

La sous-évaluation et la pertinence des méthodes d'évaluations à refléter la juste valeur des firmes lors des IPO « bourse d'Alger et de Tunis »

IPO underpricing and the relevance of valuation methods to reflect the fair value of firms « Algiers and Tunis stock exchange »

H'cene BENNABI *

Université M'hamed Bougara, Boumerdes –
Algérie, Laboratoire de l'avenir de l'économie
algériennes hors les hydrocarbures

h.bennabi@univ-boumerdes.dz

Sabah CHENAIT

Université M'hamed Bougara,
Boumerdes – Algérie

chenait.sabah@gmail.com

Received: 12/06/2021

Accepted: 06/10/2021

published: 15/12/2021

Résumé: Cette recherche s'intéresse à identifier l'existence de la sous-évaluation lors des IPO, et de tester la pertinence des méthodes d'évaluations à refléter la juste valeur. L'analyse est menée sur 28 firmes sur une période de 2000 à 2019. Nos résultats montrent l'existence d'une sous-évaluation sur la bourse de Tunis et d'Alger qui est corrélée négativement avec les résultats des évaluations qui, généralement surévaluent les firmes, ce qui renforce l'hypothèse que la sous-évaluation est utilisée pour réussir l'IPO. Cependant, l'analyse appuie les critiques suspectant les méthodes de dépendre à des paramètres manipulables et arbitraires pour émettre un prix d'offre souhaité surtout avec l'application non argumentée des pondérations entre plusieurs méthodes.

Mots-clés: IPO; Sous-évaluation; Méthodes d'évaluations des firmes; Juste valeur.

Codes de classification Jel : G10; G01; M40.

Abstract: This research aims to identify the existence of underpricing phenomenon during the (IPO), and to test the relevance of valuation methods to reflect the fair value of firms. The analysis is conducted on a sample of 28 companies over the period 2000 to 2019. Our results indicate the existence of an underpricing on the Tunis and Algiers stock exchange negatively correlated with the results of the valuation methods which, generally, overvalue firms. This reinforces the hypothesis that underpricing is used to ensure the success of IPO. However, the analysis supports the critics suspecting the methods to depend on manipulable and arbitrary parameters to emit a desired offer price, especially with the application of weightings between several methods.

Keywords: IPO; Underpricing; Valuation methods; Fair value.

Jel Classification Codes: G10; G01; M40.

INTRODUCTION

* Corresponding author : H'cene BENNABI

Plusieurs études empiriques ont montré l'existence du phénomène de sous-évaluation des titres lors des opérations d'IPO au cours des premiers jours de cotation dans de nombreux pays et sur pratiquement tous les marchés boursiers, un phénomène qui consiste à émettre les titres à un prix inférieur à sa juste valeur et qui semble être couteux pour des firmes qui cherchent à lever ces fonds et non pas à laisser de l'argent sur la table.

L'étude de (Loughran, Ritter, & Rydqvist, 2018) résume les résultats de plusieurs études qui corroborent l'existence d'une sous-évaluation positive, et qui varie d'un pays à un autre, avec une moyenne de 16.8% enregistrée aux Etats-Unis d'après Ibbotson, Sindelar & Ritter sur la période de 1960-2017 en utilisant un échantillon de 13001 firmes, ce qui rejoint les résultats obtenus par McGuinness et autres à Hong Kong, de Arosio et autres sur le marché italien, de Vos & Cheung et autres sur le marché new zélandais et de Dimson, Vismara et Levis à la place boursière du Royaume-Uni. La moyenne la plus haute a été enregistrée sur le marché émirati avec 270% d'après les résultats obtenus par Alanzi & Al-Zoubi pour la période de 2003-2010 sur un échantillon de 24 firmes.

Dans le contexte des marchés arabes émergents, le niveau enregistré pour les pays asiatiques est beaucoup plus élevé par rapport au niveau moyen des marchés émergents qui a été estimé à 60% d'après les travaux de Jenkinson et Ljungqvist en 2001, (Slama Zouari, Boudriga, & Taktak, 2011) et aux autres pays arabes à l'image de la Jordanie 149.0%, l'Arabie saoudite 239.8%, les Emirats Arabes Unis avec 270.1%, contre 33.3% pour le Maroc, 21.7% pour la Tunisie et 10.4% pour l'Égypte. (Loughran, Ritter, & Rydqvist, 2018) .

Les prix d'offre lors des IPO s'appuient principalement sur la combinaison des valeurs tirées des méthodes d'évaluations. Dans ce contexte, nous nous demandons dans quelle mesure le poids et la pertinence du choix d'une méthode d'évaluation peut déterminer la juste valeur d'une firme et limiter le degré de la sous-évaluation à l'introduction pour approcher le prix d'équilibre ?

Notre travail s'articule autour de quatre sections. Dans un premier lieu, nous décrirons les fondements théoriques de la recherche et la revue de la littérature pour expliquer les théories de la sous-évaluation, la pertinence des modèles comptables pour la valorisation des entreprises, ainsi que l'étude critique de l'efficacité des méthodes d'évaluations dans la détermination de la juste valeur de l'entreprise. Dans une deuxième section nous traiterons la méthodologie de recherche, le choix d'échantillonnage et la validation des techniques d'analyse. La troisième section aura pour objet d'exposer les résultats obtenus. Enfin, la dernière section sera consacrée à une synthèse de nos résultats.

1. Les fondements théoriques de la recherche et revue de la littérature

1.1. Explications théoriques de la sous-évaluation

Plusieurs études et théories mettent en évidence un phénomène de sous-évaluation des titres lors des opérations d'introduction initiale en bourse "IPO", un phénomène omniprésent sur pratiquement tous les marchés boursiers. D'après (Broye, 2001, p. 106) La plupart des théories proposées pour expliquer cette sous-évaluation mettent en exergue l'influence des problèmes d'asymétrie d'informations caractérisant les relations contractuelles entre les différentes parties prenantes : la firme, les investisseurs potentiels et les banques introductrices. Quant à (Beatty & Ritter, 1986) , ils soutiennent l'existence d'une relation d'équilibre entre la sous-évaluation et la véritable valeur des titres introduits et (Rock, 1986) que les investisseurs moins informés sont confrontés à un phénomène qualifié de « la malédiction du gagnant », ce qui les expose à recevoir des titres surévalués qui baisseront juste après l'introduction et causent de faibles rentabilités voir même négatives pour ces investisseurs moins informés.

Dans ce contexte, les émetteurs sont obligés de sous évaluer leurs titres afin de pousser les investisseurs non informés à participer dans la souscription des titres et d'assurer une demande suffisante afin de renforcer le succès de l'introduction.

Tandis que d'autres études empiriques s'appuient sur la théorie des signaux. (Allen & Faulhaber, 1989) et (Welch, 1989) ont supposé que la sous-évaluation soit utilisée par les firmes comme un signal de la qualité de l'entreprise, et que les firmes elles-mêmes connaissent le mieux les perspectives futures de la valeur qu'ils jugent favorable pour sous évaluer leurs titres. Par conséquent, les investisseurs savent que seules les firmes de bonne qualité pourront récupérer le cout de cette sous-évaluation lors des émissions ultérieures.

D'autres modèles basés sur l'hypothèse de l'incertitude suggèrent que l'incertitude qui entoure les opérations d'IPO peut générer une sous-évaluation comme une récompense pour la révélation de l'information de qualité, , la littérature a démontré l'incidence du choix par l'entreprise de deux types de partenaires : le cabinet d'audit (taille et réputation) qui certifie ses comptes et la banque introductrice qui se charge de son introduction (Broye, 2001, p. 119). Selon (DeANGELO, 1981), et contrairement aux autorités de régulation et aux petits cabinets d'audit, elle affirme que la qualité d'audit est une variance dépendante de la taille du cabinet, même lorsque les auditeurs possèdent initialement des capacités technologiques identiques, dans la mesure où les grands cabinets -et en ne signalant pas des anomalies significatives découvertes dans les missions d'audit- risquent de perdre les quasi-rentes associées à l'ensemble de leur clientèle. La réputation de l'auditeur apparaît comme un second facteur de différenciation : les cabinets réputés sont incités à maintenir un

service de qualité supérieure afin de préserver les rentes économiques liées à leur investissement spécifique dans un cabinet réputationnel et la banque qui se charge de son introduction.

Le modèle de (Titman & Trueman, 1986) a démontré que le choix des auditeurs et des banques introductrices affecte le prix d'introduction initial et que ce choix est une variance tributaire à la qualité d'information que dispose la firme émettrice. A cet effet, seules les entreprises détenant des informations favorables optent pour des auditeurs de qualité. Cependant, (Ronald, McDonald, & Robert, 1988) et (Hogan, 1997), testent un modèle théorique qui intègre explicitement la relation entre l'auditeur, la banque introductrice et le niveau de la sous-évaluation. Ce modèle indique l'existence d'une corrélation entre la qualité de la banque et de l'auditeur et que cette relation contribue à réduire le niveau de la sous-évaluation. A cet effet, les dirigeants sont incités à arbitrer entre les bénéfices et les couts qu'engendrent le choix d'un service de qualité avec son cout supérieur, et les bénéfices tirés par la réduction du niveau de l'incertitude des investisseurs et de la sous-évaluation. Quant à (Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998) et d'après l'analyse de 12558 firmes, ils affirment que le choix d'un cabinet réputé constitue un facteur clé diminuant toute tentative de gestion des résultats, ils suggèrent aussi que les auditeurs réputés sont plus susceptibles de s'opposer aux choix discrétionnaires des firmes.

Notons que les résultats des études américaines doivent être interprétés avec prudence, si l'on considère qu'aux Etats-Unis les cabinets d'audit sont très exposés à des problèmes de responsabilité civile en cas de pertes subies par les investisseurs. Il est en effet possible de considérer que le choix d'un cabinet réputé a un effet de signal, non pour sa qualité différenciée, mais pour l'assurance supplémentaire qu'il représente pour les investisseurs. Dans ce cas, le coût du signal correspondrait à la prime demandée par le cabinet pour son risque de litige avec les actionnaires, et non pas au coût d'une qualité différenciée. (Broye, 2001, p. 109). Cependant aucune théorie ne peut expliquer à elle seule ce phénomène.

Notons qu'il est important de garder à l'esprit que, outre la nature même de l'information, plusieurs facteurs influencent la façon dont les cours boursiers réagissent aux annonces. Ainsi, le temps de réponse des marchés à l'annonce d'une information nouvelle varie en fonction du type de marché et des conditions de concurrence entre les agents intervenant sur ce marché. Par exemple, le Chicago Board of Trade (CBOT) est un marché fortement concurrentiel où les agents intègrent très rapidement les informations dans les cours. La réaction du marché dépend également de la quantité d'informations disponibles, de la dispersion des anticipations des agents avant l'annonce, de la taille de l'entreprise émettrice ou encore du nombre d'analystes étudiant le titre. (Sandrine & Valérie, 2003).

1.2. La pertinence des modèles comptables pour la valorisation des entreprises

Nombre d'études reposant sur la qualité des modèles comptables ont été effectués en vue de tester l'efficacité des méthodes d'évaluations à refléter la juste valeur de l'entreprise. En effet certains auteurs, comme (Penman, 2002) ont reconnu la défaillance des systèmes comptables due principalement à la difficulté de mesure et qui peuvent favoriser les bulles boursières, quant à d'autres, ont mis en cause la comptabilité comme outil de valorisation de l'entreprise. Elle s'était vue reprocher son incapacité à évaluer des entreprises en devenir et les rapports entre valeurs boursières et valeurs comptables avaient atteint des multiples colossaux (Patrick & Dominique, 2007). Dans le même ordre d'idées, (Daniel, Edward, & Ira, 24 (1997)) sont arrivés à la conclusion que les états financiers au coût historique ont perdu de leur pertinence en raison du passage d'une économie industrialisée à une économie de haute technologie et de services.

Certains chercheurs remettent en question l'impact des différents systèmes comptables et des réglementations sur la valorisation des actions. Les résultats obtenus par (Miguel & Araceli, 2002) affirment l'existence de différences significatives dans l'évaluation boursière des données comptables qui ne s'expliquent pas par la composition de l'échantillon ou par des facteurs macroéconomiques, mais principalement par les différences de philosophie de présentation des rapports d'un pays à un autre. (Z. Jun & Feng, 2005) ont comparé la pertinence de la valeur comptable sur le marché boursier par le rapprochement entre les normes comptables chinoises et les normes IAS, l'étude a montré que les normes CAS sont plus pertinentes en termes de valeur sur le marché boursier chinois, est-ce dû uniquement à l'environnement dont l'information est traitée ?

Dans le même contexte, et du moment que les méthodes d'évaluations se reposent sur des données comptables, il convient d'étudier l'impact des valeurs comptables sur les valeurs de marché. (Eli & Baruc, 22 (1996)) ont examiné la pertinence des valeurs financières (comptables) et non financières sur les entreprises de communication et de l'industrie téléphonique et ont démontré que les informations financières (bénéfices, valeurs comptables et flux de trésorerie) sont largement impertinents pour l'évaluation des titres. Les résultats de (Sandrine & Valérie, 2003) montrent que les informations relatives aux annonces de résultats des sociétés, aux rumeurs et aux opérations de fusion/acquisition d'entreprises ont un impact considérable sur les cours. Quant à (PATELL & WOLFSON, 1984), ils ont examiné l'impact de l'annonce des informations relatives aux bénéfices et dividendes sur les cours des actions, et ont mis en évidence l'existence d'un délai de réaction relativement bref (cinq à dix minutes pour les réactions simples jusqu'à un à deux jours pour les rendements

importants): ces résultats sont comparables à l'annonce des résultats d'entreprises.

Les premières recherches fondées sur la théorie politico-contractuelle ont mis l'accent sur les raisons qui motivent les gestionnaires dans leurs choix de méthodes comptables. Mentionnons, à titre indicatif, le fait d'inscrire à l'actif plutôt qu'en charges les intérêts et l'utilisation d'une méthode d'amortissement accéléré comparativement à l'utilisation de l'amortissement linéaire (Denis & Michel, 1995). Quant à (JACQUES, 2003), il attire l'attention sur les manipulations comptables et le fait que tous les maillons de la chaîne impliquée dans la préparation et la validation des comptes avaient été défaillants dans les scandales financiers dont ENRON a marqué la première et spectaculaire étape et appelle à ce que les sociétés rendent compte de la réalité à leurs actionnaires.

1.3. Etude critique de l'efficacité des méthodes d'évaluations dans la détermination de la juste valeur de l'entreprise

Warren BUFFET a dit « If I were a Business School Professor in Finance, I would assign the following exam : 'How do you value Internet Companies?' and I would fail any student that did not leave the answer sheet blank ». (Bontis, 2004), l'expression de ce génie d'analyste boursier nous pousse à s'interroger s'il existe bien une logique d'évaluation qui offre une valeur intrinsèque et juste de l'entreprise? Ce débat s'est fortement accentué après l'acquisition récente de WhatsApp et d'Instagram par Facebook, les exemples du rachat par Yahoo de Tumblr démontrent que le prix payé aujourd'hui n'est plus défini par les méthodes d'évaluation classiques et vient renforcer l'idée que de nouveaux éléments doivent être pris en compte dans la décision d'évaluer une entreprise, éléments souvent créateurs d'une nouvelle valeur difficilement quantifiable tant les critères déterminants de valeurs changent et deviennent de plus en plus difficiles à modéliser (Romain, 2014)

En effet, après les scandales financiers à l'image de ENRON et WORDOM et l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000, les méthodes de valorisation ont été remises en question. Selon (Kim & Ritter, 1999), la plupart des firmes qui font des IPO sont de jeunes firmes pour lesquelles il est difficile de prévoir les flux de trésorerie futurs, et les évaluer par la méthode DCF reste très imprécise surtout dans la détermination du taux d'actualisation qui, selon plusieurs études empiriques, contribuerait en grande partie à justifier le prix d'offre. L'approche des entreprises comparables fonctionne mieux lorsqu'un groupe très comparable est disponible, cette approche n'offre aucune garantie contre la sous-évaluation ou la surévaluation de tout un secteur. Pour la plupart des introductions en bourse, l'approche fondée sur les actifs est peu pertinente, car la majeure partie de leur valeur provient des opportunités de croissance, ils constatent aussi que l'évaluation en utilisant des chiffres comptables sans

ajustements est peu pertinente. Par exemple, les travaux de (Hand & John, 2001) montrent qu'au pic de la bulle d'internet en mars 2000, le marché a récompensé les pertes des entreprises d'internet en interprétant ces pertes par les investisseurs comme des signaux de dépenses stratégiques et non pas comme des mauvaises performances ce qui rend la méthode des comparables boursiers très critiquée dans des situations pareilles. (Emmanuelle & Revest, 2010) aboutissent à la même conclusion que ce référencié à des comparables boursiers n'est pas pertinent en situation de forte volatilité, de faible liquidité, de maigre flottant ou encore quand la valeur en question n'est pas suivie par des analystes financiers, et que cette méthode est paradoxale dans le contexte de concurrence monopolistique. Prenant comme référence la valorisation ou le prix du leader, elle amène à attribuer à toutes les firmes positionnées sur la même activité une valorisation proche. Or, les entreprises perdant la course à l'innovation auront une valeur nettement inférieure à celle du vainqueur, voire nulle. On peut considérer que toutes les entreprises, hormis le leader, sont surévaluées. Quant à la méthode patrimoniale, l'actif qui apparaît au bilan, se présente sous sa valeur comptable, et donc « au moment le plus bas de sa valeur historique et de la valeur de marché », c'est donc une approche forcément trop éloignée de la réalité.

I. Méthodologie de recherche

I. I. Echantillonnage et collecte des données

Afin de réaliser cette recherche, les données ont été collectées à partir des prospectus d'introduction des entreprises lors des opérations d'IPO afin d'identifier le prix d'offre, les méthodes d'évaluation et les valeurs d'entreprises et/ou d'actions pour chaque méthode.

Les données des cours d'équilibre et des rendements proviennent de la base de données **ilboursa** et **CMF** pour la bourse de Tunis et de la base **SGBV** pour la bourse d'Alger.

Nous nous sommes intéressés aux entreprises tunisiennes et algériennes ayant effectué des opérations d'IPO. Pour la bourse de Tunis, 23 entreprises ont été retenues sur 35 prospectus analysés sur une période s'étalant entre 2007 et 2018. Tandis que pour la bourse d'Alger 05 entreprises ont été retenues sur une période entre 2000 et 2019. L'échantillon final est composé donc de 28 entreprises, le choix de la période et des entreprises ont été déterminés par rapport à la disponibilité des données.

I. II. Techniques d'analyses

Conformément aux études précédentes, nous utilisons la méthodologie suivante pour mesurer la sur/sous-évaluation des introductions en bourse.

Rendement non ajusté

Nous calculons la variation relative entre le prix de clôture P_{it} de l'action i à la t^{eme} séance et le prix d'offre de l'action P_{i0}

$$NAR_{it} = P_{it} / P_{i0} - 1$$

Avec t : en règle générale, le marché enregistre un déséquilibre important entre l'offre et la demande de titres. Quelques jours sont nécessaires pour obtenir un cours d'équilibre qui permet d'égaliser l'offre et la demande. Donc, t correspond au nombre de jours séparant le cours de première transaction et le cours d'équilibre, il correspond aux rendements successifs les plus proches, signe de l'avènement de l'équilibre.

Après les tests d'équilibre, il a été retenu une période de 5 jours pour le marché tunisien et de 40 jours pour le marché algérien

Rendement ajusté au marché

Pour tenir compte de l'impact du délai important entre la fixation du prix et l'introduction en bourse, nous utilisons le rendement anormal ajusté au marché, il est calculé comme étant le rendement total de l'action moins le rendement d'un indice de référence du marché sur la même période

$$MAR_{it} = NAR_{it} - MR_{mt}$$

Le rendement de l'indice du marché R_{mt} est donné comme suit :

$$MR_{mt} = P_{mt} / P_{m0} - 1$$

NAR : Non Adjusted Return

MAR : Market Adjusted Return

MR : Market Return Index

Dans cette étude, nous avons utilisé TUNIDEX et DZAIRINDEX comme des indices référentiels du rendement de marché tunisien et algérien.

Dans un second lieu et afin de mesurer la pertinence des méthodes d'évaluation, nous avons effectué une étude détaillée des prospectus, recenser les méthodes déployées pour chaque firme et mesurer le rendement en remplaçant le prix d'offre P_{it} par le prix de chaque méthode afin de chercher si des indices de sous/sur évaluations peuvent être constatés.

II. Résultats empiriques

La théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers suggère que les cours des actions doivent refléter rapidement et intégralement toute nouvelle information publiée. Dans ce contexte, nous nous demandons dans quelle mesure l'introduction de l'entreprise en bourse et l'annonce du prix d'offre et le choix d'une méthode d'évaluation peuvent conduire à détecter la juste valeur d'entreprise qui est reflétée par le prix d'équilibre sur le cours de l'action. Nos résultats confirment la littérature théorique et soutiennent l'existence d'un phénomène de sous-évaluation lors des opérations d'IPO, le niveau moyen s'élève à 9,43 % sur le marché tunisien avec 17 entreprises sous-évaluées d'une moyenne ajustée de 23.63% contre 06 qui ont été surévaluées à une moyenne de 30.81%. Le marché algérien a enregistré une sous-évaluation sur la totalité des entreprises introduites avec une moyenne non ajustée de 8.07% et de 3.92% avec ajustement au marché.

La validation empirique des résultats reste délicate compte tenu de la volatilité des valeurs d'une entreprise à une autre, la moyenne et la médiane sur les deux marchés est approximativement similaire, ce qui donne un signal positif de la symétrie des données, tandis que l'indice de l'écart type des valeurs obtenues est significativement élevé ce qui signifie que la série observée est hétérogène et trop dispersée par rapport à la moyenne. (Tableau 01)

Compte tenu du nombre limité des entreprises introduites sur la bourse d'Alger, les résultats obtenus doivent être interprétés avec prudence. A noter aussi que le principal facteur de ce test réside dans le choix de nombre de jours pour atteindre le prix d'équilibre, ce qui reste un choix très arbitraire pour l'analyse des données.

Tableau (1) : Synthèse des tests de rentabilité lors des IPO

	MOYENNE %		MAX %		MIN %		MEDIANE %		ECART TYPE %	
SOU.EV	23,75*	8,07**	94,17	20,00	0,00	0,00	9,07	1,25	27,08	9,95
AJUST.SOU.EV	23,63	6,33	93,28	17,81	0,60	0,37	9,53	3,57	26,79	8,02
SUR.EV	-30,96	/	-82,21	/	-0,94	/	-28,60	/	30,72	/
AJUST.SUR.EV	-30,81	-5,71	-83,22	/	-0,28	/	-28,29	/	31,05	/
NARit	9,48	8,07	94,17	20,00	-82,21	0,00	7,69	1,25	36,76	9,95
MARit	9,43	3,92	93,28	17,81	-83,22	-5,71	7,39	1,25	36,58	8,79

* Résultats du marché tunisien ** Résultats du marché algérien

La source : *Résultats empiriques obtenus par les chercheurs.*

A la lueur de ces résultats, nous approfondissons notre analyse par la décomposition du prix d'offre provenant de plusieurs méthodes d'évaluation pour apprécier la capacité de ces méthodes à se rapprocher de la juste valeur d'entreprise et de définir les paramètres déterminant le processus d'évaluation pour recourir à une telle ou telle méthode.

Nous avons recensé 7 méthodes sur le marché tunisien et 6 méthodes sur le marché algérien, la méthode DCF est quasi dominante, elle a été utilisée pour 21/23 firmes tunisiennes et pour 4/4 firmes algériennes, les résultats obtenus montrent clairement une surévaluation des valeurs par cette méthode (17/25 firmes ont été surévaluées à hauteur de 24% et 43% sur les deux marchés). La méthode des multiples boursiers a été utilisée sur 14 firmes tunisiennes et a enregistré une sous-évaluation moyenne de 11%, n'empêche que le nombre de firmes surévaluées par cette méthode est supérieur à ceux qui sont sous évaluées. Les méthodes basées sur l'actif patrimonial de la firme à l'image de la méthode d'actif net comptable corrigé et la méthode du good will a été plus au moins satisfaisante sur le marché tunisien. Nous interprétons cela par la nature des entreprises qui sont majoritairement industrielles avec un fond propre alloué principalement pour les actifs, la même méthode a enregistré des résultats aberrants sur le marché algérien (sous réserve du nombre limité des firmes). A notre avis la même méthode aurait donné des résultats contradictoires si l'échantillon tunisien a été composé de firmes de haute technologie ou de start up.

Toutefois, les résultats obtenus concluent que la combinaison de plusieurs méthodes donne en général des résultats meilleurs que le prix d'offre appliqués sur l'introduction après l'application d'une décote commerciale. Elle donne aussi des doutes que les prix obtenus par les méthodes sont sujets à des ajustements par les dirigeants afin de sous évaluer les titres pour la réussite de l'opération d'introduction vu que nos résultats ont montré que 7/8 méthodes sur évaluent la firme sur le marché tunisien et 5/6 sur le marché algérien. Comment peut-on expliquer alors une sous-évaluation après l'introduction ? Cela corrobore avec la théorie des signaux qui suggère que la firme utilise la sous-évaluation comme un signal de la qualité de l'entreprise, et que les firmes elles-mêmes connaissent le mieux les perspectives futures de la valeur et jugent favorables pour sous évaluer leurs titres. (Voir tableau 2 et Annexe)

Les corrélations entre la sous-évaluation et les méthodes d'évaluation déployées démontrent qu'il n'existe probablement pas une méthode type capable à elle seule de déterminer la valeur d'entreprise et que la même méthode sur le même environnement économique appliquée sur deux firmes donne des résultats complètement opposés : ce qui renforce les critiques suspectant les méthodes de dépendre des paramètres et hypothèses manipulables et très volatils et de servir

des résultats souhaités pour justifier le prix d'offre surtout avec l'application aveugle d'une pondération non argumentée de plusieurs méthodes.

III. Conclusion

La présente recherche s'est intéressée au phénomène de sous-évaluation et a essayé d'apporter une synthèse sur le poids et la pertinence des méthodes d'évaluation à se rapprocher de la juste valeur des firmes lors des introductions initiales en bourse. Notre étude empirique s'est intéressée aux marchés boursiers tunisien et algérien, et notre échantillon s'est composé de 28 firmes durant la période 2007-2018 pour le marché tunisien et de 2000-2019 pour le marché algérien.

A notre connaissance, nous sommes les seuls à mesurer le phénomène de la sous-évaluation sur la bourse d'Alger et les premiers à quantifier sous cet angle l'impact des méthodes d'évaluation dans l'atteinte du prix d'équilibre et de mesurer la pertinence de ces dernières à déterminer la juste valeur des firmes.

Il ressort de notre étude empirique que les firmes tunisiennes introduites sont sous évaluées à hauteur de 9.43%, et de 3.92% pour les firmes algériennes, et que la sous-évaluation est corrélée négativement avec les résultats des méthodes d'évaluations qui, généralement sur évaluent la firme. Cela renforce la théorie qui suggère que la firme utilise la sous-évaluation comme un signal par les investisseurs et pour garantir l'opération d'introduction. Ainsi les résultats significatifs de la volatilité et la dispersion des valeurs par les mêmes méthodes conduit à valider l'hypothèse qu'il n'existe probablement pas une valeur d'une firme, mais plutôt une fourchette de négociation qui peut être acceptée par toutes les parties et que les méthodes actuelles sont sujettes à des décisions arbitraires qui servent à justifier un prix d'offre proposé.

Comme toute recherche, notre travail comporte un certain nombre de limites tant au niveau méthodologique qu'au niveau empirique, et la validation de ces données reste délicate faute de l'inefficience informationnelle des marchés tunisien et algérien. Il convient d'élargir cette recherche sur d'autres places boursières.

- Liste Bibliographique

- Allen, F., & Faulhaber, R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.
- Beatty, P. R., & Ritter, R. J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 213-232.

- Becker, L., Defond, L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Broye, G. (2001). Choix des cabinets d'audit et évaluadon des titres introduits au second marché. *Comptabilité Contrôle Audit*, 7(2) 105-124.
- Daniel, W. C., Edward, L. M., & Ira, S. W. (24 (1997)). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 39-67 .
- DeANGELO, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- Denis, C., & Michel, M. (1995). La gestion stratégique des résultats. Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 45-61.
- Eli, A., & Baruc, L. (22 (1996)). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry . *Journal of Accounting and Economics*, 3 30 .
- Hogan, E. C. (1997). Costs and benefits of audit quality in the IPO market: A self-selection analysis. *Accounting review*, 67-86.
- JACQUES, M. (2003). *Deux ans après ENRON, a-t-on mis fin à la manipulation des comptes? Rapport moral sur l'argent dans le monde 2003-2004*.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (2018). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, 165-199.
- Miguel, A. G., & Araceli, M. (2002). Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Differences on the Stock Market Valuation of Earnings and Book Value. *European Accounting Review*, 573-599.
- PATELL, J. M., & WOLFSON, M. A. (1984). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 223-252.
- Patrick, B., & Dominique, D. (2007). *Comptabilite Et Valorisation A L'Introduction Sur Alternext (2005-2006). COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT*, CD-Rom, 2007. <halshs-00544917>.
- Penman, S. H. (2002). The Quality of Financial Statements: Perspectives from the Recent Stock Market Bubble. *Accounting Horizons*, 77-96.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Why new issues are underpriced*, 15(1-2), 187-212.
- Ronald, J. B., McDonald, B., & Robert, E. M. (1988). Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation. *Accounting Review*, 605-622.
- Sandrine, L., & Valérie, M. (2003). Analyse intraquotidienne de l'impact des « news » sur le marché boursier français. *Economie Appliquée*, 56(2), 205-237.
- Slama Zouari, S. B., Boudriga, A., & Taktak, N. B. (2011). Determinants of IPO underpricing: evidence from Tunisia. *The International Journal of Business and Finance Research*, vol. 5, no 1, p. 13-32.
- Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information quality and the valuation of new issues. *Journal of accounting and economics*, 8(2), 159-172.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.

Z. Jun, L., & Feng, C. (2005). Value relevance of international accounting standards harmonization: Evidence from A- and B-share markets in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 79–103.

IV. Annexes

Annexe N°1. Synthèse des résultats des méthodes d'évaluation par rapport à la rentabilité des titres lors des IPO

MARCHE TUNISIEN

		NB FIR MES	MOYE NNE	MIN	MAX	MEDIA NE	ECART TYPE
DCF	SUR.EVAL	14	-24%	-89%	-4%	-18%	21%
	SOUS.EVAL	7	29%	1%	65%	24%	27%
	NARti	21	-6%	-89%	65%	-14%	34%
BATES	SUR.EVAL	7	-31%	-91%	-2%	-13%	32%
	SOUS.EVAL	3	43%	9%	84%	36%	38%
	NARti	10	-9%	-91%	84%	-10%	48%
ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE	SUR.EVAL	2	-50%	-73%	-27%	-50%	33%
	SOUS.EVAL	3	32%	9%	49%	38%	21%
	NARti	5	-1%	-73%	49%	9%	50%
ECONOMIC VALUE ADDES	SUR.EVAL	7	-16%	-43%	1%	-9%	17%
	SOUS.EVAL	3	22%	2%	46%	18%	22%
	NARti	10	-4%	-43%	46%	-6%	25%
GOOD WILL	SUR.EVAL	7	-33%	-84%	-1%	-26%	28%
	SOUS.EVAL	4	53%	32%	82%	49%	21%
	NARti	11	-2%	-84%	82%	-10%	50%
MULTIPLES BOURSIERS	SUR.EVAL	7	-8%	-54%	56%	-11%	33%
	SOUS.EVAL	5	36%	0%	57%	48%	24%
	NARti	12	11%	-54%	57%	0%	36%
MULTIPLES DE TRANSACTION	SUR.EVAL	2	-49%	-62%	-35%	-49%	19%
	SOUS.EVAL	0	#DIV/	0%	0%	#NO!	#DIV/
	NARti	2	-49%	-62%	-35%	-49%	19%
SYNTHESE	SUR.EVAL	15	-23%	-85%	-1%	-14%	23%
	SOUS.EVAL	7	31%	1%	84%	28%	28%
	NARti	22	-6%	-85%	84%	-8%	35%

MARCHE ALGERIEN

		NB FIRME	MOY ENNE	MIN	MAX	MEDIANE	ECART TYPE
DCF	SUR.EVAL	3	-43%	-24%	-75%	-31%	28%
	SOUS.EVAL	1	4%	4%	4%	/	/
	NAR _i	4	-31%	-75%	4%	-27%	33%
BATES	SUR.EVAL	1	-4%	/	/	/	/
	SOUS.EVAL	/	/	/	/	/	/
	NAR _i	1	-4%				
ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE	SUR.EVAL	/	/	/	/	/	/
	SOUS.EVAL	2	208%	167%	250%	208%	59%
	NAR _i	2	208%	167%	250%	208%	59%
ECONOMIC VALUE ADDES	SUR.EVAL	1	-8%	/	/	/	/
	SOUS.EVAL	/	/	/	/	/	/
	NAR _i	1	-8%	/	/	/	/
GOOD WILL	SUR.EVAL	1	-10%	/	/	/	/
	SOUS.EVAL	/	/	/	/	/	/
	NAR _i	1	-10%	/	/	/	/
MULTIPLES BOURSIERS	SUR.EVAL	1	-35%	/	/	/	/
	SOUS.EVAL	/	/	/	/	/	/
	NAR _i	1	-35%	/	/	/	/
SYNTHESE	SUR.EVAL	2	-11%	-10%	-12%	-11%	1%
	SOUS.EVAL	1	18%	/	/	/	/
	NAR _i	3	-2%	-12%	18%	-10%	17%