la sous-évaluation initiale et les rendements postérieurs, qui contredit les résultats américains. En fait, les émissions initiales surévaluées, dont les prix des premières transactions sont moins élevés que les prix d'émission, ont une performance ultérieure considérablement inférieure à celles dont les prix sont sous-évalués, pendant les quatre premières années. Ce résultat appuie l'hypothèse d'Allen et Faulhaber (1989) et Welch (1989), qui ont fait valoir que les firmes émettrices utilisent la sous-évaluation initiale pour signaler la qualité d'une émission. Ainsi, les émetteurs de plus haute qualité peuvent se permettre d'offrir un escompte plus important sur le prix que les émetteurs de moins bonne qualité. Cette hypothèse prédit un meilleur rendement sur le marché secondaire pour les émissions

offrant un escompte plus important sur le prix. Firth (1997) rapporte qu'en Nouvelle Zélande et pour la période 1979-1987, les émissions initiales sous-performent au cours des trois et cinq années après l'émission comparativement à plusieurs portefeuilles de référence. Il rapporte des rendements anormaux ajustés au marché de -14% et de -17,91% pour les trois et cinq années suivant l'émission. Il souligne également que le niveau de la performance à long terme est relié positivement aux bénéfices, aux cash-flows, au taux de croissance et à l'exactitude des prévisions de profits de la firme émettrice. Les principales caractéristiques de ces diverses études, ainsi que leurs conclusions, sont récapitulées au tableau 3.1. Il est important de noter que la performance à long terme relevée par ces études est toujours mesurée à partir du prix au marché et non à partir du prix d'émission.

*** Tableau 3.1 ***

Les travaux récents ont cependant remis en cause l'opinion généralement acquise de la sous-performance à moyen et long terme des émissions initiales d'actions et ont critiqué les méthodes employées jusqu'à maintenant pour analyser ce phénomène².

3.1.2 La remise en cause

Dès les années 1970, l'unanimité n'était cependant pas totale. Par exemple, Ibbotson (1975) ne rejette pas l'hypothèse que les rendements anormaux à long terme des émissions initiales sont nuls. Toutefois, ce sont les études les plus récentes qui apportent une remise en cause importante des résultats antérieurs. Paudyal et coll. (1998), en se servant d'un échantillon de 77 émissions initiales en Malaisie, pour la période 1984-1995, trouvent que les rendements anormaux ajustés pour le marché des trois années suivant l'émission sont positifs et non significatifs (12,85%)³. Ils rapportent également que les émissions initiales dont la sous-évaluation initiale est élevée ont un rendement inférieur à

² D'ailleurs, dans le domaine des anomalies de marché, les méthodes de plus en plus raffinées sont systématiquement critiquées. Fama (1998) montre la fragilité des études qui mettent en cause l'hypothèse d'efficacité de marché et affirme que les anomalies relevées, récemment, par la littérature sont des illusions provenant du choix de la méthode. Toutefois, Loughran et Ritter (1999) affirment que « *Defenders of market efficiency argue that anomalies involving long-term abnormal returns are no robust to alternative. We argue that because various methodologies use different weighting schemes, the magnitude of abnormal returns should differ, and in a predictable manner* ».

³ Le rendement anormal moyen calculé exclut les rendements initiaux du premier jour de transaction.

celui de l'indice du marché en Malaisie alors que celles dont la sous-évaluation initiale est faible ont un rendement supérieur à celui de cet indice. De plus, la performance à long terme des émissions initiales est positivement reliée à la réputation des souscripteurs. Si ces résultats sont confirmés, ils pourraient remettre en cause l'idée voulant que les émissions initiales soient systématiquement de mauvais placements : la rentabilité serait une fonction de la sous-évaluation initiale⁴. Buser et Chan (1987) rapportent des rendements positifs ajustés pour le marché de 11,2% au cours des deux années suivant l'émission pour un échantillon d'émissions initiales sur le NASDAQ, durant la période 1981-1985. Jacquillat et coll. (1978) concluent également que les émissions initiales en France ont des rendements à long terme positifs et significatifs durant la période 1966-1974. Kim et coll. (1995), en se servant d'un échantillon de 169 émissions initiales en Corée, au cours de la période 1981-1985, rapportent que ces émissions permettent un rendement anormalement élevé au cours des trois années suivant l'émission, par rapport à trois portefeuilles de référence. Ils présentent deux explications possibles à cette performance peu cohérente avec celle observée dans les études antérieures. Ces explications sont importantes. Elles rejoignent celles des auteurs qui se sont penchés récemment sur les dimensions méthodologiques de ces études. La première raison est liée à un biais de survie élevé dans les émissions initiales des études antérieures. En effet, toutes ces études se caractérisent par un nombre élevé d'émissions initiales qui ne survivent pas après leur troisième année. Par exemple, dans l'étude de Levis (1993), 30% des firmes émettrices de l'échantillon ne sont plus inscrites en bourse après la troisième année. Un phénomène similaire a été observé dans les études de Ritter (1991) et Aggarwal et coll. (1993). Kim et coll. (1995) précisent que les firmes émettrices coréennes ont un historique d'opération plus long que, par exemple, les firmes émettrices américaines. En effet, l'âge moyen à l'émission est de 19,63 années pour l'échantillon de Kim et coll. (1995) alors qu'il est de seulement 6,46 années pour les 1526 firmes de l'échantillon de Ritter (1991). En accédant plus tardivement au marché boursier, les entreprises coréennes auraient donc des chances de survie plus importantes. La deuxième raison est liée au degré de sous-évaluation initiale élevé en Corée et à l'appréciation

⁴ Pour démêler les deux effets à court et à long terme, il serait important de mesurer la performance à long terme à partir du prix d'émission et à partir du prix au marché. C'est ce que nous ferons dans ce chapitre.

importante des prix durant le premier mois suivant l'émission. En excluant le premier mois de l'émission du calcul des rendements ajustés, les auteurs constatent que le rendement des émissions initiales en Corée ne diffère pas statistiquement de celui de l'échantillon de référence.

D'autres études, en Australie (Finn et Higman, 1988), en Allemagne (Uhler, 1989), en Chine (McGuinness, 1993) et en Suisse (Kunz et Aggarwal, 1994) rapportent des rendements à long terme négatifs mais statistiquement non significatifs : la contre-performance des émissions initiales n'est donc plus un phénomène généralisé et la divergence des résultats mérite des tentatives d'explications. Ces divergences semblent imputables aux différences entre les caractéristiques des émissions, ce qui renvoie aux causes de ce phénomène. Elles sont également liées aux aspects méthodologiques, ce qui renvoie à la nature et à la puissance des tests employés. Ces dimensions méthodologiques sont discutées à la suite de l'étude des causes de la sous-performance à moyen terme.

3.1.3 Les causes de la sous-performance

Plusieurs théories ont été proposées pour expliquer le phénomène de la sous-performance à long terme des émissions initiales. Miller (1977, 2000) précise que les acheteurs des émissions initiales sont les investisseurs les plus optimistes quant aux perspectives des firmes émettrices. Si l'incertitude concernant la valeur d'une émission initiale est élevée, l'évaluation des investisseurs optimistes sera plus élevée que celle des investisseurs pessimistes, parce que ces derniers peuvent difficilement exprimer leurs anticipations, en absence de marché d'options et de ventes à découvert. Mais, à mesure que l'information sur la firme émettrice devient disponible, la divergence des opinions entre les investisseurs pessimistes et optimistes se réduit, et par conséquent, le prix du marché baisse⁵. Miller prédit alors que les émissions initiales sous-performent à long terme et que cette sous-performance est reliée à l'incertitude ex-ante de l'émission⁶.

⁵ Cet argument se base sur le fait que les investisseurs ont des anticipations homogènes en ce qui concerne le risque. Dans le cas contraire, le résultat ne serait pas évident.

⁶ Eckbo et Norli (2000) affirment que les titres de firmes émettrices sont moins risqués, en termes de facteurs reliés à la liquidité et à l'endettement, que ceux des firmes non-émettrices de même capitalisation boursière, et que ceci explique, par conséquent, la sous-performance à long terme des émissions initiales.

Shiller (1990) propose l'hypothèse de « l'impresario » ou de la sur-réaction des investisseurs pour expliquer la sous-performance des émissions initiales. Il précise que le marché des émissions initiales est sujet à des surévaluations temporaires, appelées des « fads », dues à un sur-optimisme de la part des investisseurs, et que les émissions initiales d'actions sont sous-évaluées par les souscripteurs (les impresarios) pour créer une apparence d'excès de demande. Cette hypothèse prédit que les firmes dont la sous-évaluation initiale la plus élevée doivent avoir la performance à moyen terme la plus faible, ce que confirment Aggarwal et Rivoli (1990) mais ce que contredit Jog (1997). Cette explication met cependant en cause l'hypothèse d'efficience des marchés dans le cas des nouvelles émissions d'actions.

Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) proposent l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité. Ritter (1998, p. 15) souligne que « *The windows of opportunity hypothesis predicts that firms going public in high volume periods are more likely to be overvalued than other IPOs. This has the testable implication that the high-volume periods should be associated with the lowest long-run returns. This pattern indeed exists* ». Loughran et Ritter montrent également que les firmes émettent pour la première fois des actions lorsque leurs dirigeants considèrent qu'elles sont surévaluées par le marché. Aussi, Jain et Kini (1994, p. 1700) ajoutent que « (...) *entrepreneurs time their issues to coincide with periods of unusually good performance levels, which they know cannot be sustained in the future* ». Ces auteurs confirment l'hypothèse des coûts d'agence, avancée par Jensen et Meckling (1976), pour expliquer la sous-performance à long terme des émissions initiales aux États-Unis. Cette hypothèse prédit que plus le pourcentage de capital détenu par les dirigeants diminue, moins leurs intérêts convergent vers ceux des actionnaires et plus élevés seront les coûts d'agence. Or, une émission initiale conduit, généralement, à une dilution de la propriété des gestionnaires/propriétaires, qui pourrait induire une diminution de la performance des entreprises.⁷ Goergen (1998) affirme, cependant, que l'hypothèse des coûts d'agence ne peut expliquer la sous-performance à moyen terme des émissions initiales en Allemagne et au Royaume-Uni.

⁷ Observons toutefois que dans un marché où les agents sont rationnels, l'effet de la vente d'une partie des titres devrait se répercuter sur la valeur des actions lors de l'émission, et non sur la performance à long terme.

Enfin, Teoh et coll. (1998) avancent l'hypothèse de la manipulation des bénéfices au cours de l'année fiscale de l'émission initiale pour expliquer la sous-performance après l'émission. Ils précisent que si les acheteurs d'une émission initiale 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 profits est élevée, plus la correction du prix sera importante. Ce scénario suggère que les firmes émettrices qui gèrent les bénéfices avant l'émission sous-performent à long terme. Toutefois, cette explication ne vaut que si les agents ne peuvent anticiper correctement le comportement des dirigeants.

Cette revue des explications possibles du phénomène de la sous-performance à long terme des émissions initiales d'actions nous permet de poser les hypothèses suivantes, qui font l'objet de vérifications à la fin de cette étude, à la suite de la mesure et de l'analyse de la performance à moyen et long terme.

La première hypothèse est proposée par Miller (1977 et 2000), qui introduit la notion de divergence des opinions : il existe une relation négative entre la performance à long terme des émissions initiales d'actions et l'incertitude ex-ante. Celle-ci peut être inversement liée à la taille des émissions, puisque l'information est généralement moins disponible pour les entreprises de petite taille, qui émettent des montants peu élevés. L'incertitude peut également être associée au secteur d'activité où opère l'entreprise.

La seconde hypothèse est due à Shiller (1990) ; elle met en cause la sur-réaction des investisseurs : il existe une relation négative entre la performance à long terme des émissions initiales et le degré de sous-évaluation initiale.

La troisième hypothèse est celle de la fenêtre d'opportunité formulée par Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) : les émissions initiales sous-performent à long terme

lorsqu'elles sont émises au cours des périodes caractérisées par un volume d'émissions élevé, les « *Hot Issues Markets* ».

3.1.4 La dimension méthodologique

Les explications présentées plus haut découlent de l'opinion voulant que la sous-performance à long terme des émissions initiales existe. Toutefois, l'explication principale de la divergence des résultats, et dans une certaine mesure l'amplitude de la contre-performance des émissions, réside probablement dans les considérations d'ordre méthodologique. L'un des problèmes majeurs posé par les tests de la performance à long terme est lié aux caractéristiques de la distribution des rendements à long terme. Barber et Lyon (BL, 1997) et Kothari et Warner (KW, 1997) montrent que les tests effectués dans la plupart des études antérieures souffrent d'un biais potentiel. KW notent que les tests statistiques utilisés pour détecter les rendements anormaux à long terme sont positivement biaisés, alors que BL notent que ces tests sont, en général, négativement biaisés. Barber et Lyon (1997) étudient d'ailleurs de quelle façon ces rendements anormaux peuvent être simultanément positivement et négativement biaisés. Ils montrent que les rendements anormaux cumulés ajustés pour le marché calculés à long terme conduisent généralement à des tests positivement biaisés, alors que les rendements anormaux à long terme générés par une stratégie passive (de *buy-and-hold*) produisent généralement des tests négativement biaisés. Ils concluent également que les rendements anormaux cumulés sont, à long terme, des estimateurs biaisés des rendements anormaux générés par une stratégie passive. Ils ajoutent que les résultats des études, et par conséquent les biais des méthodes, sont sensibles à la période étudiée, à l'inclusion ou non de titres échangés sur le NASDAQ et l'utilisation de données antérieures à l'événement étudié. D'un autre côté, Lyon, Barber et Tsai (1999) précisent que l'utilisation des rendements anormaux générés par une stratégie passive est recommandée si l'objectif du chercheur est de calculer les rendements anormaux durant une période donnée alors que l'utilisation des rendements anormaux cumulés est recommandée si l'objectif du chercheur est de vérifier si les rendements anormaux mensuels persistent dans le temps. Ainsi, Brav et coll. (2000) notent que la méthodologie utilisée pour mesurer la

performance à long terme détermine directement la taille et la puissance du test statistique⁸.

Parmi les approches utilisées pour évaluer la performance à moyen et long terme des émissions initiales, nous retenons les deux suivantes dont chacune présente des avantages et des inconvénients : la première approche repose sur le calcul des rendements excédentaires (BHAR) d'une stratégie passive où l'investisseur achète et garde le titre pendant une période de 3 ou de 5 ans après l'émission. L'avantage de cette approche est que les rendements anormaux calculés représentent exactement l'expérience de l'investisseur. Toutefois, cette approche est sensible au problème de dépendance en coupe transversale des observations de l'échantillon⁹. Certes des ajustements peuvent être apportés à l'approche des BHARs, en employant, par exemple, la procédure du bootstrapping suggérée par Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) et Lee (1997). Mais même avec ces corrections, l'approche de « buy and hold » n'est pas à l'abri des critiques. Mitchell et Stafford (2000) affirment que le bootstrapping n'élimine pas le problème de dépendance en coupe transversale des observations. Ils précisent que cette procédure se base essentiellement sur l'hypothèse de l'indépendance des rendements anormaux suite à un événement. Or, la plupart des décisions prises par les dirigeants ne sont pas aléatoires. Ce qui implique une corrélation en coupe transversale positive des rendements anormaux. Par conséquent, les résultats des tests statistiques qui supposent l'indépendance des rendements sont fortement surévalués. Jegadeesh (2000) souligne que la procédure du bootstrapping est « encombrante » à implémenter et Lyon, Barber et Tsai (1999) précisent qu'elle peut ne pas conduire à des tests statistiques « fiables » lorsque l'échantillon présente des regroupements selon certains facteurs communs. Ceci est le cas des émissions initiales qui se présentent, généralement, par vagues selon la période et l'industrie¹⁰.

⁸ Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) s'accordent également sur le fait que l'utilisation des rendements anormaux à long terme de la stratégie passive augmente les chances de détecter une sous-performance à long terme.

⁹ Brav (2000) précise que la dépendance en coupe transversale des observations de l'échantillon peut conduire à des tests statistiques mal spécifiés.

¹⁰ Dans notre travail, cette procédure est difficile à mettre en pratique pour les raisons suivantes : la concentration selon l'industrie des émissions initiales canadiennes (les émissions minières, technologique et du secteur de la production dominant celles des autres secteurs) et la concentration temporelle entre les

La deuxième approche recommandée par Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) repose sur le calcul des rendements anormaux d'un portefeuille en temps réel (*calendar time*)¹¹. L'avantage de cette approche est qu'elle élimine le problème de dépendance en coupe transversale des rendements des entreprises de l'échantillon, étant donné le fait qu'ils sont regroupés en un seul portefeuille. Toutefois, cette approche ne mesure pas l'expérience de l'investisseur et reste sensible au problème du mauvais modèle « *bad-model problem* » (Fama, 1998)¹². Lyon et coll. (1999) affirment que l'approche des rendements anormaux en temps réel a un pouvoir très faible de détecter une performance anormale car elle se base sur la moyenne lors des calculs des rendements anormaux des périodes de fortes et de faibles activités¹³. Mitchell et Stafford (2000) contredisent les résultats de Loughran et Ritter (2000) et montrent que l'approche des rendements anormaux en temps réel est meilleure que l'approche des BHARs, pour détecter la performance anormale à long terme des émissions initiales. Lyon et coll. (1999, p 29) arrivent à la conclusion que « *Our central message is that the analysis of*

années 1993, 1994, 1996 et 1997 engendrent des séries temporelles de courte durée. Barber et coll. (1998) utilisent une période d'étude de 1973 à 1994 et affirment qu'un échantillon plus large permet d'extraire des pseudo-distributions de plus petite taille. Par conséquent, les tests statistiques ainsi calculés seront plus puissants.

¹¹ L'approche en temps réel suppose que les entreprises émettrices sont détenues dans le même portefeuille pour une période de 12, 36 ou 60 mois. Le nombre d'entreprises dans le portefeuille en temps réel diffère ainsi d'un mois à un autre. Si au cours d'un mois particulier du calendrier, il n'y a aucune observation alors ce mois est éliminé du calcul des rendements anormaux. Chaque mois du calendrier correspond donc à un portefeuille (par exemple, pour une période de 60 mois, on aura 60 portefeuilles). L'approche en temps relatif (par exemple, le *buy&hold*) se base essentiellement sur le calcul des rendements d'un portefeuille, composé de toutes les entreprises émettrices, sur une période donnée. L'approche en temps réel n'est, cependant, qu'une variante de la méthode qui utilise les rendements anormaux cumulés. La différence entre ces deux méthodes réside, en fait, dans le calcul des rendements (mensuel vs cumulé).

¹² Fama (1998, p. 292) précise que « *Bad-model problems are of two types. First, any asset pricing model is just a model and so does not completely describe expected returns(...). If an event sample is tilted toward small stocks, risk adjustment with the CAPM can produce spurious abnormal returns. Second, even if there were a true model, any sample period produces systematic deviations from the model's predictions* ». Daniel et Titman (1997) suggèrent que les rendements en coupe transversale des titres sont reliés plutôt aux caractéristiques spécifiques du titre qu'aux trois facteurs de sensibilité du modèle Fama-French. Davis, Fama et French (2000) contredisent, par la suite, les résultats de Daniel et Titman (1997). Jegadeesh (2000) affirme que les résultats contradictoires de ces deux études montrent qu'il est probablement difficile de déterminer quelle est la meilleure approche à utiliser. Il (2000, p. 8) précise que « *The choice of an appropriate estimates of expected returns is crucial for measuring the valuation effects of corporate actions in long-horizon event studies* ».

¹³ Pour corriger ce problème, Mitchell et Stafford (2000) suggèrent de standardiser la série des rendements anormaux mensuels. Ainsi, les périodes de forte activité seront plus pondérées que les périodes de faible activité car la variance résiduelle du portefeuille décroît avec la taille, toutes choses étant égales par ailleurs.

long-run abnormal returns is treacherous ». Ils proposent, comme solution pragmatique, d'utiliser les deux approches, ce que nous ferons ici.

Dans la présente étude et afin de tester la robustesse de nos résultats, l'approche en temps relatif et l'approche en temps réel seront utilisées. Nous pensons également que la méthode des BHARs intéressera beaucoup plus l'investisseur individuel qui modifie rarement sa stratégie d'investissement alors que les investisseurs institutionnels s'intéresseront à des mesures de performance basées sur des stratégies de rééquilibrage de portefeuilles et sur des calculs plus fréquents.

Les résultats des mesures de la performance anormale à long terme sont également sensibles au mode de pondération des portefeuilles. Loughran et Ritter (2000) précisent que « *We argue that because various methodologies use different weighting schemes, the magnitude of abnormal returns should differ, and in a predictable manner* ». Pour illustrer le problème, nous pouvons considérer l'exemple d'un échantillon composé de 1000 entreprises : 999 entreprises avec chacune une capitalisation boursière de 1 million de dollars et une seule entreprise avec une capitalisation boursière de 1001 millions de dollars. Si nous supposons que la performance des entreprises de petite taille est de -50% et que celle de l'entreprise de grande taille est de $+50\%$, il est clair qu'avec une mesure équipondérée la performance de l'échantillon sera décevante (-49.9%) alors qu'avec une mesure pondérée elle sera à peu près nulle (0.099%). La première méthode remet donc en cause l'hypothèse d'efficacité des marchés alors que la deuxième la confirme. Quelle méthode faudrait-il alors utiliser ?

Brav et coll. (2000) précisent que si une mauvaise évaluation touche beaucoup plus les petits titres que les grands titres, alors l'utilisation de rendements équipondérés est recommandée. Par contre, si le but de la recherche est de mesurer les variations de la richesse moyenne suite à un événement, alors l'utilisation de rendements pondérés en fonction de la valeur est recommandée. Ainsi, en reprenant l'exemple précédent, une moitié de la richesse investie a diminué de 50% alors que l'autre moitié a augmenté de 50% , par conséquent la variation de la richesse moyenne est nulle.

Dans le même ordre d'idées, Loughran et Ritter (2000, p. 3) soulignent que « (...) *a traditional event study approach in which all observations are weighted equally will produce point estimates that are relevant from the point of view of a manager, investor, or researcher attempting to predict the abnormal returns associated with a random event. More generally, as Fama (1998) notes, the weighting scheme should be determined by the economic hypothesis of interest* ». Ainsi, étant donné le fait que la mauvaise évaluation soit plus vraisemblable pour une petite entreprise que pour une grande, nous utilisons les rendements équipondérés pour mesurer la performance anormale à long terme des émissions initiales canadiennes. Nous présentons également les résultats calculés selon les rendements pondérés par les capitalisations, afin de tenir compte des variations de la richesse moyenne suite à un investissement dans les émissions initiales.

Pour résumer, nous dirons que la dimension méthodologique explique en grande partie les différents résultats relevés par la littérature. Mais, comme l'a signalé Fama (1998), si un changement raisonnable dans la méthode d'estimation des rendements anormaux entraîne la disparition de l'anomalie alors l'anomalie en elle-même est une illusion et les émissions initiales d'actions font partie de cette catégorie. Schwert (2001) apporte une vision différente à ce phénomène. Il souligne qu'une fois les anomalies sont détectées, elles ont tendance à disparaître. « *Does this reflect sample selection bias (so that there was never an anomaly in the first place)* » Or, *does it reflect the actions of practioners in learning about the anomaly and trading in such away that it no longer remains profitable?* ». À cette question, Schwert (2001) précise que la réponse n'est pas claire.

3.2- DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

3.2.1 Données

L'identification des émissions initiales au Canada a été la première étape du processus. Notre source principale de données est le rapport annuel « Record of New

Issues » publié par le « Financial Post Datagroup » qui rapporte la date, le montant, le prix d'émission et le nom du souscripteur de toutes les émissions initiales canadiennes.

Nous avons ainsi pu identifier manuellement 1625 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et au Réseau canadien de transactions (CDN), pour la période de janvier 1991 à décembre 1998.

Étant donné l'objectif de ce travail, celui de mesurer la performance à moyen et long terme des émissions initiales canadiennes, nous avons choisi de nous concentrer sur les émissions initiales d'actions et d'éliminer toutes les émissions d'actions à bons de souscription d'actions¹⁴, d'unités, de parts de fiducie, de parts de société en commandite, de parts de fonds de placement, d'actions privilégiés et accréditives, et les émissions JCP¹⁵. Cette étape nous a permis d'avoir un échantillon composé de 563 émissions d'actions. De ces 563 émissions, seules 445 ont été retenues pour les raisons suivantes :

- Les émissions inscrites au Réseau canadien de transactions (CDN) n'ont pas été retenues puisque la base de données Datastream¹⁶ se limite aux marchés de Toronto, Montréal, Alberta et Colombie-Britannique.
- Les émissions d'entreprises canadiennes inscrites aux États-Unis n'ont pas été retenues (22 EI).
- Les caractéristiques de l'émission, telles que la taille et le prix d'émission n'étaient pas disponibles ;

¹⁴ Nous avons exclu les émissions initiales des actions à bons de souscription, étant donnée la difficulté de séparer les deux composantes de l'instrument émis.

¹⁵ Nous avons choisi d'exclure les émissions JCP de l'échantillon, étant donné le fait que ces émissions sont de petite taille, très risquées et dont l'analyse à moyen et long terme risque de biaiser négativement nos résultats. Aussi, le suivi de ces émissions est difficile, étant donné le fait que plusieurs entreprises qui ont adhéré au programme JCP de la Bourse de l'Alberta ont disparu avant la période de transition de 18 mois, ou ont fait l'objet d'acquisition de la part d'autres entreprises. Il est important, cependant, de noter que le fait qu'une entreprise JCP ne soit plus inscrite à la Bourse de l'Alberta ne signifie pas forcément qu'elle a fait faillite. Certaines entreprises ont été absorbées par d'autres ou ont inscrit leurs actions à une bourse plus grande envergure, tandis que d'autres cessent de verser les honoraires d'inscription à la Bourse de l'Alberta et, essentiellement, deviennent des sociétés privées.

¹⁶ Datastream est un système d'information en ligne, distribué par Primark <http://www.datastream.com/>. Le choix de cette source est dicté par le fait que cette base de données est la seule à rapporter des rendements pour l'ensemble des titres inscrits en Bourse au Canada, alors que les bases concurrentes se limitent aux marchés de Toronto et Montréal. Leur emploi divisait donc l'échantillon par deux. Datastream propose également une section permettant la recherche des « dead stocks », où elle maintient les titres qui ne sont plus échangés. L'utilisation de ces listes permet ainsi de réduire le biais de survie qui pourrait exister

- Il a été impossible de trouver les données boursières relatives aux premiers jours de transaction, puisque l'entreprise a été délistée par la suite. Les entreprises absentes de la base appartiennent à l'une des trois catégories suivantes : émission non suivie d'inscription, émission rachetée ou titres dont l'inscription en bourse est suspendue.

Par ailleurs, pour toutes les émissions retenues, il a été possible de relever toutes les informations relatives à l'émission ainsi que les prix. Les prix de fermeture du premier jour d'entrée en bourse et ceux jusqu'au dernier jour de notre période d'étude, soit le 31 décembre 1998, proviennent de Datastream. Les rendements journaliers doivent être disponibles du jour de l'émission jusqu'au 31 décembre 1998 ou jusqu'à la date de suspension du titre.

Ainsi, notre échantillon final est composé de 445 émissions initiales d'actions ordinaires excluant les JCP pour la période de janvier 1991 et à décembre 1998.

*** Tableau 3.2 ***

Le tableau 3.2 présente la distribution de l'échantillon par année, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. Il montre que 321 émissions initiales (soit 72,13% de l'échantillon) ont été lancées au cours des quatre années 1993, 1994, 1996 et 1997. En 1993, la valeur brute des émissions initiales a augmenté de 70,5% par rapport à celle de l'année 1992. La concentration temporelle des émissions aux cours des années 1993, 1994, 1996 et 1997 est cohérente avec l'hypothèse des fenêtres d'opportunité (*Hot Issues Market*) émise par Ritter (1991). Ces années pourraient correspondre alors à des années de forte activité (période chaude) et les années 1991, 1992, 1995 et 1998 pourraient correspondre à des années de faible activité (période froide).

*** Tableau 3.3 ***

Le tableau 3.3 présente la distribution de l'échantillon par province, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. L'échantillon est diversifié

géographiquement entre quatre provinces : L'Ontario occupe le premier rang en valeur brute et en nombre d'émissions (8148,3 M\$ de 14657,9 M\$ et 170 émissions initiales, soit 38,2% de l'échantillon). Le Québec occupe le deuxième rang en valeur brute et le quatrième rang en nombre d'émissions (2196,3 M\$ de 14657,9 M\$ et 48 émissions initiales, soit 10,78% de l'échantillon). L'Alberta occupe le troisième rang en nombre d'émissions et le cinquième rang en valeur brute (1016,3 M\$ de 14657,9 M\$ et 76 émissions initiales¹⁷, soit 17,07% de l'échantillon). La Colombie Britannique occupe le deuxième rang en nombre d'émissions et le quatrième rang en valeur brute (1160,3 M\$ de 14657,9 M\$ et 127 émissions initiales, soit 28,53% de l'échantillon).

*** Tableau 3.4 ***

Le tableau 3.4 présente la distribution de l'échantillon par industrie, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. Le secteur minier occupe le premier en termes de nombre par rapport aux émissions d'autres secteurs (102 émissions initiales, 23% de l'échantillon). Mais, c'est le secteur des produits qui occupe le premier rang en terme de produit brut par rapport aux émissions d'autres secteurs (3 927,9M\$, 26,8% du montant total émis durant la période d'étude). Le secteur de la technologie occupe le deuxième rang, en nombre d'émissions et en valeur brute alors que le secteur pétrolier et gazier occupe le deuxième rang, en nombre d'émissions et le quatrième rang en valeur brute. Quant aux services financiers, ils occupent le septième rang en nombre d'émissions et en valeur brute.

3.2.2 Méthodologie

Dans cette section, nous présentons les étapes de calcul des trois méthodes utilisés pour mesurer la performance à moyen et long terme des émissions initiales et les tests statistiques employés et nous discutons de la façon de contrôler les rendements excédentaires ainsi calculés. La performance des émissions est mesurée de trois façons. La première méthode est celle utilisée par Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995). Elle

¹⁷ Ce nombre ne comprend pas les émissions d'entreprises canadiennes qui ont adhéré au programme Junior Capital Pool de la Bourse de l'Alberta.

repose sur le calcul conventionnel des résidus cumulés, à partir d'échantillons pairés. La seconde méthode demande le calcul des rendements excédentaires générés par une stratégie passive. La troisième méthode se base sur le calcul des rendements anormaux en temps réel.

La première méthode est celle des résidus anormaux pairés : elle consiste à calculer les rendements relatifs anormaux produits par les émissions initiales en sus d'un portefeuille de référence ou d'un échantillon de firmes de contrôle.

Pour cela, nous avons défini le rendement mensuel comme étant le rendement obtenu pendant une période de 21 jours de transaction débutant avec le prix de fermeture de la première journée de transaction suivant l'émission initiale. Par conséquent, le premier mois comprend les journées 2 à 22, le deuxième mois comprend les journées 23 à 44, et ainsi de suite. De même, le rendement résiduel mensuel est calculé comme étant le rendement brut mensuel d'une action moins le rendement du portefeuille de référence (par exemple) pour la période correspondante de 21 jours.

Loughran et Ritter (1995) excluent également les rendements initiaux dans le calcul de la performance à long terme. Toutefois, nous pensons que le comportement anormal des nouvelles émissions se traduit par un problème net d'évaluation. Ainsi, pour dissocier l'erreur d'évaluation commise par les investisseurs au cours des premières heures de transaction des nouvelles émissions de celle que peuvent commettre les courtiers lors de la détermination du prix de lancement des émissions, nous proposons de calculer également la performance à long terme à partir des prix d'émission¹⁸. Ceci nous permet donc d'avoir une première mesure de performance pour les investisseurs, principalement institutionnels, qui ont eu le privilège d'acheter des titres à l'émission et une deuxième mesure pour ceux qui n'ont pu acheter des titres qu'au prix du marché durant le premier jour de transaction.

¹⁸ Pour cela, nous avons défini le rendement mensuel comme étant le rendement obtenu pendant une période de 21 jours de transaction débutant avec le prix de fermeture d'émission. Par conséquent, le premier mois comprend les journées 1 à 21, le deuxième mois comprend les journées 22 à 43, et ainsi de suite.

Le rendement anormal mensuel de l'action i au cours du mois t , par rapport au portefeuille de référence, est défini ainsi :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

où R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t . Le rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence au cours du mois t correspond à la moyenne arithmétique des rendements anormaux des actions individuelles. Les portefeuilles sont donc implicitement équipondérés et le rendement anormal ainsi calculé est celui d'un investisseur qui placerait un montant égal dans chacune des émissions disponibles.

$$AR_t = 1/n_t \left(\sum_{i=1}^{n_t} AR_{it} \right) \quad (2)$$

où n_t est le nombre d'actions détenues dans le portefeuille au cours du mois t ; la sommation se faisant de 1 à n_t .

Le rendement cumulatif anormal (noté CAR) corrigé en fonction du portefeuille de référence sur le marché secondaire du mois q au mois s correspond à la sommation du rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence pour chacune des actions durant cette période, la sommation étant faite du mois q au mois s .

$$CAR_{qs} = \sum_{t=q}^s AR_t \quad (3)$$

Cette méthode de calcul fait l'hypothèse implicite d'un rééquilibrage mensuel du portefeuille pour que chaque émission conserve un poids égal en dépit des inévitables fluctuations des cours. Suivant Barber et Lyon (1997), elle introduit un biais qui conduit à accepter trop facilement l'hypothèse d'un rendement anormal négatif¹⁹. Les tests statistiques portant sur les résidus cumulés sont bien connus et ont été détaillés dans la plupart des travaux antérieurs (MacKinlay, 1997, Brown et Warner, 1980 et 1985).

¹⁹ En effet, on continue à accorder un poids égal dans le portefeuille aux entreprises qui ont des rendements négatifs important.

A la suite de Barber et Lyon (1997), le degré de signification statistique des rendements anormaux cumulés anormaux est calculé par²⁰ :

$$t(\text{CAR}_{1,t}) = (\text{CAR}_{1,t} \times \sqrt{n_t}) / \sqrt{[t \times \text{var} + 2 \times (t-1) \times \text{cov}]} \quad (4)$$

où var est la moyenne des variances en coupe transversale des AR_{it} et cov est l'autocorrélation de premier ordre des AR_{it} . La variance et la covariance sont calculées pour les 60 mois après l'émission. Cette méthode a été préférée à celle qui repose sur l'utilisation de l'écart type en série temporelle, qui amplifie le biais de « *new listing* ».

La deuxième méthode utilisée est celle des rendements anormaux d'une stratégie passive. Cette méthode, qui ne suppose pas ce rééquilibrage du portefeuille, consiste à calculer le rendement obtenu par un investisseur qui applique une stratégie passive consistant à investir dans l'échantillon de premières émissions d'actions et à détenir les actions jusqu'à la cinquième année d'émission. Roll(1983, p. 377) précise que cette méthode « (...) gives an unbiased estimate of the holding period return on a realistic portfolio ». Ce rendement de la stratégie passive est donné par :

$$R_{iT} = \left[\prod_{t=1}^T (1+r_{it}) - 1 \right] \times 100 \quad (5)$$

où T= nombre de mois jusqu'à la date de suspension du titre et r_{it} est le rendement de la firme i au mois t.

Les rendements excédentaires BHAR où l'investisseur achète et garde le titre i pendant une période T après l'événement par rapport à un échantillon de contrôle sont définis comme suit :

$$\text{BHAR}_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1+r_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1+r_{mt}) - 1 \right] \quad (6)$$

où r_{mt} est le rendement de la firme de contrôle m au mois t.

²⁰ Ce test est également utilisé par Ritter (1991), Spiess et Affleck-Graves (1995), Isobe, Ito et Kairys (1995) et Chan, Cooney et Singh (2001).

La moyenne des rendements de la stratégie passive pour la période t est calculée comme suit :

$$BHAR_t = \sum_{i=1}^{n_t} x_{it} BHAR_{it} \quad (7)$$

Pour un portefeuille équipondéré $x_{it} = 1/n_t$ et pour un portefeuille pondéré par les capitalisations $x_{it} = MV_{it} / \sum_{i=1}^{n_t} MV_{it}$.

où MV est la capitalisation boursière et n_t est le nombre d'actions détenues dans le portefeuille au cours du mois t ; la sommation se faisant de 1 à n_t .

Pour calculer, le degré de signification statistique des BHAR, nous avons préféré la statistique t ajustée pour tenir compte de l'asymétrie à la statistique t conventionnelle. Barber et Lyon (1997) précisent que les BHARs sont positivement asymétriques et que, par conséquent, les tests statistiques calculés sont négativement biaisés. Neyman et Pearson (1928) précisent d'ailleurs que le coefficient d'asymétrie a un effet plus important sur la statistique t que le coefficient d'aplatissement. Barber et Lyon (1997) recommandent également l'utilisation de la statistique t ajustée pour tenir compte de l'asymétrie²¹.

Notons que la statistique t conventionnelle est donnée par : $t = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)/\sqrt{n}}$

où \overline{BHAR}_t est la moyenne des rendements anormaux de notre échantillon, $\sigma(BHAR_t)$ est la variance en coupe transversale des rendements anormaux de l'échantillon et t est le nombre de mois ou la période.

La statistique t ajustée pour tenir compte de l'asymétrie est donnée par :

$$t = \sqrt{n} \times \left(S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma} \right) \quad (9)$$

où $S = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)}$; $t = 12, 24, 36, 48$ et 60 mois de l'émission ;

²¹ Nous utilisons la table statistique pour déterminer le degré de signification du test (Lyon, Barber et Tsai, 1999 et Gompers et Lerner, 2001). Notons, cependant, que les résultats obtenus en utilisant les tests ajustés, à la fin de ce chapitre, sont similaires à ceux obtenus en utilisant les tests non ajustés.

$$\hat{\gamma} = \text{coefficient d'asymétrie des BHAR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{BHAR}_{it} - \overline{\text{BHAR}_t})^3}{n\sigma(\text{BHAR}_t)^3}$$

La statistique t conventionnelle est donc $= S\sqrt{n}$

La troisième méthode utilisée est celle des rendements anormaux en temps réel. Un des avantages de l'approche des rendements anormaux en temps réel par rapport à celles qui se basent sur les BHAR ou les CAR est qu'elle permet d'éliminer le problème de dépendance en coupe transversale des rendements anormaux.

Le rendement anormal mensuel de l'action i au cours du mois t, par rapport au portefeuille de référence, est défini ainsi :

$$\text{AR}_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (10)$$

où R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t.

Pour chaque mois du calendrier, nous calculons la moyenne des rendements anormaux des actions du portefeuille comme suit :

$$\text{MAR}_t = \sum_{i=1}^{n_t} x_{it} \text{AR}_{it} \quad (11)$$

Pour un portefeuille équipondéré $x_{it} = 1/n_t$ et pour un portefeuille pondéré par les capitalisations $x_{it} = \text{MV}_{it} / \sum_{i=1}^{n_t} \text{MV}_{it}$.

où n_t est le nombre d'actions détenues dans le portefeuille au cours du mois t ; la sommation se faisant de 1 à n_t .

La grande moyenne des rendements anormaux (noté MMAR) correspond à la sommation des rendements anormaux standardisés pour chaque mois du calendrier, du premier mois au mois T. T est donc le nombre total de mois du calendrier

$$\text{MMAR} = 1/T \times \sum_{i=1}^T \text{MAR}_t \quad (13)$$

Le degré de signification statistique de MMAR est calculé par :

$$t(\text{MMAR}) = \text{MMAR} / \sigma(\text{MAR}(\text{standardisée})_t) \times \sqrt{T} \quad (14)$$

où σ est l'écart type de la série temporelle des rendements anormaux moyen mensuels standardisés (MAR standardisée).

La série des MAR_t est standardisée. Ainsi, chaque MAR_t est divisé par l'écart-type du portefeuille correspondant (Jaffe, 1974, Mandelker, 1974, Fama, 1998), ceci pour deux raisons (Mitchell et Stafford, 2000): Premièrement, en standardisant nous contrôlons pour l'hétérosédasticité qui pourrait exister dans chaque portefeuille et deuxièmement, nous accordons ainsi plus de poids aux périodes de forte activité qu'aux périodes de faible activité, étant donné le fait que la variance résiduelle du portefeuille décroît avec la taille. Chaque rendement anormal mensuel calculé en temps réel doit avoir une moyenne nulle et doit être indépendant. La standardisation ne peut donc avoir lieu qu'au dénominateur. Nous calculons par la suite l'écart type de la série MAR_t standardisée pour l'utiliser dans l'équation (14).

Par ailleurs, Barber et Lyon (1996) présentent trois façons de contrôler le calcul des rendements excédentaires. Ils proposent l'utilisation d'un portefeuille de référence, tel que l'indice de marché, du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et d'un échantillon d'entreprises de contrôle. Ils affirment, cependant, en comparant l'utilisation d'un portefeuille de référence à celle d'un échantillon d'entreprises de contrôle, que (p. 13), « *the control firm approach eliminates the new listing bias²² (since both the sample and control firm must be listed in the identified event month), the rebalancing bias²³ (since both the sample and control firm returns are calculated without rebalancing), and the skewness problem²⁴ (since the sample and control firm are equally likely to experience large positive returns)* ».

²² Le biais de survie résulte du fait que les nouvelles introductions sur le marché poussent les rendements de l'indice à la hausse, ce qui introduit un biais négatif sur les rendements excédentaires.

²³ Le biais de rééquilibrage résulte du fait que le portefeuille de marché subit un rééquilibrage périodique de manière à acheter les titres performants et à vendre les titres moins performants, ce qui tend à augmenter le rendement de l'indice de marché et aura un effet négatif sur les rendements excédentaires calculés par rapport à cet indice.

²⁴ Le biais d'asymétrie se base sur le fait qu'il est plus probable d'avoir une distribution des rendements asymétriques pour des titres isolés que pour l'indice de marché. Les rendements excédentaires contrôlés selon le portefeuille de marché auront donc une distribution asymétrique, ce qui contribue à la mauvaise spécification des tests statistiques.

En outre, en comparant l'utilisation du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) à celle de l'échantillon d'entreprises de contrôle pour contrôler les rendements excédentaires, Lyon et coll. (1999) montrent que la deuxième façon domine la première pour deux raisons. Premièrement, la première façon suppose une relation linéaire entre les rendements et les facteurs de marché, de taille et de ratios valeur comptable à la valeur marchande. Or, cette relation n'a pas été vérifiée par Lyon et coll. (1999) au cours de la période d'étude 1973-1994. Deuxièmement, cette relation suppose qu'il n'y a pas d'interaction entre les trois facteurs. Or, comme l'a souligné Loughran (1997), la relation entre le ratio valeur comptable à la valeur marchande et les rendements est fortement prononcée pour les entreprises de petite taille.

Conformément à ces études²⁵, nous avons choisi de contrôler les rendements excédentaires en utilisant un échantillon d'entreprises de contrôle. Ainsi, pour chaque entreprise émettrice, nous associons une entreprise comparable non émettrice. Pour cela, au 31 décembre de chaque année, nous avons classé les titres inscrits sur les différentes bourses canadiennes selon leur capitalisation boursière. La firme qui a une capitalisation boursière qui se situe entre 80% et 120% de celle de la firme émettrice et qui n'a pas émis d'actions au cours des cinq dernières années est considérée comme firme de contrôle²⁶. Ceci permet non seulement d'éliminer les biais de survie, de rééquilibrage et d'asymétrie mais également d'éliminer le problème de chevauchement des rendements (Loughran et Ritter, 2000 et 1995 et Speiss et Affleck-Graves, 1996). Loughran et Ritter (2000) précisent que si les entreprises émettrices sous-performent à long terme par rapport aux entreprises non émettrices alors leur inclusion dans l'échantillon de contrôle introduit un biais négatif sur les rendements excédentaires ainsi calculés²⁷.

²⁵ Fama (1998) affirme qu'il est difficile d'éviter le problème du « mauvais modèle » lors des calculs des rendements anormaux à long terme.

²⁶ Dans le cas où plusieurs entreprises répondent au critère, nous choisissons celle dont la taille se rapproche le plus de la taille de l'entreprise émettrice.

²⁷ La méthodologie utilisée dans cette section pour former le portefeuille des firmes de contrôle, qui ne suppose pas de rééquilibrage, est similaire à celles utilisées par Mitchell et Stafford (2000), Loughran et Ritter (1995) et Loughran et Vijh (1997). D'autres chercheurs, notamment Ikenberry, Lakonishock et Vermaelen (1995) et Rau et Vermaelen (1998), proposent, au contraire, un rééquilibrage mensuel ou annuel du portefeuille de contrôle. Bien qu'il est difficile de trancher entre les 2 méthodes, qui comporte chacune des avantages et des inconvénients, notre choix est basé surtout sur le fait qu'avec la méthode du rééquilibrage du portefeuille, nous ajoutons un effet négatif sur les rendements excédentaires calculés. D'ailleurs, Rau et Vermaelen (1998, p. 233) notent que l'utilisation du rééquilibrage mensuel au lieu du

Si l'entreprise de contrôle disparaît avant la période de 5 ans, elle est remplacée par une deuxième entreprise de contrôle qui respecte le même filtre (80%,120%). De même, si l'entreprise de contrôle fait une émission durant la période d'étude, elle est traitée comme si elle avait disparue.

Le secteur d'activité n'a pas été pris en compte car, si les entreprises d'une industrie particulière peuvent choisir le moment de l'émission pour profiter d'une mauvaise évaluation de l'industrie, contrôler pour l'industrie réduira la possibilité d'identifier une performance anormale (Loughran et Ritter, 1995). De même, nous avons abandonné la possibilité de paier en fonction du ratio valeur comptable à la valeur marchande des actifs, tel que suggéré par Brav et Gompers (1997), car une telle procédure réduit fortement l'échantillon²⁸.

Enfin, pour le calcul des rendements anormaux avec la méthode des BHARs et si l'entreprise émettrice a disparu durant l'année, le rendement de la firme de contrôle vient remplacer les rendements manquants jusqu'à la fin de l'année. Si une entreprise émettrice disparaît avant la cinquième année, la série de rendements est tronquée à cette année. Ainsi, le rendement calculé par cette méthode respecte bien le rendement d'une stratégie passive.

rééquilibrage annuel ou de l'approche de firmes de contrôle, renforce les biais de survie et de rééquilibrage discutés par Barber et Lyon (1997). Ces auteurs ajoutent à ces deux biais, un troisième qu'ils appellent le biais du « momentum » dû à des mouvements positifs et négatifs des rendements des entreprises qui composent leur portefeuille jusqu'à 6 mois après leurs classifications. Rau et Vermaelen (p. 234) précisent que ce dernier biais décroît avec la fréquence de rééquilibrage du portefeuille. Par ailleurs, Cowan et Sergent (1999, p. 13) ajoutent que « *Thus, the attempt to compensate for benchmark-matching bias due to event-induced drift re-introduces the rebalancing bias that a buy-and-hold benchmark strategy avoids* ». Voir également, note de bas de page 6 (p. 11) de Cowan et Sergent (1999).

²⁸ Pour un très grand nombre d'entreprises de contrôle, il a été difficile d'accéder à la valeur comptable par action, qui permet le calcul du ratio valeur comptable / Valeur marchande. Le calcul de cette quantité à l'aide des données disponibles a été tenté. Il produit des erreurs importantes en raison de la complexité du mode de calcul du nombre d'actions et des nombreuses situations où coexistent plusieurs catégories d'actions.

3.3. RÉSULTATS

3.3.1 Performance à long terme :

Dans ce qui suit, nous présentons les résultats de la performance à moyen et long terme des émissions initiales canadiennes, mesurée à partir du prix d'émission et à partir de prix au marché

3.3.1.1 La performance à long terme mesurée à partir du prix d'émission :

***** Tableau 3.5 *****

Le tableau 3.5 rapporte les rendements anormaux cumulés (CAR) pour chacun des mois postérieurs à l'émission, calculés à partir du prix d'émission pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes excluant les JCP. Sur une base équipondérée, les émissions initiales ont eu, en moyenne, une performance supérieure à celles des firmes de contrôle non émettrices par une marge de près de 12,35% au 12^{ème} mois de transactions²⁹ ; ce résultat est statistiquement différent de 0. Par la suite l'écart de rendement diminue, de même que son degré de signification. Au 24^{ème} mois, le CAR de 3,44% est statistiquement non significatif. Par la suite, le CAR décroît pour atteindre -15,53% au 48^{ème} mois (statistique t = -0,93). Au 60^{ème} mois, le CAR est de -20,65% et statistiquement non significatif. Ceci permet de conclure qu'après une période de 28 mois, les émissions initiales qui demeurent inscrites en bourse ont une performance décevante par rapport aux titres d'entreprises déjà inscrites en bourse.

***** Tableau 3.6 *****

Sur une base pondérée par les capitalisations, les résultats confirment la piètre performance à moyen et long terme des émissions initiales au Canada. Le tableau 3.6 rapporte les CARs pondérés par les capitalisations boursières. Ces résultats sont inférieurs à ceux observés sur une base équipondérée et ont un pouvoir statistique plus puissant. Les émissions initiales ont eu, en moyenne, une performance supérieure à celle

²⁹ Ibbotson (1975) et Chen et Pan (1998) montrent que la performance des émissions initiales américaines est également positive durant les 150 jours suivant l'émission.

des firmes de contrôle non émettrices par une marge de près de 8,11% au 12^{ème} mois de transactions ; ce résultat est statistiquement différent de 0. Par la suite le CAR diminue pour atteindre 2,01% au 36^{ème} mois (statistique t = -0,94), -8,78% au 48^{ème} mois (statistique t = -1,78) et -11,02% au 60^{ème} mois de l'émission (statistique t = -1,67). La figure 3.1 confirme ces observations, en illustrant les rendements anormaux cumulés, c'est à dire l'écart entre les rendements des émissions initiales et celui des entreprises de contrôle.

*** Tableau 3.9 ***

Le tableau 3.9 résume les résultats obtenus par la méthode des rendements anormaux d'une stratégie passive, calculés à partir du prix d'émission pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes excluant les JCP. Sur une base équipondérée, un investissement initial dans les firmes émettrices aurait entraîné une perte de 6,58% et de 24,65% pour l'investisseur qui suit une stratégie passive, après 36 ou 60 mois respectivement, par rapport à un investissement dans des firmes non émettrices depuis 5 ans. Le BHAR est de 13,73% et 4,56% aux 12^{ème} mois et 24^{ème} mois de l'émission, respectivement. L'investisseur subit donc une perte en investissant dans les firmes émettrices dès le 36^{ème} mois de transaction.

Sur une base pondérée par les capitalisations, les résultats pour la période des cinq années suivant la date d'émission sont inférieurs à ceux calculés sur une base équipondérée. Ainsi, la performance de la troisième année de l'émission est de -2,77% et celle de la cinquième année de l'émission est de -15,16%.

Les résultats obtenus suivant la méthode des BHARs, qui ne suppose pas le rééquilibrage périodique des portefeuilles indique que les émissions initiales canadiennes sous-performent par rapport à un échantillon de contrôle, au cours des cinq années suivant la date d'émission. Les figures 3.2 et 3.3 qui montrent les rendements anormaux BHARs calculés respectivement sur une base équipondérée et sur une base pondérée par les capitalisations confirment également ces observations. Il est clair aussi d'après ces deux figures que la performance à long terme obtenue par la méthode des BHARs est

inférieure à celle obtenue par la méthode des rendements anormaux cumulés. Ceci confirme les résultats de Barber et Lyon (1997) qui montrent que les rendements anormaux cumulés calculés à long terme conduisent généralement à des tests positivement biaisés, alors que les rendements anormaux à long terme générés par une stratégie passive produisent généralement des tests négativement biaisés. Enfin, il ressort des deux figures 3.2 et 3.3 que, comme l'affirment Chen et Pan (1998), les émissions initiales d'actions peuvent être un « bon » investissement à court terme mais non à long terme.

En utilisant la méthode en temps réel (tableau 3.10) et sur une base équipondérée, la grande moyenne des rendements anormaux mensuels calculée est de -0,34% (statistique $t = -0,66$) par mois ce qui représente une performance de -12,39% pour le 36^{ème} mois ou une performance de -20,65% pour le 60^{ème} mois de l'émission. Sur une base pondérée par les capitalisations, la grande moyenne calculée est de -0,1837% (statistique $t = -0,51$) par mois, ce qui représente une performance de -6,61% pour le 36^{ème} mois de l'émission ou une performance de -11,02% pour le 60^{ème} mois de l'émission.

Les résultats de cette section sont basés sur le fait que nous avons inclu les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse pour le calcul de la performance à long terme. Dans ce qui suit, nous présentons les résultats de la performance à long terme calculée à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction.

3.3.1.2 La performance à long terme mesurée à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction :

*** Tableau 3.7 ***

Le tableau 3.7 rapporte les rendements anormaux cumulés pour chacune des cinq années postérieures à l'émission calculés à partir du prix au marché pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes excluant les JCP. Sur une base équipondérée, les émissions initiales ont eu, en moyenne, une performance supérieure à celles des firmes de

contrôle non émettrices par une faible marge de près de 0,4% au premier mois de transaction ; ce résultat n'est pas statistiquement différent de 0. Par la suite, l'écart de rendement diminue. Au 12^{ème} mois, le CAR de -10,79% est statistiquement significatif. Le CAR décroît pour atteindre son niveau maximum au 40^{ème} mois, soit -26,39% (statistique t = -1,80). Au 36^{ème} mois, le CAR est de -16,85% et statistiquement non significatif. Au 60^{ème} mois, le CAR est de -25,67% et statistiquement non significatif. Ces résultats permettent de conclure qu'après une courte période de 30 jours, les émissions initiales qui demeurent inscrites en bourse ont une piètre performance.

*** Tableau 3.8 ***

Le tableau 3.8 rapporte les CARs pondérés par les capitalisations boursières. D'après ce tableau, le CAR de -9,39% au 36^{ème} mois de l'émission est statistiquement significatif. Au 60^{ème} mois, le CAR est de -19,23% et statistiquement significatif. La figure 3.4 confirme ces observations, en illustrant les rendements anormaux cumulés, c'est à dire l'écart entre les rendements des émissions initiales et celui des entreprises de contrôle. Il ressort des tableaux 3.7 et 3.8 que la pondération par les capitalisations conduit à des résultats statistiquement significatifs alors que l'équipondération donne des résultats plus élevés mais non significatifs.

Les rendements anormaux cumulés diffèrent de ceux rapportés par Jog (1997). En particulier, nos rendements cumulatifs anormaux au 36^{ème} mois sont de -16,85% (sur une base équipondérée) et de -9,39% (sur une base pondérée par les capitalisations) alors que ceux de Jog sont de -41,02%. Cette différence peut être liée au fait que Jog n'utilise que des titres inscrits à la Bourse de Toronto, dont les conditions d'entrée en bourse sont plus strictes que les autres bourses canadiennes. Toutefois, on pourrait s'attendre à ce que la sous-performance soit plus importante dans les autres Bourses canadiennes qu'à Toronto. Il est plus probable que cet effet soit lié au choix du portefeuille de référence utilisé pour évaluer la performance anormale. Jog (1997) utilise l'indice TSE 300 et l'indice de la base de données TSE-Western qui est pondéré en fonction de la capitalisation boursière et donne donc un poids indu aux titres de grande capitalisation.

*** Tableau 3.9 ***

Le tableau 3.9 résume les résultats obtenus par la méthode des BHARs calculés à partir du prix au marché pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes excluant les JCP. Sur une base équi pondérée, un investissement initial dans les firmes émettrices aurait entraîné une perte de 19,96%% et de 26,5% pour l'investisseur, après 36 ou 60 mois respectivement, par rapport à un investissement dans des firmes non émettrices depuis 5 ans. L'investisseur subit également une perte en investissant dans les firmes émettrices dès la première année de transaction. La perte maximale survient au 60^{ème} mois de l'émission. La figure 2.5 confirme nos résultats. Nous notons également que la performance à long terme obtenue par la méthode des BHARs est supérieure à celle obtenue par la méthode des CARs.

Sur une base pondérée par les capitalisations, un investissement initial dans les firmes émettrices aurait entraîné une perte de 12,32%% et de 20,61% pour l'investisseur, après 36 ou 60 mois respectivement par rapport à un investissement dans des firmes non émettrices. La pondération par les capitalisations diminue considérablement la sous-performance à moyen et long terme des émissions initiales canadiennes mais n'entraîne pas sa disparition. Brav et coll. (2000) confirment également ce résultat pour les émissions initiales aux États-Unis, en utilisant différents échantillons de contrôle. La figure 3.6 confirme également ces observations.

*** Tableau 3.10 ***

En utilisant la méthode en temps réel (tableau 3.10) et sur une base équi pondérée, la grande moyenne des rendements anormaux mensuels calculée est de -0,42% par mois (statistique t = -2,00), ce qui représente une performance de -15,5% pour le 36^{ème} mois de l'émission ou une performance de -25,6% pour le 60^{ème} mois de l'émission. Sur une base pondérée par les capitalisations, la grande moyenne calculée est de -0,32% par mois (statistique t = -1,38), ce qui représente une performance de -11,53% pour le 36^{ème} mois de l'émission ou une performance de -19,22% pour le 60^{ème} mois de l'émission. En comparant, les résultats de la méthode en temps réel à ceux de la méthode des BHARs et

sur une base équipondérée, il semble que la première méthode a plus de pouvoir à détecter une performance anormale que la deuxième. Ceci est contraire aux résultats de Loughran et Ritter (2000) mais confirme ceux de Mitchell et Stafford (2000).

La performance à long terme calculée à partir du prix du premier jour de transaction est nettement inférieure à celle calculée à partir du prix d'émission. Cette différence peut être expliquée par la forte performance initiale des émissions canadiennes. Ainsi, les investisseurs qui n'avaient pas acheté les titres à l'émission, ne profiteraient pas des rendements initiaux élevés, et subiraient, par conséquent, des pertes importantes dès le deuxième mois de l'émission. Par contre, ceux qui avaient acheté des titres à l'émission, réaliseraient des gains jusqu'au 20^{ème} mois de l'émission (selon le CAR, base équipondérée) ou jusqu'au 21^{ème} mois de l'émission (selon le CAR, base équipondérée). Les figures 3.7, 3.8, 3.9 et 3.10 confirment cette observation, en illustrant les rendements anormaux cumulés et les rendements anormaux générés par une stratégie passive calculés à partir du prix du premier jour de transaction et du prix d'émission.

La différence observée suivant que l'on utilise l'une ou l'autre des méthodes de calcul de la performance anormale est compatible avec les résultats des travaux récents qui ont porté sur les choix et sur la puissance des tests statistiques. Lorsqu'on mesure les rendements anormaux à partir du prix au marché, nos résultats sont similaires à ceux trouvés par plusieurs chercheurs, notamment Brav et coll. (2000). Ces derniers, en se servant d'un échantillon composé de 4622 EI lancées au cours de la période de 1975 à 1992, montrent que les CARs équipondérés et pondérés par les capitalisations des cinq ans après l'émission sont respectivement de -34,3% et de -17,4% alors que les BHARs équipondérés et pondérés par les capitalisations des cinq ans après l'émission sont respectivement de -38,6% et de -19,8% par rapport à l'indice CRSP pondéré par les capitalisations. Les résultats de cette section montrent que la performance des émissions initiales canadiennes (excluant les JCP) est décevante après cinq ans de l'émission par rapport à un échantillon d'entreprises de contrôle paires par la taille. Le rééquilibrage mensuel des portefeuilles entraîne un biais qui semble limiter la portée des conclusions basées sur les résidus cumulés anormaux. D'après les résultats observés à partir du prix

d'émission, nous montrons également que la performance initiale des EI disparaît à partir de la troisième année de l'émission, ce qui prouve qu'à long terme les EI ne présentent pas un bon investissement. Qu'est-ce qui explique alors l'engouement des investisseurs à vouloir acheter les émissions initiales. Il reste donc à apporter une explication plausible à ce phénomène, à étudier s'il est possible ou non d'expliquer les différences entre les performances des nouvelles émissions et à vérifier la relation qui pourrait exister entre la performance à long terme des émissions initiales et les rendements des premiers jours de transactions.

3.3.2 Répartition de la performance à long terme et caractéristiques de l'échantillon

Dans cette section, nous proposons une analyse en coupe transversale de la performance à long terme des émissions initiales. Nous tentons également de vérifier les trois hypothèses proposées précédemment, qui portent sur les facteurs explicatifs des performances à long terme des émissions initiales. L'analyse est menée en deux temps. Une analyse multivariée est menée à la suite de l'étude facteur par facteur. Les conclusions seront principalement basées sur les résultats obtenus à l'aide de la méthode des BHARs³⁰.

***** Tableau 3.11 *****

L'effet de l'incertitude ex-ante sur les rendements des actions a été mis en évidence dans de très nombreux articles. L'incertitude ex-ante peut être inversement liée à la taille des émissions et peut également être associée au secteur d'activité où opère l'entreprise. L'effet de la taille est partiellement pris en compte par le pairage des entreprises. Toutefois, il est possible que la différence entre le rendement des émissions initiales et celui d'entreprises de même taille soit encore une fonction de la taille. Le tableau 3.10 montre la distribution des BHARs pour divers sous-échantillons segmentés sur la base du produit brut des émissions. La sous-performance par rapport à l'échantillon

³⁰ Lyon et coll. (1998) recommandent également cette méthode si l'objectif du chercheur est de calculer les rendements anormaux durant une période donnée. Les BHARs, considérés dans cette section, sont calculés sur une base équipondérée. Ceci se justifie par le fait qu'on suppose qu'une mauvaise évaluation touche beaucoup plus les petits titres que les grands titres.

de contrôle après les 24 mois est perceptible dans les deux groupes, mais les émissions dont le produit brut a été inférieur à 10 millions de dollars provoquent une perte relative plus importante que celles dont le produit brut dépasse cette limite. Au 48^{ème} et 60^{ème} mois de l'émission, le BHAR des émissions de petite taille est de -42,58% et -44,86% respectivement alors que celui des émissions de grande taille est de -7,9% et -3,1% respectivement. Ceci est cohérent avec l'hypothèse d'une plus grande incertitude ex-ante associée aux émissions initiales de petite taille.

Dans plusieurs travaux, la performance à long terme est associée à la sous-évaluation initiale. Celle-ci a été calculée en mesurant la performance réalisée par l'investisseur qui acquiert le titre au prix d'émission et le cède au cours de clôture du premier jour de transaction. En moyenne, la sous-évaluation initiale s'établit à 20,57%, ce qui est sensiblement plus élevé que la valeur rapportée dans les études canadiennes antérieures³¹. Pendant les cinq premières années de l'émission, nous constatons les émissions initiales sous-évaluées ont enregistré une sous-performance plus élevée que celle de l'échantillon d'émissions surévaluées. Ceci d'ailleurs peut être expliqué par la forte sous-évaluation initiale de ces émissions (41,76%). Ce résultat est conforme à l'intuition et aux résultats des travaux américains antérieurs qui indiquent que les actions dont le prix est sous-évalué accusent une tendance plus négative à long terme. Ce résultat supporte également l'hypothèse de « l'impresario » avancée par Shiller (1990).

Lorsque l'échantillon est segmenté par industrie³², nous constatons que la sous-performance varie considérablement d'un secteur à un autre. Ainsi, par exemple, les émissions initiales du secteur des services financiers ont un rendement ajusté positif au 12^{ème}, au 24^{ème}, au 36^{ème} et au 48^{ème} et au 60^{ème} mois de l'émission. Les émissions du secteur minier sous-performent au 12^{ème}, au 24^{ème}, au 36^{ème} et au 48^{ème} et au 60^{ème} mois de l'émission (30,79%). Cette contre performance peut être expliquée par la forte sous-évaluation initiale (35,71%) du secteur. Nous remarquons également que

³¹ Ces études se basent essentiellement sur les émissions initiales lancées à la Bourse de Toronto. Or les conditions de souscription en Ontario sont beaucoup plus strictes que celles auprès des autres places financières canadiennes.

³² La répartition sectorielles se base sur celle du système électronique de données d'analyse et de recherche (SEDAR) disponible à l'adresse suivante : www.sedar.com.

ce secteur a la sous-performance après cinq ans de l'émission la plus élevée (-40,66%) par rapport celles d'autres secteurs.

Le secteur pétrolier et gazier a le même comportement que le secteur minier. Ainsi, suite à une sous-évaluation initiale élevée de 29,04%, les émissions de ce secteur sous-performent durant les cinq années suivant l'émission par rapport aux firmes de contrôle. Nous remarquons également que ce secteur a la sous-performance après cinq ans de l'émission la plus élevée (-37,94%) par rapport celles d'autres secteurs. Nos résultats sont conformes aux énoncés de Ritter (1991) qui observe que les émissions initiales du secteur pétrolier et gazier, aux États-Unis, sont sous-évaluées mais sous-performent à long terme et que le secteur des services financiers affiche la meilleure performance à long terme. Les caractéristiques particulières des entreprises financières par rapport aux entreprises industrielles et commerciales pourraient expliquer la performance à long terme des EI du secteur financier.

Les émissions des secteurs biotechnologie/ produits pharmaceutiques, immobilier et de production sous-performent à partir de la première année de l'émission et jusqu'à la cinquième année suivant l'émission. Les émissions initiales technologiques performent faiblement à la première année d'émission, suite à une forte sous-évaluation initiale (19,77%), mais sous-performent par la suite jusqu'à la cinquième année d'émission.

Les émissions des secteurs des communications et média et des magasins spécialisés sont surévaluées (-4,66% et -1,9% respectivement), ce qui peut expliquer la faible performance du premier secteur et la faible sous-performance du deuxième au 60^{ème} mois de l'émission. Au 48^{ème} de l'émission, la sous-performance de ces deux secteurs est également faible (-2,65% et -0,16% respectivement).

Les émissions du secteur autres, qui représentent les services publics, le transport, l'agriculture, la production de films, les conglomerats et autres, sous-performent jusqu'au 60^{ème} mois de l'émission.

En se basant sur les BHARs de trois années, nous constatons que sur un total de 10 secteurs, 9 affichent une performance inférieure à celle de l'échantillon de firmes de contrôle alors qu'en se basant sur les BHARs de cinq années, 8 secteurs sur 10 affichent une performance inférieure à celle de l'échantillon de firmes de contrôle. Nous concluons également que les émissions des secteurs sous-évalués affichent une piètre performance à

long terme et que les émissions des secteurs qui sont sur-évalués ou qui ont une sous-évaluation initiale moins importante affichent une performance moins décevante. L'incertitude ex-ante qui caractérise les émissions de certains secteurs, notamment les secteurs des mines et du pétrole et gaz pourraient expliquer cette sous-performance à long terme. Reste à vérifier si comme l'ont souligné Loughran et Ritter (1995), les émetteurs d'un secteur particulier sous-performent à long terme lorsqu'ils choisissent d'entrer en bourse au cours des périodes d'activité intense. C'est ce que nous faisons dans ce qui suit.

Nous avons également segmenté notre échantillon en période de forte activité (*hot period*) et en période de faible activité (*cold period*) en terme du nombre et du volume d'émissions par année. Ainsi, nous avons pu classer les années 1991, 1992, 1995 et 1998 en période chaude et les années 1993, 1994, 1996 et 1997 en période froide. Cette segmentation nous révèle que la sous-performance des émissions n'est pas un phénomène général. Au 36^{ème} mois de l'émission, le BHAR est de -18,06% pour les émissions « hot » alors qu'il est de -10,41% pour les émissions « cold ». Au 60^{ème} mois de l'émission, le BHAR est de -39,08% pour les émissions « hot » alors qu'il est de -4,6% pour les émissions « cold ». La différence de moyennes des deux sous-échantillons, à la cinquième année de l'émission, est significative à un seuil de 5%.

*** Tableau 3.12 ***

Le tableau 3.12 confirme également ces résultats, en montrant les calculs par année d'émission. La relation négative entre le volume annuel des émissions et la performance après l'émission, qui est illustrée au tableau 3.11, est cohérente avec le fait que de nombreuses entreprises procèdent à une émission publique d'actions aux alentours du sommet de popularité que connaît leur secteur. Ritter (1991) affirme que les acheteurs de premières émissions sont trop optimistes quant aux perspectives des entreprises émettrices : « *If there are periods when investors are especially optimistic about the growth potential of companies going public, the large cycles in volume may represent a response by firms attempting to "time" their IPOs to take advantage of these swings in investor sentiment* ». Ceci est cohérent avec l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité.

Par la suite, la performance subséquente négative observée peut être expliquée par une déception de la part des investisseurs, qui seront déçus car le niveau des profits élevés n'a pas été maintenu. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus la déception des investisseurs est grande, plus la correction du prix est importante. Teoh et coll. (1998) montrent que certaines firmes émettrices peuvent gérer les bénéfiques pour attirer les investisseurs et que ces firmes sous-performent au cours des trois années suivant l'émission. Cette avenue de recherche méritera des approfondissements.

D'après ces résultats, il est clair que les émissions initiales canadiennes offrent des rendements inférieurs à ceux d'un échantillon composé de firmes non émettrices pendant les cinq années et ayant la même capitalisation boursière, dès que les méthodes les plus robustes sont utilisées. Nous concluons, également, que bien que la sous-évaluation initiale soit sensiblement élevée, la performance à long terme, calculée à partir du prix d'émission, des émissions initiales d'actions sous-évaluées est inférieure à celle des émissions initiales surévaluées.

3.3.3 Analyse multivariée.

La plupart des variables qui peuvent expliquer la performance à long terme des émissions ne sont vraisemblablement pas indépendantes. L'étude de leurs effets combinés doit donc se faire au moyen d'analyses multivariées. Nous avons donc estimé un modèle de régression multiple combinant ces diverses variables. La variable expliquée est le rendement anormal cumulé en fin d'année, et le modèle est donc estimé cinq fois. Le modèle de régression a la forme suivante :

$$BHAR_{1,s}^i = \alpha_0 + \alpha_1 MINES_i + \alpha_2 P\&G_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 S\acute{E}I_i + \alpha_5 \text{Log (taille)}_i + \alpha_6 \text{HOT/COLD}_i + \varepsilon_{i,s} \quad (15)$$

où s prend la valeur 12, 24, 36, 48 or 60, $MINES$ prend la valeur 1 pour les émissions du secteur minier et zéro autrement, $P\&G$ prend la valeur 1 pour les émissions du secteur pétrolier et gazier et zéro autrement, et T prend la valeur 1 pour les émissions du secteur de la technologie et zéro autrement. $S\acute{E}I_i$ est le degré de sous-évaluation du titre i ,

HOT/COLD prend la valeur 1 pour les émissions chaudes et 0 pour les émissions froides et $\text{Log}(\text{taille})_i$ représente le logarithme du produit brut de l'émission, qui est considéré comme un indicateur de l'incertitude ex ante associée à l'émission.

*** Tableau 3.13***

Les résultats des estimations sont rapportés au tableau 3.13. Selon Shiller (1990), la performance à long terme des émissions initiales doit être négativement reliée à la sous-évaluation initiale. Miller (1977 et 2000) prédit que la performance à long terme doit être négativement reliée à l'incertitude ex ante que l'on peut lier à la taille, ainsi qu'aux secteurs d'activité : il est en effet plus difficile de prévoir les résultats d'entreprises des secteurs minier ou technologique que l'évolution des entreprises de production ou de service. Les résultats montrent que plusieurs relations statistiquement significatives sont stables dans le temps.

La première relation significative et négative apparaît lorsque l'on s'intéresse à la performance au 24^{ème}, 36^{ème} et 48^{ème} mois de l'émission entre les BHARs et la variable du secteur minier. Ceci confirme donc les résultats de l'analyse par facteur qui montrent que les émissions du secteur minier sous-performent à moyen et long terme.

La variable associée au secteur pétrolier et gazier semble également liée à un coefficient négatif pour les 12 mois, 24 mois, 36 mois, 48 mois et 60 mois suivant l'émission mais elle n'est significative que pour les 48 mois et les 60 mois suivant l'émission.

Une troisième relation négative apparaît entre la variable du secteur technologique et la performance à moyen et long terme. Au 24^{ème} et 36^{ème} mois de l'émission, la relation est statistiquement significative. Ceci confirme les résultats de l'analyse univariée qui montrent la performance décevante d'un secteur en mutation continue.

La quatrième relation significative et négative apparaît lorsque l'on s'intéresse à la performance au 12^{ème}, 24^{ème}, 36^{ème}, 48^{ème} et 60^{ème} mois de l'émission entre les BHARs et la variable de période de forte ou de faible activité. Ceci confirme donc l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité.

La variable associée à la taille d'émission semble liée à un coefficient positif pour les 12 mois, 24 mois, 36 mois, 48 mois et 60 mois suivant l'émission mais elle n'est significative que pour les 12 mois et 24 mois suivant l'émission. Ces résultats sont conformes donc à l'intuition. L'incertitude ex-ante peut expliquer la sous-performance à long terme des firmes émettrices³³.

Une relation négative apparaît lorsque l'on s'intéresse à la performance au 12^{ème} mois entre les BHARs et la variable sous-évaluation initiale. Par la suite, après 24 mois suivant l'émission, la relation entre les BHARs et la variable de la sous-évaluation initiale devient positive et non significative. Ceci est contraire à nos attentes et montre que la forte sous-évaluation initiale (20,57%) ne peut expliquer la sous-performance à long terme des émissions initiales.

En conclusion, ces résultats montrent que les émissions initiales sous-performent à moyen et long terme lorsqu'elles sont émises au cours des périodes caractérisées par un volume d'émissions élevé. L'hypothèse de la fenêtre d'opportunité formulée par Ritter (1991) peut donc être une explication possible au comportement à long terme des émissions au Canada. Nous constatons aussi que la sous-performance détectée varie d'un secteur à un autre et que l'incertitude ex-ante pourrait expliquer ces résultats.

3.4. CONCLUSION

Cette étude de la performance à long terme des émissions initiales canadiennes au cours de la période 1991-98 incorpore une étude succincte de la performance initiale. Notre analyse révèle que les rendements réalisés lors du jour d'entrée en bourse sont très élevés. En moyenne, ils atteignent 20,57%, ce qui est largement supérieur aux valeurs

³³ Hong et Stein (1999) affirment que « *Both short-run continuation and long-run reversals should be more pronounced in those (small, low-analyst-coverage) stocks where information diffuses more slowly* ». Daniel, Hirshleifer et Subrahmanyam (1998) et Barberis, Shleifer et Vishny (1998) affirment également que l'investisseur met du temps pour assimiler l'information publique disponible et mettent en évidence les phénomènes de sur-réaction et de sous-réaction.

relevées dans les études antérieures menées au Canada. Par la suite la performance des émissions est faible et les investisseurs qui ont acheté les émissions à la clôture du premier jour de transaction ont réalisé des pertes de 15,5% et de 25,6% (méthode en temps réel sur une base équipondérée) relativement à un échantillon de firmes de contrôle, au cours des trois ou des cinq années suivant l'émission, respectivement. Comme l'affirment Chen et Pan (1998, p. 21) « *High initial return along with poor long-run performance implies that IPOs are good investments only for the short run* ».

Pour mesurer la performance à long terme des émissions initiales, nous avons utilisé trois méthodes : la première repose sur le calcul conventionnel des résidus cumulés, à partir d'échantillons pairés, la seconde méthode demande le calcul des rendements excédentaires générés par une stratégie passive et la troisième méthode se base sur le calcul des rendements anormaux en temps réel. La différence observée suivant que l'on utilise l'une ou l'autre des méthodes de calcul de la performance anormale est compatible avec les résultats des travaux récents qui ont porté sur les choix et sur la puissance des tests statistiques.

L'analyse en coupe transversale de la performance à long terme des émissions initiales canadiennes montre que les émissions initiales des secteurs minier, pétrolier et gazier et technologiques sous-performent à long terme par rapport aux autres secteurs. La sous-performance des émissions de petite taille est plus importante que celles des émissions de grande taille et les émissions lancées au cours des périodes de faible activité performent mieux à long terme que celles lancées au cours des périodes de forte activité.

La forte sous-évaluation initiale des titres nouvellement émis peut être due à l'enthousiasme irrationnel ou encore à la myopie des investisseurs qui ne peuvent détecter que les firmes émettrices gèrent leurs états financiers pour augmenter les profits au cours de l'année fiscale qui précèdent l'émission (Teoh et coll. 1998). Toutefois, les tentatives d'explication des performances relatives ne permettent pas de confirmer les hypothèses de sur-réaction des investisseurs (Shiller, 1990) et de divergence des opinions (Miller, 1977 et 2000). L'influence nette des périodes d'émission est cohérente avec

l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité qui stipule que les entreprises qui inscrivent leurs titres à la cote sont en mesure de choisir le moment où elles procèdent à l'émission, soit près des sommets atteints par le marché, de manière à maximiser le produit de l'émission. Loughran et Ritter (1995) confirment également cette hypothèse et soulignant que de nombreux investisseurs « très optimistes » achètent de nouvelles émissions sur le marché primaire car ils espèrent ainsi acquérir le prochain Microsoft.

BIBLIOGRAPHIE

- Affleck-Graves, J., Hegde S., Miller, E., « Conditional price trends in the aftermarket for initial public offerings », *Financial Management* 25, p. 25-40, 1996.
- Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, F., « The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America », *Financial Management* 22, p. 42-53, 1993
- Aggarwal, R., Rivoli, P., « Fads in the initial public offering market ? », *Financial Management* 19, p. 45-57, 1990.
- Allen, F., Faulhaber, G.R., « Signalling by underpricing in the IPO market », *Journal of financial Economics* 23, p. 303-323, 1989.
- Aussenegg, W., « Short and long-run performance of initial public offerings in the austrian stock market », Unpublished *Vienna University of Technology* working paper, 1997.
- Barber, B., Lyon, J., « Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test statistics », *Journal of Finance* 41, p. 359-399, 1996.
- Barber, B., Lyon, J., « Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics* 43, p. 341-372, 1997.
- Barber, B., Lyon, J., «How can long-run abnormal stock returns be both positively and negatively biased? », *SSRN* working Paper, 1998,
- Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., « A model of investor sentiment », *Journal of Financial Economics* 49, p. 307-343, 1998.
- Biais, B., Faugeron, A., « IPO auctions :English, Dutch, ..., French and Internet», *University of Toulouse* working paper, 2000.
- Brav, A., « Inferences in long-horizon event studies: A Bayesian approach with applications to initial public offerings », *Journal of Finance* 55, p. 1979-2016, 2000.
- Brav, A., Geczy, C., Gompers, P., « Is the abnormal return following equity issuance anomalous? » *Journal of Financial Economics* 56, p. 209-249, 2000.
- Brav, A., Gompers, P., « Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non venture capital-backed companies », *Journal of Finance* 52, p. 1791-1821, 1997.

- Brown, S., Warner, J., « Measuring security price performance », *Journal of Finance Economics* 8(3), p. 205-258, 1980.
- Brown, S., Warner, J., « Using daily stock returns: the case of event studies », *Journal of Finance Economics* 14(3), p. 491-495, 1985.
- Buser, S., Chan, K., « NASDAQ/NMS Qualification stand, Ohio registration experience and the price performance of initial public offerings », *Ohio Department of Commerce and national Association of Securities Dealers Inc.*, Columbus, 1987.
- Cai, J., Wei, K., « The investment and operating performance of Japanese IPO», *Pacific-Basin Finance Journal* 5, p. 389-417, 1997.
- Chan, K., Cooney, J., Singh, A., « Earnings management, IPO and underwriter reputation », *SSRN working paper*, 2001.
- Chen, A., Pan, K., « Interacting biases, non-normal return distributions and the performance of tests for long-horizon event studies », *Iowa State University working paper*, 1999.
- Cowan, A., Sargent, A., « An answer to the long-run performance puzzle of IPOs in Taiwan: An application of the Fama-French model », *National Sun Yat-Sen University working paper*, 1998.
- Daniel, K., Titman, S., « Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns », *Journal of Finance* 52(1), p. 1-33, 1997.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., « Investor psychology and security market under- and overreactions », *Journal of Finance* 53, p. 1839-1885, 1998.
- Davis, J., Fama, E., French, K., « Covariances and average returns: 1929-1997 », *Journal of Finance* 55(1), p. 389-406, 2000.
- De Bondt, W., Thaler, R., « Does the stock market overreact? », *Journal of Finance* 40, p. 793-808, 1985.
- Eckbo, B., Norli, O., « Leverage, liquidity and long-run IPO returns », *SSRN working paper*, février 2000.
- Fama, E., « Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance » *Journal of Financial Economics* 49, p. 283-306, 1998.
- Fama, E., French, K., « Common risk factors in returns on stocks and bonds » *Journal of Financial Economics* 33, p. 3-56, 1993.

- Field, L.C., « Is institutional investment in initial public offerings related to long-run performance of these firms? », *Pennsylvania State University* working paper, , 1995.
- Finn, F, Higham, R., « The performance of unseasoned new equity-issues-cum-stock exchange listings in Australia», *Journal of Banking and Finance* 12, p. 333-351, 1988.
- Firth, M., « An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand», *Pacific-Basin Finance Journal* 5, p. 63-85, 1997.
- Friedlan J., Maynes, E. et Verma, S., « *The Long Run Performance of Canadian Initial Public Offerings* », Schulisch School of Business, *York University* working paper, Toronto, 1994.
- Goergen, M., « Insider retention and long-run performance in German and UK IPOs », School of management, *UMIST* working paper, 1998.
- Gompers, P., Lerner, G., « The really long-run performance of initial public offerings: the pre-NASDAQ evidence », *NBER* working paper, 2001.
- Holhausen, R., Larcker, D., « The financial performance of reverse leveraged buyouts », *Journal of Financial Economics* 42, p. 293-332, 1996.
- Hong, H., Stein, J., «A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets» , *Journal of Finance* 54, p. 2143–2184, 1999.
- Isobe, T., Ito, A., Kairys, J, «Underpricing, subsequent equity offerings and the long-run performance of Japanese IPOs», Working paper, 1995.
- Ibbotson, R., « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics* 2, p. 235-272, 1975.
- Ibbotson, R., « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics* 2, p. 235-272, 1975.
- Ikenberry, D., Lakonishock, J., Vermaelen, T., « Market underreaction to open market share repurchases », *Journal of Financial Economics* 39, p. 181-208, 1995.
- Jacquillat, J., McDonald, J, Rolfo, J., « French auctions of common stock: New issues, 1966-1974 », *Journal of Banking and Finance* 2, p. 305-322, 1978.
- Jaffe, J., « Special information and insider trading », *Journal of Business* 47, p. 410-428, 1974.
- Jegadeesh, N., « Long-term performance of seasoned equity offerings: Benchmark errors and biases in expectations », *Financial Management*, p. 5-30, 2000.

- Jensen, M., Meckling, W., « Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics* 3, p. 306-360, 1976.
- Jog, V., « The climate for Canadian initial public offerings », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, p. 357-401, 1997.
- Jog, V., McConnomy, B., « Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPOs and the impact on underpricing and post-issue return performance », *SSRN working paper*, 1999,
- Keloharju, M. « The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in the Finland », *Journal of Financial Economics* 34, p. 251-277, 1993.
- Kim, J., Krinsky, I., Lee, J., « The aftermarket performance of initial public offerings in Korea », *Pacific-Basin Finance Journal* 3, p. 429-448, 1995.
- Kim, M., Ritter, J., « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics* 53:3, p. 409-437, 1999.
- Kothari, S., Warner, J., « Measuring long-horizon security price performance », *Journal of Financial Economics* 43, p. 301-339, 1997.
- Krigman, L., Shaw, W., Womack, K., « The persistence of IPO Mispricing and the predictive power of flipping », unpublished *Dartmouth College* working paper, 1997.
- Kunz, R., Aggarwal, R., « Explaining the underpricing of initial public offerings: Evidence from Switzerland », *Journal of Banking and Finance* 18, p. 705-723, 1994.
- Lee, I., « Do managers knowingly sell overvalued equity ? », *Journal of Finance* 52(4), p. 1439-1466, 1997.
- Lee, P., Taylor. S., Walter, T., « Australian IPO underpricing in the short and long run », *Journal of Banking and Finance* 20, p. 1189-1210, 1996.
- Levis, M., « The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988 », *Financial Management* 22, 28-41, 1993.
- Ljungqvist, A., « Pricing initial public offerings : Further evidence from Germany », *European Economic Review* 41, p. 1309-1320, 1997.
- Loughran, T., « Book-to-market across firm size, exchange, and seasonality: Is there an effect ? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, p. 249-268, 1995.

- Loughran, T., Ritter, J., « The new issues puzzle », *Journal of Finance* 50, p. 23-51, 1995.
- Loughran, T., Ritter, J., « Uniformly least powerful tests of market efficiency », *Journal of Financial Economics* 55, p. 361-389, 2000.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K., « Initial public offerings: international insights », *Pacific-Basin Finance Journal* 2, p. 165-199, 1994.
- Loughran, T., Vigh, A., « Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? », *Journal of Finance* 52, p. 1764-1790, 1997.
- Lowry M., Schwert, G., « IPO market cycles: an explanatory investigation », *SSRN working paper*, 2000.
- Lowry M., Schwert, G., « Biases in the IPO pricing process », *NBER working paper*, 2001.
- Lyon, J., Barber, B., Tsai, C., « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns », *Journal of Finance* 54, p. 165-201, 1999.
- MacKinlay, A., « Event studies in economics and finance », *Journal of Economic Literature*, p. 13-39, 1997.
- Mandelker, G., « Risk and return: the case of merging firms », *Journal of Financial Economics* 1, p. 303, 1974.
- McGuinness, P., « An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong », *Journal of Business Finance and Accounting* 19, p. 165-186, 1992.
- Mikkelson, W., Partch, M., Shah, K., « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics* 44, p. 281-307, 1997.
- Miller, E., « Risk, uncertainty and divergence of opinion », *Journal of Finance*, p. 1151-1168, 1977.
- Miller, E., « Long run underperformance of initial public offerings: An explanation », *University of New Orleans working paper*, 2000.
- Mitchell, M., Stafford, E., « Managerial decisions and long-term stock price performance », *Journal of Business* 73, p. 287-329, 2000.
- Neyman, J., Pearson, E., « On the use and interpretation of certain test criteria for purposes of statistical inference, part I », *Biometrika* 20A, p. 175-240, 1928.

- Paudyal, K., Saadouni, B., Briston, R., « Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance », *Pacific-Basin Finance Journal* 6, p. 427-451, 1998.
- Rajan, R., Servaes, H., « Analyst following of initial public offerings », *Journal of Finance* 52, p. 507-529, 1997.
- Rau, P., Vermaelen, T., « Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms », *Journal of Financial Economics* 49, p. 223-253, 1998.
- Ritter, J., « Initial public offerings », *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, p. 5-30, 1998.
- Ritter, J., « The hot issue market of 1980 », *Journal of Business* 32, p. 215-240, 1984.
- Ritter, J., « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 46, p. 3-27, 1991.
- Ritter, J., « The costs of going public », *Journal of Financial Economics* 19, p. 269-281, 1987.
- Ritter, J., « Investment banking and securities issuance », chapitre 9 du North-Holland *Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris et René Stulz, (à paraître 2002), version 7 mars 2001.
- Roll, R., « On computing mean returns and small firm premium », *Journal of Financial Economics* 12, p. 371-386, 1983.
- Rydqvist, K., Häögholm, K., « Going public in the 1980s: evidence from Sweden », *European Financial Management* 1, p. 287-315, 1995.
- Shiller, R., « Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividend? », *American Economics Review*, p. 421-436, June 1981.
- Shiller, R., « Speculative prices and popular models », *Journal of Economic perspectives* 4, p. 55-65, 1990.
- Schwert, G., « Anomalies and market efficiency », chapitre 17 du North-Holland *Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris et René Stulz, (à paraître 2002), version janvier 2001.
- Spiess, D., Affleck-Graves, J., « Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings », *Journal of Financial Economics* 38, p. 243-267, 1995.

- Teoh, S., Welch, I., Wong, T., « Earnings management and the post-issue underperformance in seasoned equity offerings », *Journal of Financial Economics* 50, p. 63-99, 1998.
- Teoh, S., Welch, I., Wong, T., « Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 53, p. 1935-1974, 1998.
- Uhler, H., « Going public in the F.R.G », R. Guimaraes, B. Kingsman and S. Taylor, eds., *A reappraisal of the efficiency of financial markets* (Springer-Verlag, Berlin), p. 369-393, 1989.
- Welch, I., « Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings », *Journal of Finance* 44, p. 421-449, 1989.
- White, H., « A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity », *Econometrica*, 48, p. 817-838, 1980.

Figure 3.1 Rendements anormaux cumulés (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta (excluant les JCP) et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix d'émission. CAR VW indique les rendements anormaux cumulés calculés sur une base pondérée par les capitalisations et CAR EW indique les rendements anormaux cumulés calculés sur une base équipondérée.

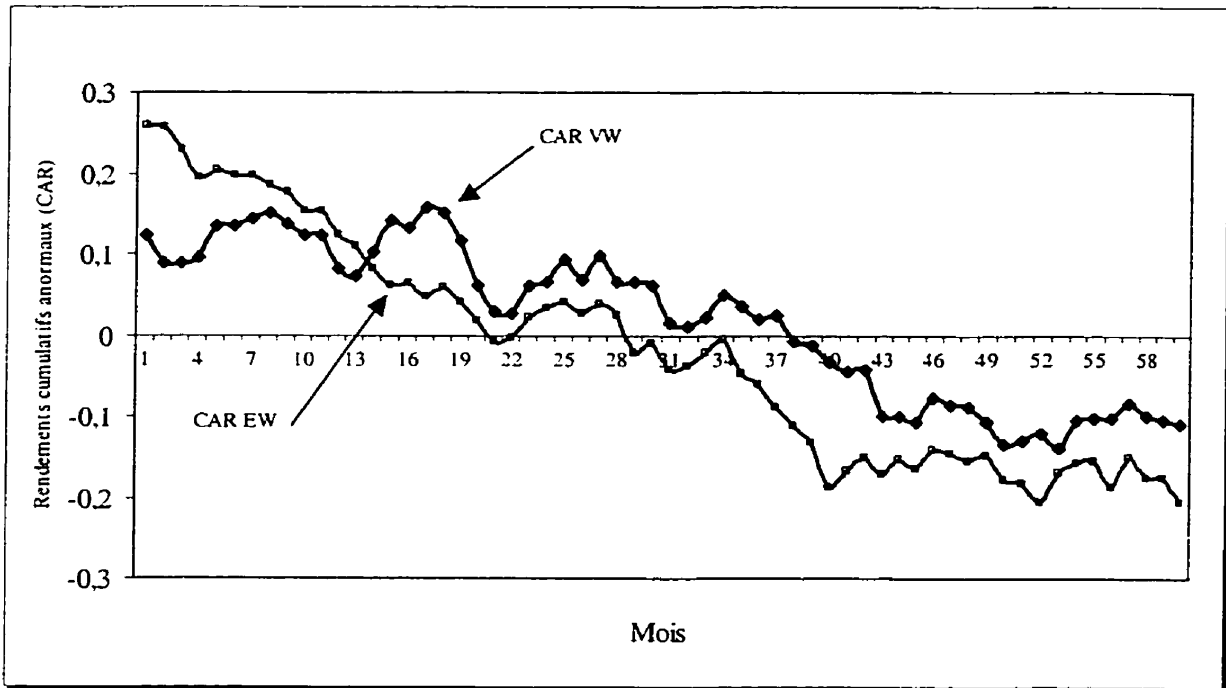


Figure 3.2 Rendements anormaux cumulés (CAR) et rendements anormaux générés par une stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix d'émission. Les calculs de performance sont fait sur une base équipondérée (EW).

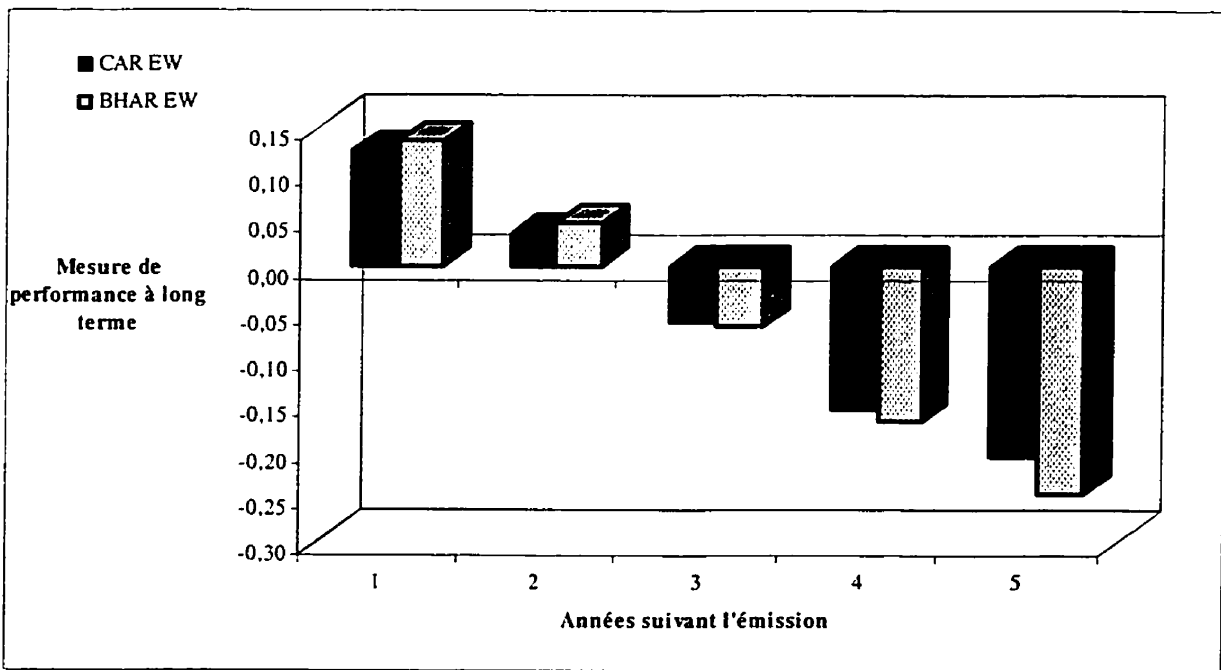


Figure 3.3 Rendements anormaux cumulés (CAR) et rendements anormaux générés par une stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix d'émission. Les calculs de performance sont fait sur une base pondérée par les capitalisations (VW).

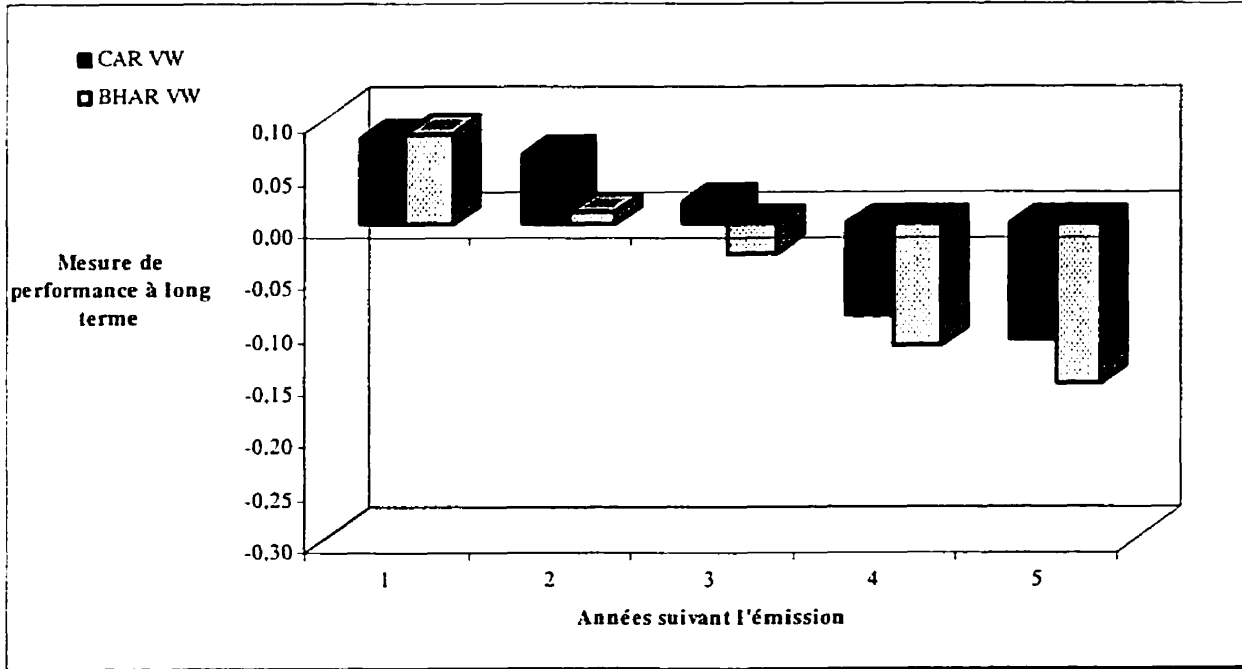


Figure 3.4 Rendements anormaux cumulés (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction. CAR VW indique les rendements anormaux cumulés calculés sur une base pondérée par les capitalisations et CAR EW indique les rendements anormaux cumulés calculés sur une base équipondérée.

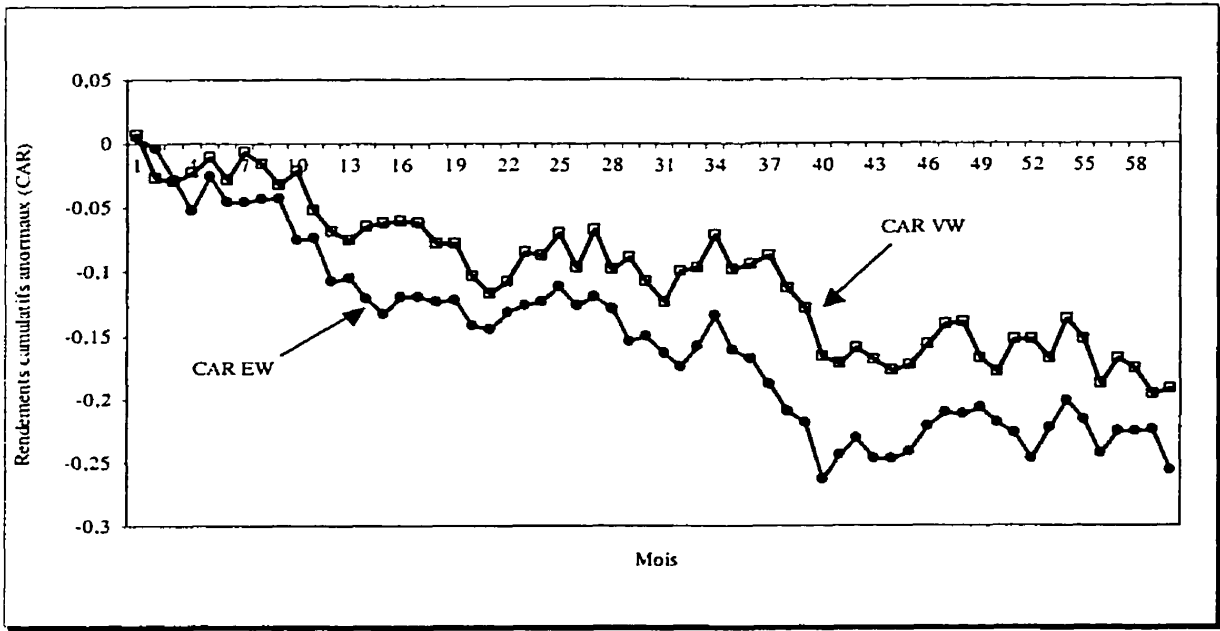


Figure 3.5 Rendements anormaux cumulés (CAR) et rendements anormaux générés par une stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction. Les calculs de performance sont fait sur une base équipondérée (EW).

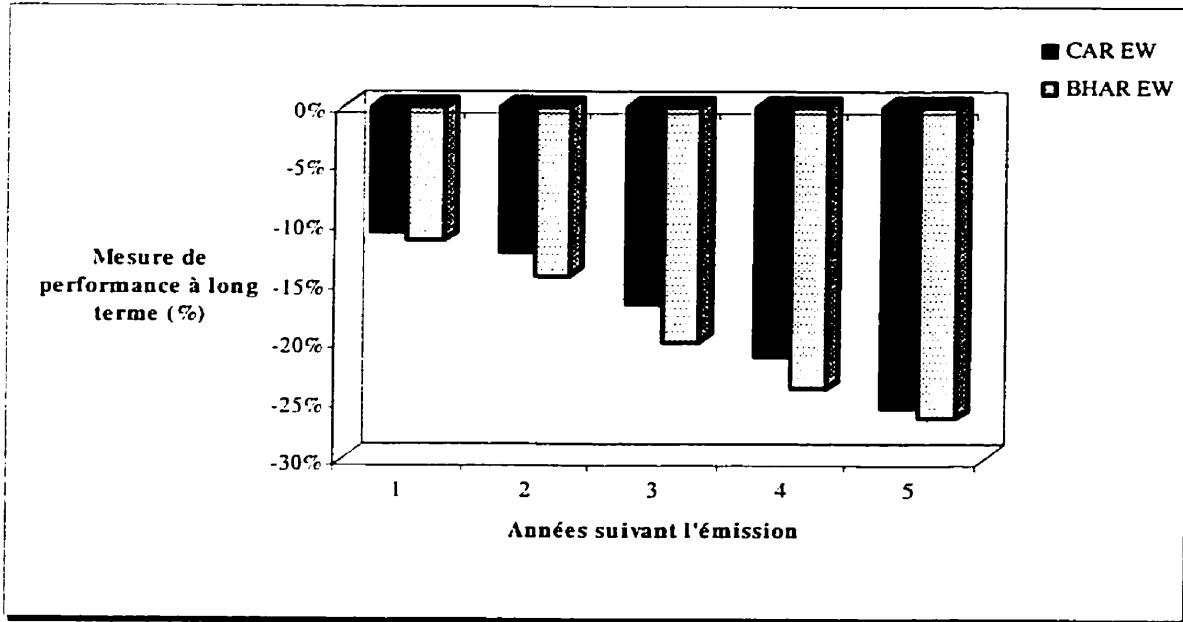


Figure 3.6 Rendements anormaux cumulés (CAR) et rendements anormaux générés par une stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix de fermeture du premier jour de transaction. Les calculs de performance sont fait sur une base pondérée par les capitalisations (VW).

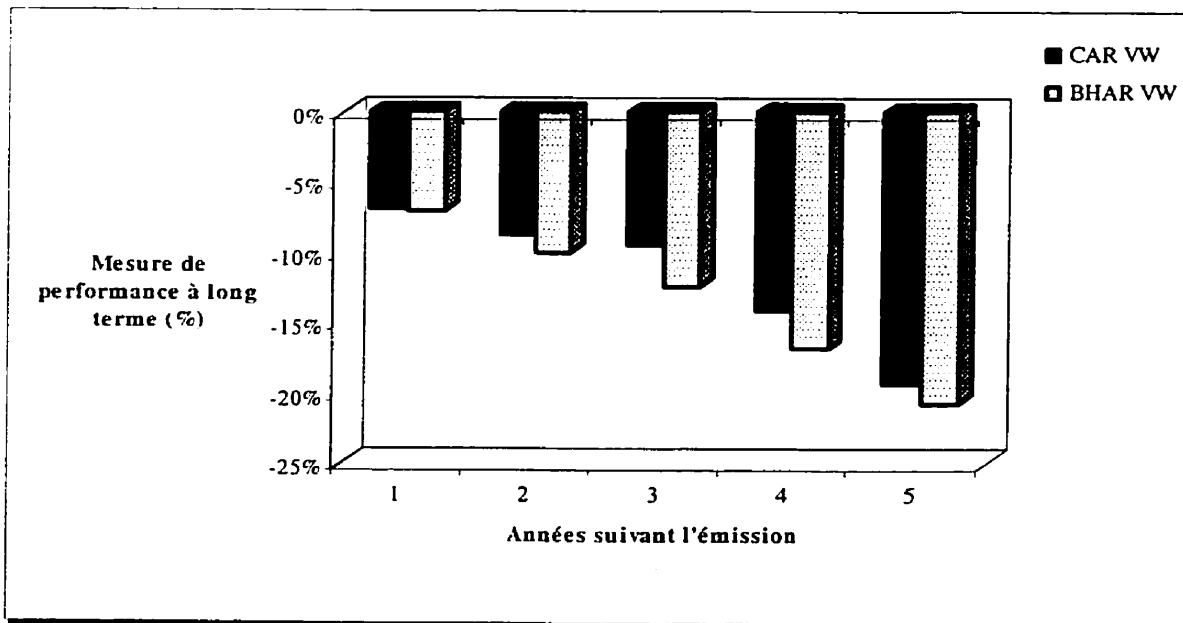


Figure 3.7 Rendements anormaux cumulés (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le CAR est calculé à partir du prix de fermeture de premier jour de transaction et à partir du prix d'émission. Les calculs de performance sont fait sur une base équipondérée (EW).

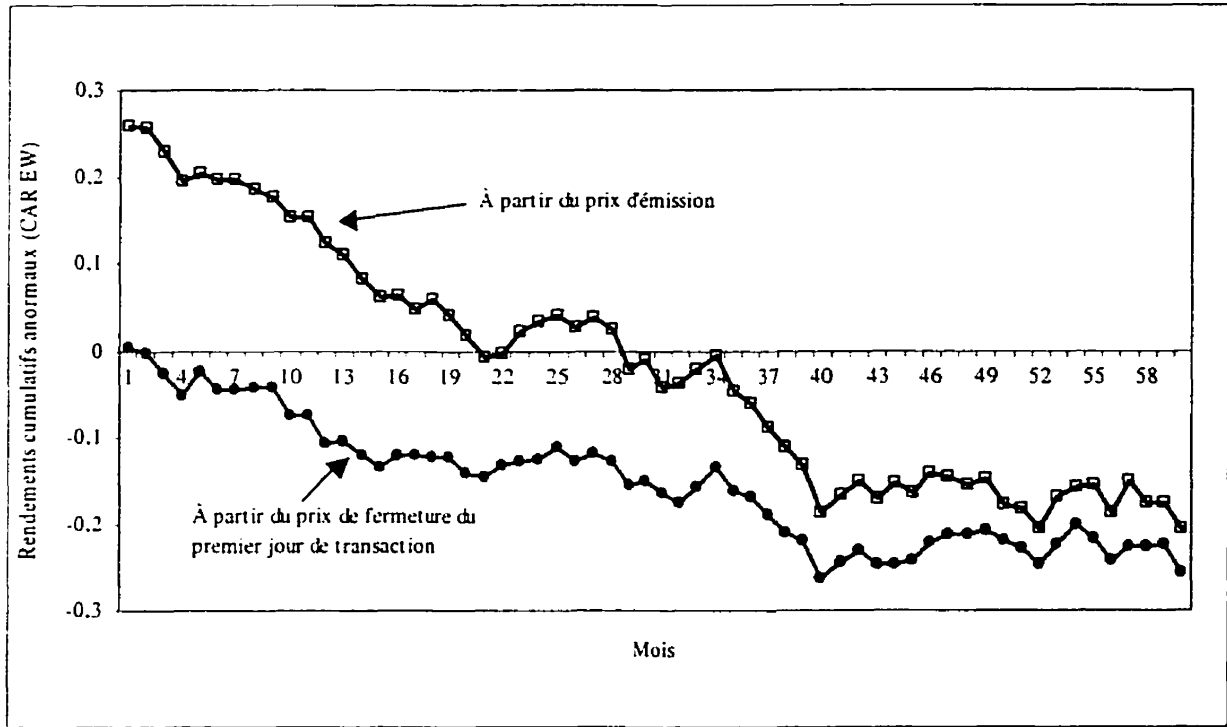


Figure 3.8 Rendements anormaux cumulés (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soit à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le CAR est calculé à partir du prix de fermeture de premier jour de transaction et à partir du prix d'émission. Les calculs de performance sont fait sur une base pondérée par les capitalisations (VW).

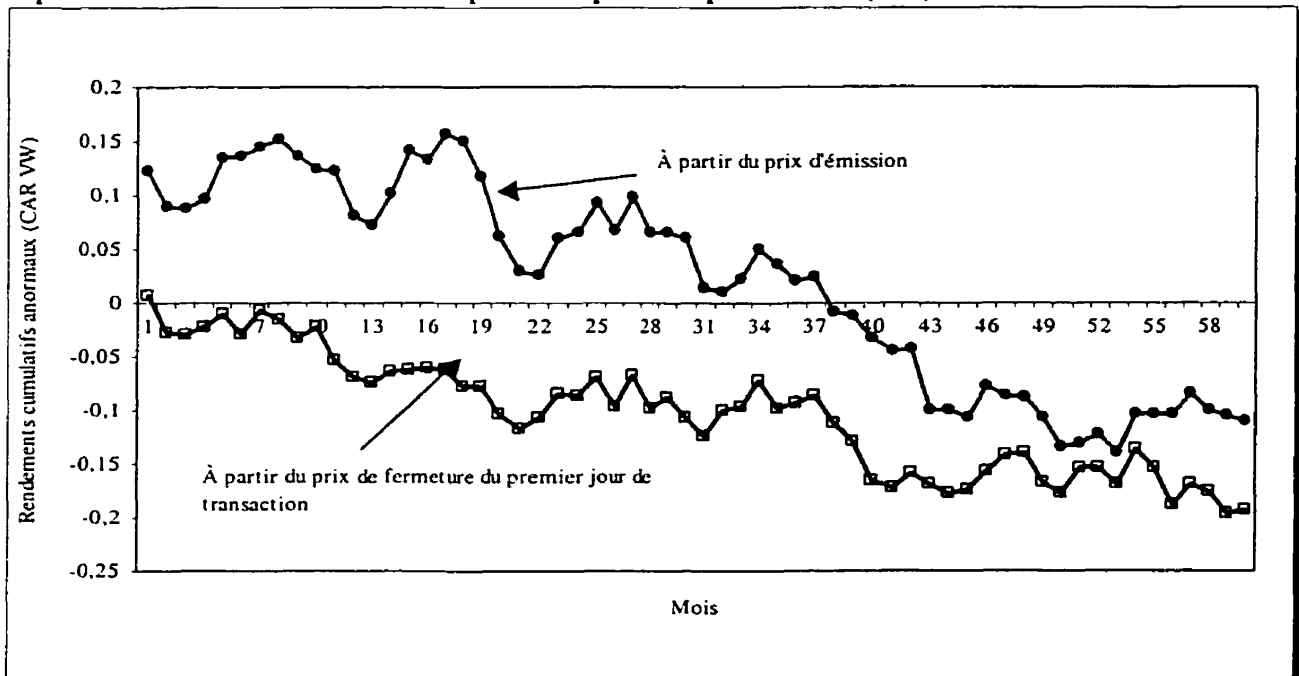


Figure 3.9 Rendements anormaux générés par la stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le BHAR est calculé à partir du prix d'émission (1) et à partir du prix de fermeture de premier jour de transaction (2). Les calculs de performance sont fait sur une base équilibrée (EW).

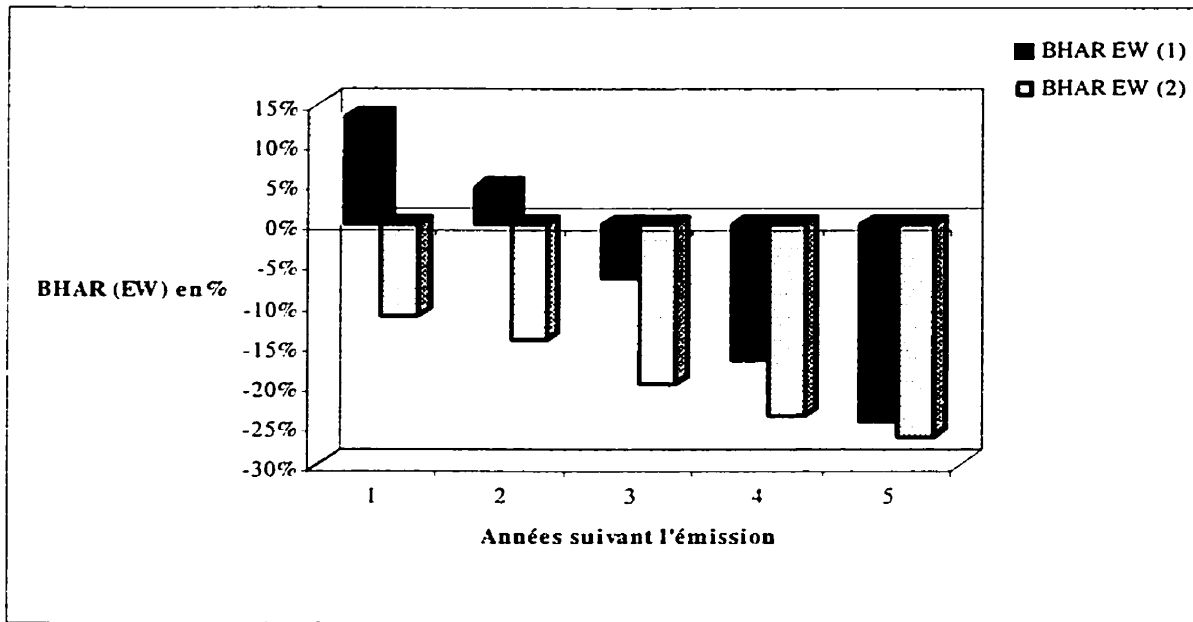


Figure 3.10 Rendements anormaux générés par la stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le BHAR est calculé à partir du prix d'émission (1) et à partir du prix de fermeture de premier jour de transaction (2). Les calculs de performance sont fait sur une base pondérée par les capitalisations (VW).

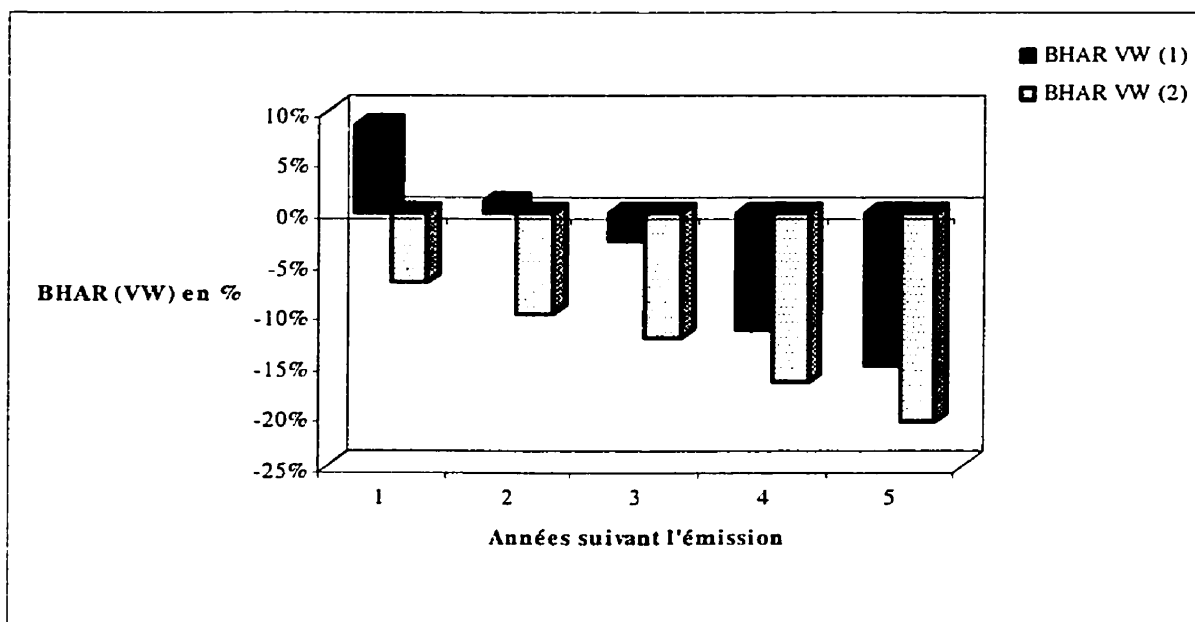


Tableau 3.1

Résultats des différents travaux sur la performance suivant l'émission initiale d'actions. La Performance post-émission ajustée est mesurée à partir du prix au marché (c'est-à-dire excluant les rendements des premiers jours de transaction ou du premier jour de transaction selon le pays étudié) selon la formule suivante : $100 * [(1 + R_{EI,T}) / (1 + R_{m,T})] - 100$, où $R_{EI,T}$ est le rendement moyen de la stratégie passive qui consiste à investir dans l'échantillon de premières émissions d'actions, achetées aux prix de fermeture du premier jour d'entrée en bourse, et à détenir les actions

jusqu'à la troisième année d'émission. $R_{EI,T} = 1/N \left[\sum_{t=1}^N R_{i,t} \right]$, N est le nombre de firmes émettrices, T=36 mois ou la

période jusqu'à la date de suspension du titre, $R_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - 1 \right] \times 100$ est le rendement de la stratégie passive qui

consiste à acheter les actions de la firme i et à les détenir jusqu'à la troisième année d'émission et r_{it} est le rendement de la firme i au mois t. De même, $R_{m,T}$ est le rendement moyen de la stratégie passive qui consiste à investir dans l'échantillon des firmes de contrôle ou dans le portefeuille de référence, acheté au prix de fermeture du premier jour d'entrée en bourse, et à le détenir jusqu'à la troisième année d'émission.

^a Jog utilise deux portefeuilles de référence : l'indice TSE 300 et l'indice de la base de données TSE-Western qui est pondéré en fonction de la capitalisation boursière.

^b t=21 jours. Le premier mois comprend les journées 2 à 22 et ainsi de suite.

^c t=21 jours. Le premier mois comprend les journées 2 à 22 et ainsi de suite.

Pays	Auteurs	Nombre d'émissions	Années d'émission	Performance post-émission ajustée*
Allemagne	Ljungqvist	145	1970-90	-12,1%
Australie	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	-46,5%
Autriche	Aussenegg	57	1965-93	-27,3%
Brésil	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1980-90	-47,0%
Canada ^b	Jog ^a	130	1971-92	-35,15% -43,66%
	Notre étude	758	1991-98	-16%
Chili	Aggarwal, Leal & Hernandez	28	1982-90	-23,7%
Corée	Kim, Krinsky & Lee	99	1985-88	+2,0%
États-Unis ^c	Loughran & Ritter	4,753	1970-90	-20,0%
Finlande	Keloharju	79	1984-89	-21,1%
Japon	Cai & Wei	172	1971-90	-27,0%
Royaume-Uni	Levis	712	1980-88	-8,1%
Nouvelle Zelande	Micheal Firth	143	1979-87	-10,00%
Suède	Loughran, Ritter & Rydqvist	162	1980-90	+1,2%

Tableau 3.2

Distribution des émissions initiales par année. L'échantillon est composé de 445 émissions initiales (EI) inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998.

Année	Nombre d'EI	Valeur brute (millions de \$)
1991	11	1 044,6\$
1992	25	1 437,47\$
1993	78	2 451,4\$
1994	70	2 203,7\$
1995	41	442,8\$
1996	85	1 754,4\$
1997	88	3 297,83\$
1998	47	2 025,6\$
Total	445	14 657,9\$

Tableau 3.3

Distribution des émissions initiales par province. L'échantillon est composé de 445 émissions initiales (EI) inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, de l'Alberta, et le marché hors cote canadien et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *Autres présentent les provinces suivantes: Manitoba, Saskatchewan, Île du Prince Édouard, Terre-Neuve et Yukon. Nous avons également exclu les émissions du programme Junior Capital Pool de la Bourse de l'Alberta .

Province	Nombre d'EI	Valeur brute (millions de \$)
Alberta	76	1 016,3\$
Ontario	170	8 148,3\$
Colombie-Britannique	127	1 160,3\$
Québec	48	2 196,3\$
Autres*	24	2 072,7\$
Total	445	14 657,9\$

Tableau 3.4

Distribution des émissions initiales par industrie. L'échantillon est composé de 445 émissions initiales (EI) inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, de l'Alberta, et le marché hors cote canadien et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *Autres présentent les industries ou secteurs suivants: services publics, transport, agriculture, divers, conglomérats, production de films et autres.

Industrie ou secteur	Nombre d'EI	Produit brut (millions de \$)
Mines	102	1 644,1\$
Pétrole et gaz	54	1 604,55\$
Produits	84	3 927,98\$
Technologie	86	2 838,06\$
Services financiers	18	590,27\$
Immobilier	11	537,8\$
Biotech/Produits pharmaceutiques	22	423,15\$
Communications et média	17	1 254,4\$
Magasins spécialisés	14	445,06\$
Autres*	37	1 393\$
Total	445	14 657,9\$

Tableau 3.5

Rendements cumulés anormaux (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le rendement cumulatif anormal (noté CAR) corrigé en fonction du portefeuille de référence sur le marché secondaire du mois q au mois s correspond à la sommation du rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence (AR_{it}) pour chacune des actions durant cette période, la sommation étant faite du mois q au mois

s. $CAR_{qs} = \sum_{t=q}^s AR_{it}$ où $AR_{it} = 1/n_t \sum_{i=1}^{n_t} AR_{it}$ et $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ est le rendement anormal mensuel de l'action

i au cours du mois t, par rapport au portefeuille de référence avec R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t. Le t-statistique est calculé comme suit $t_{CAR_{i,t}} = CAR_{i,t} * \sqrt{n_t} / \sqrt{[t * var + 2*(t-1)*cov]}$. Les CARs incluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base équilibrée.

Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t	Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t
1	443	0,2576	16,99	31	239	-0,0429	-0,37
2	442	0,2568	11,96	32	237	-0,0382	-0,33
3	438	0,2281	8,64	33	231	-0,0212	-0,18
4	434	0,1932	6,31	34	222	-0,0055	-0,04
5	432	0,2027	5,91	35	219	-0,0467	-0,37
6	427	0,1964	5,19	36	217	-0,0615	-0,47
7	420	0,1967	4,78	37	205	-0,0879	-0,65
8	416	0,1846	4,17	38	201	-0,1121	-0,81
9	408	0,1766	3,73	39	196	-0,1329	-0,93
10	403	0,1519	3,02	40	188	-0,1869	-1,27
11	397	0,1539	2,90	41	183	-0,1660	-1,10
12	391	0,1236	2,21	42	178	-0,1505	-0,97
13	382	0,1092	1,86	43	176	-0,1721	-1,09
14	371	0,0825	1,33	44	175	-0,1538	-0,96
15	361	0,0619	0,95	45	171	-0,1641	-1,00
16	349	0,0634	0,93	46	165	-0,1423	-0,84
17	342	0,0474	0,67	47	164	-0,1450	-0,85
18	340	0,0592	0,81	48	163	-0,1554	-0,90
19	329	0,0405	0,53	49	159	-0,1492	-0,84
20	322	0,0176	0,22	50	154	-0,1772	-0,97
21	315	-0,0082	-0,10	51	147	-0,1832	-0,97
22	307	-0,0036	-0,04	52	142	-0,2067	-1,07
23	300	0,0228	0,26	53	139	-0,1698	-0,86
24	290	0,0344	0,38	54	137	-0,1564	-0,78
25	281	0,0393	0,41	55	132	-0,1554	-0,75
26	276	0,0268	0,27	56	120	-0,1878	-0,86
27	267	0,0387	0,38	57	114	-0,1501	-0,67
28	259	0,0241	0,23	58	108	-0,1763	-0,75
29	255	-0,0225	-0,21	59	103	-0,1747	-0,72
30	248	-0,0110	-0,10	60	101	-0,2065	-0,84

Tableau 3.6

Rendements cumulés anormaux (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le rendement cumulatif anormal (noté CAR) corrigé en fonction du portefeuille de référence sur le marché secondaire du mois q au mois s correspond à la sommation du rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence (AR_t) pour chacune des actions durant cette période, la sommation étant faite du mois q au mois

$$s. CAR_{qs} = \sum_{t=q}^s AR_t \text{ où } AR_t = 1/n_t \sum_{i=1}^{n_t} AR_{it} \text{ et } AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

est le rendement anormal mensuel de l'action i au cours du mois t, par rapport au portefeuille de référence avec R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t. Le t-statistique est calculé comme suit $t_{CAR,t} = CAR_{1,t} * \sqrt{n_t} / \sqrt{[t*var + 2*(t-1)*cov]}$. Les CARs incluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base pondérée par les capitalisations.

Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t	Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t
1	443	0,1221	57,00	31	239	0,0142	-0,74
2	442	0,0894	28,77	32	237	0,0102	-0,65
3	438	0,0879	19,28	33	231	0,0216	-0,35
4	434	0,0959	13,61	34	222	0,0500	-0,09
5	432	0,1353	12,50	35	219	0,0358	-0,73
6	427	0,1353	10,86	36	217	0,0201	-0,94
7	420	0,1443	9,89	37	205	0,0244	-1,29
8	416	0,1512	8,59	38	201	-0,0089	-1,61
9	408	0,1361	7,63	39	196	-0,0128	-1,86
10	403	0,1239	6,17	40	188	-0,0329	-2,53
11	397	0,1223	5,89	41	183	-0,0447	-2,19
12	391	0,0811	4,49	42	178	-0,0430	-1,93
13	382	0,0719	3,76	43	176	-0,0999	-2,17
14	371	0,1026	2,69	44	175	-0,1005	-1,91
15	361	0,1421	1,92	45	171	-0,1073	-1,99
16	349	0,1326	1,87	46	165	-0,0774	-1,68
17	342	0,1564	1,34	47	164	-0,0869	-1,69
18	340	0,1507	1,62	48	163	-0,0878	-1,78
19	329	0,1170	1,06	49	159	-0,1076	-1,67
20	322	0,0617	0,44	50	154	-0,1338	-1,94
21	315	0,0287	-0,20	51	147	-0,1302	-1,94
22	307	0,0264	-0,09	52	142	-0,1216	-2,13
23	300	0,0610	0,52	53	139	-0,1392	-1,71
24	290	0,0660	0,75	54	137	-0,1037	-1,55
25	281	0,0939	0,83	55	132	-0,1030	-1,50
26	276	0,0668	0,55	56	120	-0,1030	-1,71
27	267	0,0983	0,76	57	114	-0,0846	-1,32
28	259	0,0651	0,46	58	108	-0,0998	-1,50
29	255	0,0653	-0,42	59	103	-0,1049	-1,44
30	248	0,0598	-0,20	60	101	-0,1102	-1,67

Tableau 3.7

Rendements cumulés anormaux (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le rendement cumulatif anormal (noté CAR) corrigé en fonction du portefeuille de référence sur le marché secondaire du mois q au mois s correspond à la sommation du rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence (AR_{it}) pour chacune des actions durant cette période, la sommation étant faite du mois q au mois

s. $CAR_{qs} = \sum_{t=q}^s AR_{it}$ où $AR_{it} = 1/n_t \sum_{i=1}^{n_t} AR_{it}$ et $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ est le rendement anormal mensuel de l'action

i au cours du mois t, par rapport au portefeuille de référence avec R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t. Le t-statistique est calculé comme suit $t_{CAR_{i,t}} = CAR_{i,t} * \sqrt{n_t} / \sqrt{[t * var + 2*(t-1)*cov]}$. Les CARs excluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base équilibrée.

Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t	Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t
1	442	0,0042	0,28	31	237	-0,1642	-1,45
2	438	-0,0040	-0,19	32	231	-0,1750	-1,50
3	434	-0,0275	-1,05	33	222	-0,1584	-1,31
4	432	-0,0520	-1,72	34	219	-0,1345	-1,09
5	426	-0,0251	-0,74	35	217	-0,1616	-1,28
6	419	-0,0455	-1,21	36	205	-0,1686	-1,28
7	415	-0,0456	-1,12	37	201	-0,1889	-1,40
8	408	-0,0425	-0,97	38	196	-0,2103	-1,52
9	403	-0,0431	-0,92	39	188	-0,2198	-1,54
10	397	-0,0756	-1,52	40	183	-0,2639	-1,80
11	391	-0,0737	-1,40	41	178	-0,2444	-1,62
12	381	-0,1079	-1,96	42	176	-0,2312	-1,51
13	369	-0,1053	-1,79	43	175	-0,2473	-1,59
14	361	-0,1212	-1,96	44	171	-0,2474	-1,55
15	348	-0,1336	-2,05	45	165	-0,2417	-1,47
16	342	-0,1195	-1,76	46	164	-0,2214	-1,33
17	340	-0,1201	-1,71	47	163	-0,2118	-1,26
18	329	-0,1230	-1,67	48	159	-0,2120	-1,23
19	322	-0,1222	-1,60	49	154	-0,2072	-1,17
20	315	-0,1419	-1,79	50	147	-0,2195	-1,20
21	307	-0,1457	-1,77	51	142	-0,2276	-1,21
22	299	-0,1323	-1,55	52	139	-0,2477	-1,29
23	289	-0,1266	-1,43	53	137	-0,2234	-1,14
24	281	-0,1243	-1,35	54	132	-0,2012	-1,00
25	276	-0,1122	-1,19	55	120	-0,2168	-1,02
26	267	-0,1265	-1,29	56	114	-0,2434	-1,11
27	259	-0,1190	-1,17	57	108	-0,2256	-0,99
28	255	-0,1286	-1,24	58	103	-0,2255	-0,96
29	248	-0,1543	-1,44	59	101	-0,2245	-0,94
30	239	-0,1502	-1,35	60	98	-0,2568	-1,04

Tableau 3.8

Rendements cumulés anormaux (CAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Le rendement cumulatif anormal (noté CAR) corrigé en fonction du portefeuille de référence sur le marché secondaire du mois q au mois s correspond à la sommation du rendement anormal moyen rajusté en fonction du portefeuille de référence (AR_t) pour chacune des actions durant cette période, la sommation étant faite du mois q au mois

$$s. CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_t \text{ où } AR_t = 1/n_t \sum_{i=1}^{n_t} AR_{it} \text{ et } AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \text{ est le rendement anormal mensuel de l'action}$$

i au cours du mois t, par rapport au portefeuille de référence avec R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t. Le t-statistique est

calculé comme suit $t_{CAR,t} = CAR_{1,t} / \sqrt{n_t} / \sqrt{[t \cdot \text{var} + 2 \cdot (t-1) \cdot \text{cov}]}$. Les CARs excluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base pondérée par les capitalisations.

Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t	Mois	Nombre de firmes émettrices	CAR t	Statistique t
1	442	0,0065	2,46	31	237	-0,1235	-3,74
2	438	-0,0269	-5,25	32	231	-0,0999	-2,94
3	434	-0,0290	-4,26	33	222	-0,0961	-2,73
4	432	-0,0230	-2,82	34	219	-0,0718	-2,00
5	426	-0,0110	-1,18	35	217	-0,0978	-2,67
6	419	-0,0287	-2,76	36	205	-0,0939	-2,45
7	415	-0,0071	-0,62	37	201	-0,0871	-2,22
8	408	-0,0155	-1,25	38	196	-0,1124	-2,79
9	403	-0,0319	-2,40	39	188	-0,1293	-3,11
10	397	-0,0217	-1,53	40	183	-0,1664	-3,89
11	391	-0,0528	-3,52	41	178	-0,1721	-3,92
12	381	-0,0684	-4,30	42	176	-0,1595	-3,57
13	369	-0,0746	-4,42	43	175	-0,1690	-3,73
14	361	-0,0639	-3,61	44	171	-0,1777	-3,83
15	348	-0,0619	-3,31	45	165	-0,1734	-3,63
16	342	-0,0603	-3,09	46	164	-0,1571	-3,24
17	340	-0,0613	-3,03	47	163	-0,1409	-2,87
18	329	-0,0778	-3,68	48	159	-0,1402	-2,79
19	322	-0,0777	-3,53	49	154	-0,1679	-3,25
20	315	-0,1038	-4,54	50	147	-0,1783	-3,34
21	307	-0,1175	-4,95	51	142	-0,1530	-2,79
22	299	-0,1070	-4,34	52	139	-0,1538	-2,75
23	289	-0,0844	-3,29	53	137	-0,1683	-2,95
24	281	-0,0868	-3,27	54	132	-0,1365	-2,33
25	276	-0,0693	-2,53	55	120	-0,1537	-2,48
26	267	-0,0969	-3,41	56	114	-0,1883	-2,93
27	259	-0,0666	-2,26	57	108	-0,1686	-2,53
28	255	-0,0977	-3,24	58	103	-0,1764	-2,56
29	248	-0,0882	-2,83	59	101	-0,1965	-2,81
30	239	-0,1073	-3,32	60	98	-0,1923	-2,68

Tableau 3.9

Rendements anormaux d'une stratégie passive (BHAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Les rendements excédentaires BHAR où l'investisseur achète et garde le titre i pendant une période T après l'événement par rapport à un échantillon de contrôle sont définis comme suit :

$$BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1+r_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1+r_{mt}) - 1 \right] \text{ où } T=60 \text{ mois ou la période jusqu'à la date de suspension du}$$

titre et r_{it} est le rendement de la firme i au mois t, r_{it} est le rendement de la firme i au mois t et r_{mt} est le rendement de la firme de contrôle m au mois t.

BHAR(1) est calculé à partir du prix d'émission et **BHAR(2)** est calculé à partir du prix de fermeture du premier jour d transaction. EW indique une base de calcul équipondérée et VW indique une base pondérée par les capitalisations. Le degré de signification est déterminé en utilisant la statistique t donnée par :

$$t = \sqrt{n} \times \left(S + \frac{1}{3} \hat{\gamma} S^2 + \frac{1}{6n} \hat{\gamma} \right) \text{ où } S = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)} ; t = 12, 24, 36, 48 \text{ et } 60 \text{ mois de l'émission ;}$$

$$\hat{\gamma} = \text{coefficient d'asymétrie des } BHAR_t = \frac{\sum_{t=1}^n (BHAR_{it} - \overline{BHAR}_t)^3}{n \sigma(BHAR_t)^3}$$

Méthode	BHAR (1)		BHAR (2)	
	EW	VW	EW	VW
Années suivant l'émission				
1 année	0,1334	0,0861***	-0,1145	-0,0697***
2 années	0,0456	0,0113	-0,1441	-0,099*
3 années	-0,0659	-0,0277	-0,1996	-0,1232
4 années	-0,1681	-0,1163	-0,2394	-0,1669
5 années	-0,2466	-0,1516	-0,265	-0,2061

* significatif à 1%, ** significatif à 5% et *** significatif à 10%.

Tableau 3.10

Rendements anormaux en temps réel (MMAR). Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Pour chaque mois du calendrier, nous calculons la moyenne des rendements anormaux des actions du portefeuille comme suit :

$$MAR_t = \sum_{i=1}^{n_t} x_{it} AR_{it}$$

où AR_{it} est le rendement anormal mensuel de l'action i au cours du mois t , par rapport

au portefeuille de référence: $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$, où R_{it} et R_{mt} sont respectivement, le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de référence au cours du mois t . Pour un portefeuille équipondéré (EW), $x_{it} =$

$$1/n_t$$

et pour un portefeuille pondéré par les capitalisations (VW), $x_{it} = MV_{it} / \sum_{i=1}^{n_t} MV_{it}$, où n_t est le nombre

d'actions détenues dans le portefeuille au cours du mois t ; la sommation se faisant de 1 à n_t . La grande moyenne des rendements anormaux (noté MMAR) correspond à la sommation des rendements anormaux standardisés pour chaque mois du calendrier, du premier mois au mois T . T est donc le nombre total de

mois du calendrier. $MMAR = 1/T \times \sum_{t=1}^T MAR_t$. Le degré de signification statistique de MMAR est

calculé par : $t(MMAR) = MMAR / \sigma(MAR(\text{standardisée})_t) \times \sqrt{T}$, où σ est écart type de la série temporelle des rendements anormaux moyen mensuels standardisés (MAR standardisée). La série des MAR_t est standardisée, sur la base des écart-types des portefeuilles.

*significatif à 1%.

Période	Performance mesurée à partir du prix d'émission		Performance mesurée à partir du prix du premier jour de transaction	
	MMAR EW	MMAR VW	MMAR EW	MMAR VW
Moyenne mensuelle en temps réelle	-0,34%	-0,18%	-0,42%*	-0,32%
3 ans	-12,39%	-6,61%	-15,5%*	-11,53%
5 ans	-20,65%	-11,02%	-25,6%*	-19,22%

Tableau 3.11

BHARs selon les caractéristiques de différents sous-échantillons. Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. *Autres présentent les industries ou secteurs suivants: services publics, transport, agriculture, divers, production de film, magasins spécialisés, conglomérats et autres. Les BHARs excluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base équipondérée.

La sous-évaluation initiale est calculée comme suit : (la moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - prix d'émission)/ prix d'émission.

*significatif à 1%. **significatif à 5%. ***significatif à 10%. ^D test-t de différence de moyennes des sous-échantillons suivants (période chaude versus période froide) significatif à 5%.

Échantillon	Mois 12 (%)	Mois 24 (%)	Mois 36 (%)	Mois 48 (%)	Mois 60 (%)	Sous-évaluation initiale (%)
BHAR	-11,45	-14,41	-19,96	-23,94	-26,5	20,57%
Échantillon total	440	389	286	210	166	445
Biotech / Produits pharmaceutiques	-16,37	-26,35***	-38,20*	-29,00	-16,20	17,03%
Observations	22	20	16	10	8	
Communications et média	-17,70***	-23,85	-12,69	-2,65	3,82	-4,66%
Observations	16	16	12	11	9	
Services financiers	5,83	13,33	25,09	21,62	22,88	1,31%
Observations	19	14	10	6	5	
Mines	-21,14*	-17,82***	-18,92***	-31,31**	-25,19*	35,71%*
Observations	101	89	64	49	34	
Pétrole et gaz	-14,60	-16,28	-35,90	-27,31	-37,94	29,04%*
Observations	53	49	34	24	20	
Autres*	-17,14***	-14,84	-19,11	-16,90	-21,99	22,37%*
Observations	36	29	25	12	8	
Produits	-11,86*	-17,15	-26,28	-28,19	-25,03	11,11%
Observations	84	77	59	48	39	
Immobilier	-5,73	-19,42	-26,89	-24,66	-32,99	16,9%
Observations	11	9	5	4	2	
Magasins spécialisés	-4,25	-2,04	-1,2	-0,16	-2,14	-1,9%
Observations	14	13	11	11	11	
Technologie	2,17	-16,34	-22,15	-22,98**	-20,90*	19,77%*
Observations	84	73	50	35	30	
Produits bruts ≤10M\$	-22,85*	-27,53*	-21,87*	-42,58*	-44,86*	38,56%*
Observations	235	209	141	96	72	
Produits bruts >10M\$	1,8	-2,7	-10,93	-7,9	-3,1	0,06%
Observations	205	180	145	114	94	
Période de forte activité	-13,52*	-15,34*	-18,06***	-30,12***	-39,08 ^D	22,03%*
Observations	318	313	213	138	133	
Période de faible activité	-6,40	-6,56	-10,41	-9,46	-4,6	16,77%*
Observations	112	76	73	72	33	
Émissions surévaluées	-3,35	-13,26	-11,14	-14,25	-6,73	-25,44%*
Observations	120	114	91	69	56	
Émissions sous-évaluées	-14,35*	-17,23*	-18,75*	-28,66*	-28,61*	41,79%*
Observations	320	275	195	141	110	

Tableau 3.12

Performance catégorisée par l'année d'émission. Notre échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux différentes places boursières canadiennes, soient à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. Les BHARs excluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base équipondérée. *significatif à 1%. **significatif à 5%. ***significatif à 10%

Année	Nombre d'émissions	Valeur brute de l'émission (millions de \$)	BHAR 1-année	BHAR 2-année	BHAR 3-année	BHAR 4-année	BHAR 5-année
1991	11	1 044,6\$	-3,3%	-5,3%	-3,28%	-7,58%	-7%
1992	25	1 437,47\$	-1,6%	0,19%	-9,9%	-10,48%	-12,54%***
1993	78	2 451,4\$	-4,16%*	-7,03%*	-13,29%	-12,30%*	-14,71%*
1994	70	2 203,7\$	-11,99%	-16,34%	-32,86%	-30,72%	-33,85%***
1995	41	442,8\$	-4,44%	-10,43%	-10,80%	-11,92%*	
1996	85	1 754,4\$	-6,88%	-19,39%***	-23,34%*		
1997	88	3 297,8\$	-13,15%*	-23,58%*			
1998	47	2 025,6\$	-1,5%				

Tableau 3.13

Relation entre les BHAR et les facteurs propres à l'entreprise. Le modèle de régression considéré a la forme suivante :

$$BHAR_{i,s}^i = \alpha_0 + \alpha_1 MINES_i + \alpha_2 P\&G_i + \alpha_3 T_i + \alpha_4 S\acute{E}I_i + \alpha_5 \text{Log}(\text{taille de l'émission})_i + \alpha_6 \text{HOT/COLD}_i + \epsilon_{is}$$

où $BHAR_{i,s}^i$ est le rendement anormal généré par une stratégie passive pour un investissement dans la firme i au cours de la période s , s prend la valeur 12, 24, 36, 48 or 60, $MINES$ prend la valeur 1 pour les émissions du secteur minier et zéro autrement, $P\&G$ prend la valeur 1 pour les émissions du secteur pétrolier et gazier et zéro autrement, et T prend la valeur 1 pour les émissions du secteur de la technologie et zéro autrement. $S\acute{E}I_i$ est le degré de sous-évaluation du titre i , Log représente le logarithme de la valeur brute de l'émission et HOT/COLD prend la valeur 1 s'il s'agit d'une émission chaude et 0 s'il s'agit d'une émission froide. La période chaude est constituée des années 1993, 1994, 1996 et 1997. La période froide est constituée des années 1991, 1992, 1995 et 1998. La valeur brute de l'émission est un indicateur de l'incertitude ex-ante. Les BHARs excluent les rendements initiaux du premier jour d'entrée en bourse et sont calculés sur une base équipondérée. Les statistiques t sont entre parenthèses et sont ajustées selon la procédure de White (1980). *significatif au seuil de 1%. **significatif au seuil de 5%. ***significatif au seuil de 10%.

Variable dépendante	Variables Indépendantes							R ² (%)	Obs
	Constante	Mines	P&G	T	SÉI	Log(taille)	HOT/COLD		
BHAR(1,12)	-0,78 (-3,31)***	-0,04 (-0,65)	-0,07 (-0,89)	-0,03 (-0,46)	-0,018 (-1,12)	0,11 (3,598)***	-0,14 (-2,5)**	0,066 6,6	440
BHAR (1,24)	-0,67 (-1,84)*	-0,21 (-1,91)*	-0,12 (-0,94)	-0,21 (-1,92)*	0,003 (0,15)	0,12 (2,51)**	-0,31 (-3,1)***	0,066 6,6	389
BHAR (1,36)	-0,02 (-0,08)	-0,29 (-2,63)***	-0,05 (-0,41)	-0,25 (-2,29)**	0,006 (0,33)	0,02 (0,51)	-0,18 (-1,97)**	0,051 5,1	286
BHAR (1,48)	-0,42 (-0,64)	-0,38 (-1,98)**	-0,48 (-2,14)**	-0,22 (-1,17)	0,02 (0,19)	0,09 (0,98)	-0,29 (-2,01)**	0,068 6,8	210
BHAR(1,60)	-0,60 (-0,92)	-0,17 (-0,9)	-0,51 (-2,4)**	-0,10 (-0,61)	0,13 (1,08)	0,10 (1,22)	-0,29 (-1,75)*	0,074 7,4	166

CONCLUSION

La croissance des jeunes entreprises est limitée par de nombreuses restrictions, dont l'une des plus importantes est l'obtention du capital nécessaire pour financer les plans d'investissement. Une émission initiale d'actions est, dans ce sens, une étape clé du développement d'une entreprise qui permet l'accès à des capitaux d'investissement dans le futur, de diversifier les possibilités de financement et de faciliter la mise en œuvre de certaines stratégies de croissance externe. Deux phénomènes empiriques caractérisent, cependant, les émissions initiales, soient la sous-évaluation initiale des prix et la sous-performance à moyen et long terme. En effet, les émissions initiales sont, en moyenne, introduites sur le marché à un prix sensiblement inférieur à celui qu'établira le marché secondaire peu après l'émission. Cette sous-évaluation constitue la première anomalie associée aux émissions initiales. Par la suite, la performance à moyen et long terme de ces émissions semble systématiquement décevante, ce qui constitue une seconde anomalie. Devant la persistance de ces deux phénomènes, nous nous sommes donnés comme objectif d'évaluer le comportement à court, moyen et long terme des émissions initiales et d'apporter des explications crédibles.

Le premier chapitre propose de présenter le plus clairement possible le marché canadien des émissions initiales et les différentes étapes d'une émission initiale. Il fait ressortir les points suivants : Tout d'abord, la démarche d'une émission initiale est particulièrement exigeante et peut s'échelonner sur plusieurs étapes. De l'étape de préparation du prospectus provisoire à la clôture de l'opération, l'émetteur devra engager des frais juridiques, des frais de comptabilité, de vérification, d'inscription à la bourse et d'impression du prospectus. Tous ces frais sont liés à la nécessité de se conformer aux exigences des organismes de réglementation et d'une bourse de valeurs mobilières. Il apparaît clairement que ces coûts directs sont en grande partie des dépenses peu sensibles à la taille de l'émission, ce qui explique qu'elles soient proportionnellement plus élevées dans le cas des petites émissions. Nous montrons aussi que ces coûts directs dépendent, non seulement de la province où a lieu l'inscription mais également du mode de souscription. Il ressort également de ce chapitre que le marché des émissions initiales au

Canada se présente par vagues et que les entreprises canadiennes d'un secteur particulier choisissent d'émettre des titres aux alentours des sommets que connaît leur industrie. Les émetteurs des secteurs technologiques, miniers, pétroliers et gaziers et immobiliers font partie de cette catégorie.

Le deuxième chapitre propose d'analyser la performance à court terme des émissions initiales d'actions et d'unités au Canada inscrites aux différentes places boursières. Il ressort de ce chapitre les conclusions suivantes : Premièrement, la SÉI moyenne des émissions canadiennes est importante, ce qui indique que les marchés financiers canadiens souffrent d'un problème net d'évaluation qui touche principalement les émissions de petite taille. La sous-évaluation initiale est un coût indirect d'émission que doit supporter la firme émettrice. Par conséquent, une sous-évaluation initiale élevée peut freiner le recours des entreprises aux émissions initiales pour obtenir du capital. Les résultats observés dépendent du type d'émission, du secteur d'activité, du prestige du courtier et de la province d'émission. Ainsi, la sous-évaluation initiale des émissions Junior Capital Pool (JCP) est nettement supérieure à celles d'autres émissions initiales. Également, les émissions initiales des secteurs immobiliers, pétrole et gaz, mines et technologies sont fortement sous-évalués par rapport aux autres secteurs. Les émissions initiales dirigées par des courtiers prestigieux sont moins sous-évaluées que celles dirigées par des courtiers non prestigieux. En outre, les émissions de l'Alberta et de la Colombie Britannique sont fortement sous-évaluées par rapport aux émissions ontariennes. Notre tentative d'explication du phénomène de la performance à court terme révèle que l'incertitude ex-ante, le prestige du courtier, la période d'entrée en bourse et le programme JCP expliquent en partie cette forte sous-évaluation initiale canadienne.

Le troisième chapitre propose d'analyser la performance à moyen et long terme des émissions initiales d'actions au Canada. Notre analyse révèle que les rendements réalisés lors du jour d'entrée en bourse sont très élevés. Par la suite la performance des émissions est faible et les investisseurs qui ont acheté les émissions à la clôture du premier jour de transaction réalisent des pertes importantes. Pour mesurer la performance à long terme des émissions initiales, nous avons utilisé trois méthodes : la première

repose sur le calcul conventionnel des résidus cumulés, à partir d'échantillons pairés, la seconde méthode demande le calcul des rendements excédentaires générés par une stratégie passive et la troisième méthode se base sur le calcul des rendements anormaux en temps réel. La différence observée suivant que l'on utilise l'une ou l'autre des méthodes de calcul de la performance anormale est compatible avec les résultats des travaux récents qui ont porté sur les choix et sur la puissance des tests statistiques. Nous montrons par ailleurs que les émissions initiales canadiennes des secteurs minier, pétrolier et gazier et technologiques sous-performent à long terme par rapport aux autres secteurs. La sous-performance des émissions de petite taille est plus importante que celles des émissions de grande taille et les émissions lancées au cours des périodes de faible activité performent mieux à long terme que celles lancées au cours des périodes de forte activité. Nos résultats confirment ainsi l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité qui suggère que les entreprises qui inscrivent leurs titres à la bourse sont en mesure de choisir le moment où elles procèdent à l'émission, soit près des sommets atteints par le marché, de manière à maximiser le produit de l'émission.

Cette thèse, bien qu'elle réussit à répondre à certaines questions en examinant le processus d'une émission initiale et en évaluant son comportement à court, moyen et long terme, a certes des limites qui représentent autant d'avenues de recherche à explorer. Tout d'abord, le paysage des émissions initiales ne cesse de se développer avec l'introduction de nouvelles méthodes d'émissions utilisant les enchères et le commerce virtuel. Il serait intéressant dans ce contexte d'examiner le comportement de telles émissions par rapport à celui des émissions initiales traditionnelles. Un tel problème présente plutôt un défi pour le chercheur. En effet, il est difficile de déterminer si, pour le moment, les ventes aux enchères d'émissions initiales, par exemples, sont rares en raison de problèmes techniques ou en raison de l'hostilité manifeste de l'industrie du courtage face à ce type d'émissions. Deuxièmement, la myopie des investisseurs, qui ne peuvent détecter que les entreprises émettrices, gèrent leurs états financiers pour augmenter les profits au cours de l'année fiscale qui précède l'émission, peut être une explication possible à l'énigme de la sous-évaluation initiale et représente une avenue de recherche intéressante au Canada.