

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE**

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en
sciences**

Financières et Comptabilité

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

Thème :

**Sous-évaluation à l'introduction en Bourse :
cas des entreprises cotées à la Bourse
d'Alger**

Elaboré par :

**- HAMDINI Dalila
- SAFSAFI Manelle**

Encadreur :

- Mr A.DAHMANI

Lieu de stage : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

Période de stage : du 05/04/2021 au 31/05/2021

2020/2021

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE**

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en
sciences**

Financières et Comptabilité

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

Thème :

**Sous-évaluation à l'introduction en Bourse :
cas des entreprises cotées à la Bourse
d'Alger**

Elaboré par :

**- HAMDINI Dalila
- SAFSAFI Manelle**

Encadreur :

- Mr A.DAHMANI

Lieu de stage : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

Période de stage : du 05/04/2021 au 31/05/2021

2020/2021

Remerciements

Tout d'abord, nous remercions dieu, notre créateur de nos avoir donné la forces, la volonté et le courage d'accomplir ce travail modeste.

Nous voudrions présenter nos remerciements à notre encadreur Mr DAHMANI Abdelhafid. Pour son encadrement, son soutien moral, sa rigueur au travail, ses multiples conseils, ses orientations et sa disponibilité

Nous remercions tous les enseignants de l'ECOLE SUPERIEUR DE COMMERCE pour la qualité de l'enseignement et leurs conseils qui nous ont permis de poursuivre notre itinéraire académique jusqu'à présent.

Nos vifs remerciements à Mme TALHI Imane, notre encadreur de stage au sien de la Bourse d'Alger, pour nous avoir conseillée et répondu à nos questions, et notre gratitude pour sa patience.

Pour finir, nous remercions tous qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Merci...

Dédicace

A mes très chers parents : ABDELKADER et HADDA

Sources de vie, secrets de ma force

*L'homme de ma vie, mon exemple éternel, celui qui s'est toujours sacrifié pour me voir
réussir, à toi mon père*

*A maman pour son amour, qu'elle m'a toujours accordé et en témoignage de ma
reconnaissance envers sa confiance, ses sacrifices et sa tendresse*

Merci pour tous vos sacrifices qui font vos enfants grandissent et prospèrent

C'est à vous que je dois cette réussite

Et je suis fier de vous l'offrir

A mon grand-père et ma grand-mère Que dieu vous garde pour nous

*A mes frères et mes sœurs qui m'avez toujours soutenu et encouragé durant ces années
d'études*

A leurs enfants source de joie et de bonheur

Je leurs souhaite une vie pleine du bonheur et de succès

A tous les cousins, les voisins et les amis que j'ai connu jusqu'à maintenant

Merci pour leur amour et leur encouragement

*A mon binôme MANELLE pour son soutien moral, sa patience et sa compréhension tout au
long de ce projet.*

Dalila

Dédicace

Je dédie ce travail

À mon adorable mère pour son amour, ses prières, son affection et ses encouragements

À mon cher père pour son soutien, ses sacrifices et la confiance qu'il m'accordée

À mes grands-parents que j'estime beaucoup, que Dieu les protège

À ma sœur le futur médecin NOUR EL HOUDA, et mon frère BILLAL

À la personne qui m'a soutenu dans ma vie, que Dieu le protège et lui donne succès et le bonheur

A toute ma famille pour son soutien tout au long de mon parcours universitaire

Sans oublier mon binôme DALILA pour ses efforts pour réussir notre travail

Merci d'être toujours là pour moi.

Manelle

Sommaire

Liste des tableaux.....	II
Liste des figures.....	III
Liste des annexes.....	IV
Liste des abréviations.....	V-VI
Résumé.....	VII
Introduction Générale.....	A-C
Chapitre 01 : L'introduction en Bourse.....	1
Introduction	1
Section 01 : Généralité sur le marché financier	2
Section 02 : Le marché boursier Algérien.....	9
Section 03 : Processus, Procédure, Avantages, et les contraintes d'introduction en bourse.....	12
Section 04 : Les conditions d'admission en Bourse	17
Conclusion	19
Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation.....	20
Introduction	21
Section 01 : L'évaluation d'entreprise	22
Section 02 : Les éléments justifiant la sous-évaluation des introductions en bourse.....	35
Section 03 : Les théories expliquent la sous-évaluation des introductions en bourse.....	39
Section 04 : Analyse le phénomène de la sous-évaluation.....	44
Conclusion	46
Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation.....	47
Introduction	48
Section 01 : Présentation des sociétés cotées ou ayant cotées en bourse	49
Section 02 : Evolution des cours boursiers par rapport l'évaluation de l'indice de marché ...	56
Section 03 : Mesure de la sous-évaluation par le rendement initial	62
Section 04 : Explication de la sous-évaluation.....	78
Conclusion	81
Conclusion Générale	82
Bibliographie	84
Annexes.....	i-xi

Liste des Tableaux

Tableau N°	Titres	page
01	Fonctions du marché primaire et du marché secondaire	4
02	Les conditions spécifiques de chaque marché	17
03	Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation	34
04	Rendements initiaux moyens pondérés pour 54 pays	37
05	Présentation des sociétés cotées ou ayant cotées en Algérie	56
06	Le rendement de portefeuille le premier jour de cotation	62
07	Le rendement hebdomadaire avant la première semaine de cotation	64
08	Le rendement de l'action ERIAD Sétif vs le marché	64
09	Le rendement de l'action Groupe SAIDAL vs le marché	66
10	Le rendement de l'action EGH EL AURASSI vs le marché	68
11	Le rendement de l'action ALLIANCE Assurances vs Dzairindex	70
12	Le rendement de l'action NCA-ROUBA vs Dzairindex	71
13	Le rendement de l'action BIOPHARM vs Dzairindex	73
14	Le rendement de l'action AOM Invest vs Dzairindex	75
15	Les rendements anormaux observés de notre échantillon entre 1999 et 2018	76
16	Le rendement d'une transaction mensuelle	78
17	Résumé des variables et des hypothèses	79
18	Evaluation de degré de la sous-évaluation	81

Liste des figures

Figure N°	Titres	Page
01	Marchés des capitaux	3
02	Notion de l'actif net comptable	25
03	Répartition des introductions en Bourse par année	55
04	Evolution des cours boursier ALLIANCE Assurance vs Dzairindex	57
05	Evolution des cours boursier NCA ROUIBA vs Dzairindex	57
06	Evolution des cours boursier BIOPHARM vs Dzairindex	58
07	Evolution des cours boursier AOM Invest vs Dzairindex	58
08	Evolution des cours boursier ERIAD Sétif vs l'indice de marché	60
09	Evolution des cours boursier Groupe SAIDAL vs l'indice de marché	60
10	Evolution des cours boursier EGH EL AURASSI vs l'indice de marché	61
11	Le rendement de l'action ERIAD Sétif vs le marché	65
12	Le rendement ajusté de l'action ERIAD Sétif	66
13	Le rendement de l'action Groupe SAIDAL vs le marché	67
14	Le rendement ajusté de l'action Groupe SAIDAL	67
15	Le rendement de l'action EGH EL AURASSI vs le marché	69
16	Le rendement ajusté de l'action EGH EL AURASSI	69
17	Le rendement de l'action ALLIANCE Assurances vs Dzairindex	70
18	Le rendement ajusté de l'action ALLIANCE Assurances	71
19	Le rendement de l'action NCA-ROUIBA vs Dzairindex	72
20	Le rendement ajusté de l'action NCA-ROUIBA	72
21	Le rendement de l'action BIOPHARM vs Dzairindex	74
22	Le rendement ajusté de l'action BIOPHARM	74
23	Le rendement de l'action d'AOM Invest vs Dzairindex	75
24	Le rendement ajusté de l'action AOM Invest	76
25	Les rendements mensuels	78

Liste des Annexes

Annexe 01 : Cours de Société ERIAD Sétif et l'indice de marché

Annexe 02 : Cours de Société Groupe SAIDAL et l'indice de marché

Annexe 03 : Cours de Société EGH EL AURASSI et l'indice de marché

Annexe 04 : Cours de Société ALLIANCE Assurances et l'indice de marché

Annexe 05 : Cours de Société NCA-ROUIBA et l'indice de marché

Annexe 06 : Cours de Société BIOPHARM et l'indice de marché

Annexe 07 : Cours de Société AOM Invest et l'indice de marché

Annexe 08 : Calendrier des dividendes

Annexe 09 : L'indice de marché pour les deux entreprises : ERIAD Sétif et Groupe SAIDAL

Annexe 10 : l'indice lors de l'admission de l'action EGH EL AURASSI

Annexe 11 : Les Rendements anormaux observés entre 1999 et 2018

Liste des Abréviations

ANC: Actif Net Comptable
ANCC: Actif Net Comptable Corrigée
ANCCE: Actif Net Comptable Corrigée d'Exploitation
ALL: ALLIANCE Assurance
AOM:AOM Invest
BFR: Besoin en Fond de Roulement
BOC: Blutât Officiel de la Cote
BPA : Bénéfice Par Action
BIO: BIOPHARM
CB: Capitalisation Boursière
CB₀: Capitalisation Boursière
COSOB: La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
CPNE: Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation
CA: Chiffre d'Affaire
DCF: Discounted Cash-Flow
DAP: Dotation au Amortissement prévue
E_t: Ecart de la Sous-évaluation
EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBE : Excedent Brut d'Exploitation
EBIT : Earnings Before Interest and Taxes
ERD:ERDIAD SETIF
ERH: EGH EL AURASSI
FCF: Free Cash-Flow
IOB: Intermédiaires en Opérations de Bourse
IPO: Initial Public Offering
ISIN : International Securities Identification Number
GW: Goodwill
K_e: Taux de Rentabilité Attendu par Les Actionnaires
K_j: Le Coefficient d'ajustement
K : Cout du Capital
MEDAF: Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MO: Multiple de l'offre
OAT: Obligation Assimilables du Trésor
OPR: Offre Publique de retraite
OPCVM: Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilière
PCF: Price to Cash-Flow Ration
PER: Pricing Earning Ration
PBR : Price to Book Ratio
PCF : Price to Cash-flow Ration
PBR: Price to Book Ratio
PME: Petite et Moyenne Mntreprise
RA_i:Rendement Anormal de l'Action
ROUI: NCA-ROUBA
R_m : Rendement de Marché
Rend: Rendement
SGBV: La Société de Gestion des Valeurs Mobilières
SPA: Société Par Actions
SAI: Groupe SAIDAL

Liste des Abréviations

TCC: Teneurs de Comptes Conservateurs de Titres

VE: Valeur de l'Entreprise

VR: Valeur Résiduelle

VT : valeur terminale

VS: Valeur Substantielle Brute

Résumé

L'une des procédures d'entrée en bourse est l'évaluation globale de l'entreprise afin de déterminer un prix d'offre pour de ses actions, et lorsque le rendement de l'action est positif, il y a un phénomène de la sous-évaluation et ce rendement est appelé le degré de la sous-évaluation, et il existe de nombreuses études qui ont prouvé que ce phénomène existe dans de nombreux pays et son degré varie d'une bourse à l'autre, et il a été expliqué par plusieurs théories. D'après notre recherche nous avons conclu que la sous-évaluation des introductions en bourse est également présente à la bourse d'Alger, mais son degré est très faible à cause de l'insuffisance de l'échantillon.

Mots clés : Action, Evaluation, Rendement, Sous-évaluation, Degré de la sous-évaluation.

Abstract

One of the procedures for going public is the global valuation of the company in order to determine an offer price for its shares, and when the return of the share is positive, there is a phenomenon of the underpricing and this return called the degree of underpricing. Moreover, many studies have proved that this phenomenon exists, in many countries and its degree varies from stock exchange to another, and it been explained by several theories. From our research, we concluded that IPO underpricing is also present on the Algiers stock exchange, but its degree is very low due to the insufficient sample size.

Key words: Stock, Valuation, Return, Underpricing, Degree of underpricing.

Introduction Générale

Introduction Générale

Introduction Générale

La bourse a pour vocation première de mettre en rapport les agents à capacité de financement avec ceux qui éprouvent des besoins de financement. Donc la décision d'entrer en bourse, c'est un choix stratégique pour une entreprise, et elle reste l'une des questions les plus importantes dans le domaine de la finance d'entreprise.

Nous assistons aujourd'hui à un manque de médiation bancaire qui caractérise le développement des instruments de financement. En fait, jusqu'au milieu des années 1980, dans le monde la plupart des entreprises étaient financées par l'intermédiation bancaire ou l'autofinancement, mais au début des années 1990, elles se tournent vers les bourses pour satisfaire leurs besoins de financements. Le choix du marché international a été identifié par le marché financier comme un facteur important de la croissance de l'entreprise. Actuellement, l'introduction en bourse est une décision liée à la propriété de l'entreprise et doit faire partie d'une stratégie globale.

Malheureusement, en Algérie, depuis la création de la bourse au cours du dernier trimestre de 1999, il n'y a pas eu de changement dans le nombre d'entreprises qui ont choisi de s'introduire à la bourse d'Alger et les investisseurs pensent que l'investissement en bourse n'est pas rentable par rapport des autres projets. Cela explique en partie le manque de liquidité et l'inefficacité de ce marché. Nous nous demandons ici pourquoi les entreprises algériennes, qu'elles soient publiques ou privées n'ont pas eu recours à l'introduction en bourse.

Le marché boursier algérien bénéficie de nombreux avantages pour les entreprises qui prévoient une souscription publique, tels que la possibilité de plus-values non réalisées, l'amélioration de la liquidité des entreprises et l'exonération fiscale à certains frais.

L'évaluation d'entreprise est un exercice complexe, c'est analyse financière qui est souvent associée à des négociations difficiles entre l'acheteur et le vendeur du fait l'asymétrie d'information entre ces deux acteurs. L'objectif de cette évaluation est de rapprocher de la valeur intrinsèque de la société c'est-à-dire la valeur que l'acheteur serait prêt à payer en connaissant toutes les informations disponibles sur l'entreprise. (En supposant un marché ou l'acheteur lui-même est en concurrence avec les autres acheteurs).

Dans le contexte Algérien, avec des capacités d'évaluation insuffisantes et en raison de l'absence d'un marché financier efficace, l'évaluation des entités économiques reste compliquée et même les cours boursiers sont déséquilibrés malgré les résultats financiers positifs des entreprises cotées.

Plusieurs études ont évalué les rendements anormaux lors des introductions en bourse. Ils se concentrent sur deux types de performances : d'une part, la performance initiale calculée dès l'introduction, et d'autre part, la performance des titres sur le marché après l'introduction. La sous-évaluation initiale peut être définie comme le coût d'opportunité de l'entreprise car elle subit une perte par rapport à sa vraie valeur au moment de son introduction. Ce coût résulte d'une part de l'asymétrie d'information entre les investisseurs et d'autre part de la possibilité pour la bourse d'apporter des liquidités à court terme aux émetteurs.

Introduction Générale

La réaction du marché suite à une opération d'introduction en bourse peut pousser le prix des titres sur le marché à la hausse et donc à un niveau supérieur au prix d'offre, il s'agit d'un phénomène qui est connu par la sous-évaluation des titres à l'OPI (underpricing).

Ce phénomène a été observé depuis longtemps sur les marchés boursiers américains et européens. Cette sous-évaluation a varié d'un pays à l'autre, d'une période à l'autre, et d'un secteur à l'autre.

Dans ce cadre, un constat quasi-général a été établi, « le prix de marché des actions des entreprises introduites en bourse excède rapidement et significativement le prix d'offre des actions »¹, il s'agit du phénomène de la *sous-évaluation*.

Un certain nombre d'études ont été réalisées à partir des données empiriques afin de démontrer s'il y a réellement sous-évaluation et dans quelle proportion.

Ibbotson (1975) a fait la recherche sur le marché américain. Et a conclu que pour 5000 entreprises nouvellement introduites en bourse pendant la période 1960-1982, la rentabilité initiale moyenne est de 18,8%. Ritter a expliqué que cette rentabilité élevée est due à un marché très réceptif aux problèmes initiaux des titres sur le marché secondaire. Husson et Jaquillat (1990) montrent aussi l'existence d'une sous-évaluation des titres pour les sociétés introduites entre 1983 et 1986 sur le second marché français.

Récemment de Ritter (1998) avance que si la question de la sous-évaluation initiale demeure un problème, alors celle de la sous-performance à moyen et long terme représente un problème encore plus important. DeGeorge et Derrien (2001) avancent que « les performances boursières sont extrêmement variables et dépendent en grand partie de la méthodologie choisie ». Selon Ritter (2003), le phénomène de la sous-évaluation est visible sur la majorité des marchés mondiaux. Ce phénomène de sous-évaluation est considéré comme coûteux pour les entreprises introduites en général et pour les actionnaires des sociétés en particulières, parce que les actions sont vendues à un prix d'offre inférieur à la valeur du marché pour le premier jour de cotation.

Et plus des études sur le marché européen et américain, il y a d'autre étude, tel que l'étude d'Ahmed et al. (2012) qui examine le rendement initial des actions cotées à la bourse malaisienne. Les résultats des rendements agrégés et ajustés du marché primaire montrent que les offres publiques initiales (IPO) sont sous-évaluées à court terme. Pour sa part, Guimeya (2014) souligne que les sociétés cotées en bourse en Afrique de l'Ouest ont généralement connu une baisse initiale de leur valeur.

❖ **En conséquence, La problématique de notre recherche** : peut être résumée à travers la question de recherche principale suivante :

« Les actions nouvellement introduites en bourse sont sous évaluées ? »

La question principale peut être divisée en sous-questions comme suit :

- Comment et à partir de quoi peut-on affirmer qu'une valeur est sous-évaluée ?

¹Lorghan et al. 1994.

Introduction Générale

- Quels sont les facteurs qui affectent la valeur de l'entreprise et la sous-évaluation des actions de l'entreprise ?

❖ **Les hypothèses :** Pour répondre à la problématique de recherche, un ensemble d'hypothèses peuvent être formulées comme suit :

- Les titres introduits sont sous évalués ?

Si l'existence de la sous-évaluation est vérifiée, d'autres hypothèses peuvent être émises, telles que :

- Plus la proportion du capital à introduire en bourse est importante plus le degré de la sous-évaluation est importante ?
- La sous-évaluation diminue avec l'âge de l'entreprise ?

❖ **Justification du choix du thème :**

A travers cette recherche, nous voulons comprendre la nature de fonctionnement de la bourse d'une part, et d'autre part, étudier l'évolution des cours et des rendements des actions au début de la cotation pour justifier l'existence (ou non) du phénomène de la sous-évaluation à la bourse d'Alger.

❖ **Méthodologie de la recherche :**

Notre méthodologie dans cette étude est basée sur plusieurs études qui se sont intéressées à ce phénomène de la sous-évaluation à l'introduction en bourse, au niveau des bourses étrangères. Nous avons utilisé des statistiques descriptives pour étudier les rendements des actions à fin de prouver l'existence d'une sous-évaluation ou non, puis nous essayons de trouver les facteurs qui affectent le degré de la sous-évaluation en cas où elle existe.

❖ **Organisation de la recherche :**

Ce travail de recherche est organisé en trois chapitres :

- **Chapitre 01 :** nous présenterons le marché financier en général et ses rôles, puis nous présenterons la bourse d'Alger. et Nous nous intéresserons également aux Processus, avantages et les contraintes d'introduction en bourse.
- **Chapitre 02 :** nous présentons les différentes méthodes d'évaluation, et expliquons le phénomène de la sous-évaluation et les éléments qui peuvent justifier et créer la sous-évaluation des actions lors de la première cotation. Ensuite, nous révélons les théories qui expliquent ce phénomène.
- **Chapitre 03 :** Dans ce chapitre, nous examinerons si le phénomène de la sous-évaluation se produit sur un marché à faible liquidité, comme le marché boursier Algérien.

Chapitre 01 :

L'introduction en Bourse

Introduction

Une introduction en Bourse ou Initial Public Offering « IPO » est une opération financière consistant à vendre des titres à une société cotée en bourse. Elle permet aux entreprises de petite ou de grande taille soit d'ouvrir leur capital ou bien faire l'augmentation de leur capital à de nouveaux investisseurs (entreprises, particuliers ou salariés) pour financer leurs projets, accélérer la croissance ou même développer leur réputation.

L'ouverture du capital au public est un processus qui nécessite une longue préparation pour l'entreprise. Il s'agit d'une décision qui ne doit pas être prise à la légère, car cette transaction affectera l'entreprise de diverses manières.

Par conséquent, une introduction en bourse est une étape très importante dans la vie d'une entreprise. Une introduction manquée peut faire douter de la politique de rémunération de l'entreprise (stocks options), voire déstabiliser le management en cas de krach boursier majeur.

Dans ce chapitre, la première section présente sur le marché financier. La deuxième section portera sur la bourse d'Alger. Nous nous intéresserons également aux Processus, procédures, avantages et les contraintes d'introduction en bourse. Dans la dernière on expose les conditions d'introduction en bourse de chaque catégorie de marchés.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Section 01 : Généralité sur le Marché Financier

Dans cette section, nous allons d'abord donner un aperçu du marché financier, avec différentes définitions de ce marché selon plusieurs auteurs. Et dans un seconde lieu, nous allons présenter les composantes de ce marché, et leur rôle. Et à la fin nous présenter les types des titres négociables.

1. Présentation du marché financier :

Le marché financier, est le lieu où les agences ayant de capacités de financement rencontrent les agences ayant besoin de financement. C'est un marché de capitaux à long et moyenne terme sur lequel s'échangent des produits financiers tels que les valeurs mobilières, (actions, obligations ou billets de trésorerie).

Plusieurs définitions sont attribuées au marché financière, d'après Jacquillat, B. Solnik, B: « Les marchés financiers permettent la confrontation de l'offre et de la demande de capitaux. In fine, la demande de capitaux émane des entreprises pour le financement de leurs investissements, de l'Etat et de collectivités locales pour les mêmes raisons et pour la couverture des déficits publics, tandis que l'offre de capitaux émane essentiellement des ménages qui assurent leur consommation future par l'épargne qu'ils constituent et qu'ils apportent au système financier »².

D'après CHOINEL Alain et ROUYER Gérard : « Le marché financier est à l'origine, un marché de valeurs mobilières qui constituent, à partir du siècle dernier, une forme nouvelle de la richesse dont l'importance est allée en grandissant. Celles-ci sont des titres négociables qui représentent soit des droits d'associés, soit des droits de créanciers, qui sont susceptibles de procurer des revenus à leurs détenteurs»³.

Et selon SPIESER Philippe ; « les marchés financiers sont des espaces, de plus en plus rarement physiquement localisés mais au contraire diffus dans des réseaux téléphoniques et informatiques, au degré d'automatisation variable, où s'échangent, par des opérations d'achat/vente ou de prêt/ emprunt, des actifs financiers, à un prix convenu »⁴.

D'après MORVAN Jérémy : « les marchés financiers constituent un ensemble de marchés où s'organise la confrontation de l'offre et de la demande de financement sur différents supports »⁵.

Et enfin d'après PRIOLON Joël : « les marchés financiers sont des marchés sur lesquels sont négociés des instruments financiers »⁶.

De ces définitions, Nous pouvons déduire que le marché financier est un segment du marché des capitaux qui permet la rencontre entre des agents à capacité de financement (les ménages généralement) et les agents à besoin de financement (les entreprises, l'Etat...). On

² B.Jacquillat., B.Solnik, **Marché financier : Gestion de portefeuille et des risques**, 3eme édition, Dunod, Paris, 1998.p5.

³Alain Choinel, Gérard Rouyer, **Le marché financier : structures et acteurs**, Revue Banque Edition, 8ème édition, Paris, 2002, p37.

⁴ Philippe SPIESER, **Informations économiques et marché financier**, Ed Economica, Paris, 2000, p19.

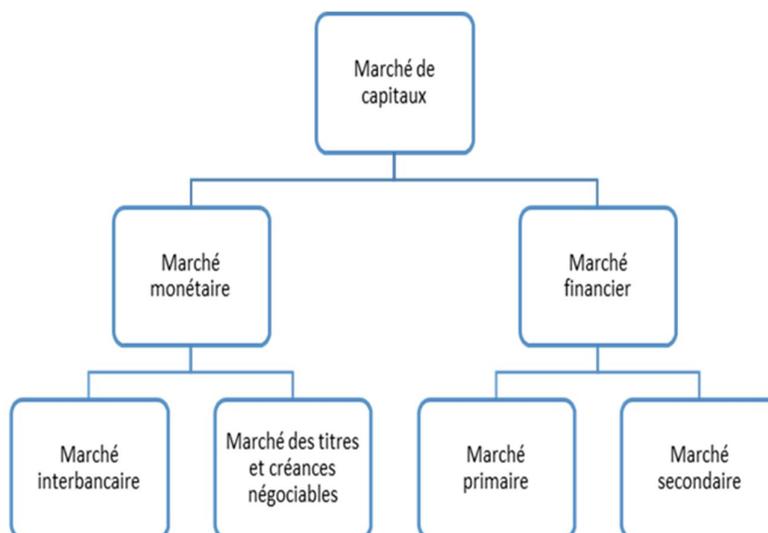
⁵ Jérémy MORVAN, **Marchés et instruments financiers**, Dunod, Paris, 2009, p3.

⁶ Joël PRIOLON, **Les marchés financiers**, Agro Paris Tech, Décembre 2012, p4.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

parle à ce niveau de financement direct ce qui fait du marché financier un marché de l'épargne longue.

Figure N°01 : Marchés des capitaux



Source : le site web de la bourse d'Alger

1.1. Les composantes du marché financier :

Le marché financier repose sur l'activité de deux segments, dont les fonctions sont distinctes et complémentaires : marché primaire et marché secondaire.

1.1.1 Le marché primaire : Appelé aussi « le marché de neuf », dans ce marché les titres financiers sont émis pour la première fois. Aux investisseurs ne peuvent être souscrits que par l'intermédiaire des banques. Ce prix de part de marché est déterminé en valorisant l'entreprise, en utilisant une ou plusieurs méthodes de valorisation de l'entreprise.

1.1.2 Le marché secondaire : Parfois appelé « marché de l'occasion », il s'agit du marché sur lequel les particuliers et les investisseurs institutionnels⁷ négocient des titres déjà émis sur le marché primaire. Le prix d'équilibre sur ce marché est formé par la rencontre entre l'offre et la demande. Et il faut garder à l'esprit que la négociation de titres sur le marché secondaire ne peut se faire sans la médiation d'un courtier.

Le marché secondaire joue un autre rôle, plus important : il assure l'évaluation des actifs financiers à laquelle on doit faire référence pour émettre de nouveaux titres sur le marché primaire⁸. Ce marché comporte quatre principales divisions communes à tous les marchés financiers développés à quelques exceptions près, et repartis selon l'importance des sociétés émettrices.

a. La cote officielle : Elle représente l'essentiel de l'activité boursière et est réservée aux entreprises de grande taille et à capitalisation boursière assez importante.

⁷ Banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds communs de placement ou SICAV (société d'investissement à capital variable).

⁸ Michel FLEURIET, Yves SIMON, **Bourse & Marchés Financiers**, 2ème édition, Ed Economica, Paris, 2003, p27.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

b. *Le second marché* : Elle est créée afin de répondre aux besoins de développement des entreprises de dimension moyenne(PME).

c. *Le nouveau marché* : Il désigne un marché particulier adressé aux entreprises jeunes, pas forcément très rentables, mais à grand potentiel de croissance et d'innovation.

d. *Le marché hors cote* : C'est un marché non réglementé, ouvert à tous les instruments financiers qui ne sont pas cotés sur un marché réglementé.

Le tableau, qui suit, décrit les différences entre le marché primaire et le marché secondaire :

Tableau N°01 : Fonctions du marché primaire et du marché secondaire

Fonctions	Marché primaire	Marché secondaire
Création de titres	Oui	Non
Vendeurs de titres	Entreprises, Etat, collectivités locales, etc.	Investisseurs
Acheteurs de titres	Investisseurs	Investisseurs
Intérêt du marché	Placement de l'épargne en bourse	Placement de l'épargne Liquidité des titres

Source : Josette PEYRARD, La bourse, 8ème édition, Ed Vuibert, Paris.1999, p58.

1.2. Le rôle du marché financier :

L'accès au marché financier permet aux entreprises, aux États et aux collectivités de se financer par l'émission d'actions ou d'obligations. Il permet également aux investisseurs d'investir pour croître et augmenter leur patrimoine tout en gérant les risques inhérents à ces investissements.

Le recours aux marchés financiers permet à une entreprise ou à l'Etat de financer son développement ou son fonctionnement, de manière plus souple et moins coûteuse, dans la mesure où le risque inhérent au prêt d'argent n'est alors plus porté par un seul type d'investisseur (la banque dans le cas du crédit bancaire) mais dilué entre une multitude d'acteurs, donc la fonction fondamentale du marché financier est le financement de l'économie et diffère selon qu'on soit : initiateur, investisseur ou intermédiaire.

Pour l'initiateur :

Le marché financier permet aux entreprises de trouver des sources de financement ; à un moment de la vie d'une entreprise, elle a besoin de nouveaux capitaux pour financer son activité et le financement traditionnel (par les banques) n'est pas suffisant il faut donc aller vers le marché financier diversifier ses sources de financement ; l'entreprise a le choix parmi de nombreux propriétaires de capitaux.

Pour l'épargnant (investisseur) :

Les investisseurs recherchent des projets rentables dans lesquels investir, le marché financier permet d'accéder à plus d'entreprise et ils choisissent où placer leur fonds. Et l'existence de nombreux projets d'investissement dans le marché financier permet à l'investisseur de diversifier son portefeuille puis de prendre un risque moindre.

Pour l'intermédiaire :

Les intermédiaires servent comme un lien entre les acheteurs et les vendeurs. Ils peuvent également assumer d'autres fonctions du consentement accordé. Leur objectif principal est de gagner un revenu supplémentaire et ce, en agissant soit pour le compte de leurs clients avec une commission payée par les deux parties, soit pour leur propre compte directement sur le marché. Dans ce second cas de figure, le rendement réalisé est le revenu de l'intermédiaire.

Pour l'économie :

Le marché financier est un levier important pour le financement et donc le développement d'une économie. En effet, il permet des rencontres entre entreprise à la recherche de capitaux.

2. Les titres négociables en Bourse :

Il existe sur le marché financier plusieurs types des titres qui sont émis sur le marché primaire, puis négociés sur le marché secondaire. Les émetteurs, en fonction de leurs besoins et de leurs moyens, choisissent entre les différents titres :

2.1. Les Actions :

Les actions sont la propriété des titres d'une entreprise, elles représentent une partie du capital social de l'entreprise. La propriété d'une action donne à son détenteur certains droits sur la société émettrice. Chaque action a un droit de vote attaché qui peut exprimer un avis sur la gestion de l'entreprise lors de l'assemblée générale des actionnaires.

En tant que propriétaire d'une partie de la société, vous avez également droit à un bénéfice correspondant à votre participation, qui est liquidée, vous recevez une part de l'actif net. Le bénéfice d'un investissement en actions pour les actionnaires peut prendre de deux formes : la plus-value et les dividendes.

La plus-value : elle est réalisée lors de la vente d'actions à un prix supérieur au prix d'achat.

$$\text{Plus (moins) value de cession} = \text{prix d'achat de l'action} - \text{prix de vente de l'action}$$

Les dividendes : représente le revenu versé par l'entreprise à ses actionnaires une ou plusieurs fois par an.

2.1.1. Caractéristiques de l'action :

- ✓ Titre de propriété
- ✓ Non remboursable
- ✓ Durée de vie illimitée
- ✓ Négociable

2.1.2. Les catégories des Actions ⁹:

- *Les actions au porteur* : C'est des actions au l'identité de l'actionnaire est uniquement connue par l'intermédiaire financier qui gère les titres, autrement dit par votre banque ou votre courtier. A noter qu'en cas d'infraction au Code des marchés financiers, et dans le

⁹ <https://www.botraidors.com/> .

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

cadre d'une enquête, l'intermédiaire peut être amené à communiquer à l'autorité compétente, les données personnelles nécessaires à l'identification du ou de fraudeurs.

- *Les actions nominatives* : Dans ce cas, l'identité de l'actionnaire est communiquée à la Société émettrice, qui l'inscrit alors dans le livre des actionnaires de la Société.

Il existe deux types de nominatif :

Le nominatif pur : les actions sont directement détenues par la Société.

Le nominatif administré : l'intermédiaire financier est le dépositaire des titres.

L'importance de la forme nominative est qu'elle permet souvent d'obtenir des avantages sur les autres actionnaires : informations financières, dividendes avec prime de fidélité, absence de droit de garde.

- *Les actions d'apport* : Ces actions sont évaluées par un commissaire aux comptes. Leur particularité est qu'elles ne sont généralement émises que suite à l'acceptation de la résolution qui ratifie l'apport qu'elles rémunèrent. L'apport en question peut être matériel ou immatériel.
- *Les actions de numéraire* : Ces actions rémunèrent des apports en numéraire, émises à la suite d'une incorporation au capital de réserves, de bénéfice ou de prime d'émission. Elles s'opposent aux actions d'apport.
- *Les actions privilégiées* : Les actions privilégiées donnent un certain droit de propriété sur l'entreprise, mais ne procurent habituellement pas les mêmes droits de vote. En fait, les détenteurs des actions privilégiées jouissent généralement d'un dividende fixe garanti à perpétuité.

Cela les distingue des détenteurs d'actions ordinaires, dont le dividende est variable et n'est pas garanti. Un autre avantage des actions privilégiées est qu'en cas de liquidation, leurs détenteurs sont remboursés avant ceux des actions ordinaires, mais pas avant les créanciers de l'entreprise. Ce dernier avantage concerne uniquement le nominatif pur. Un de leur principal inconvénient est le fait que la société émettrice dispose de la possibilité de les racheter à tout moment et pour n'importe quelle raison (habituellement contre une prime).

- *Les actions à dividende prioritaire* : Comme leur nom l'indique, ces actions bénéficient d'un dividende prioritaire, mais en contrepartie du renoncement au droit de vote. Elles obéissent à un certain nombre de conditions ; D'abord, leur montant ne doit pas dépasser 25 pourcents du capital social. Ensuite, si aucun dividende n'a été versé pendant trois exercices, leur titulaire doit retrouver son droit de vote. De plus, le dividende prioritaire ne peut être inférieur à celui des actions ordinaires. Enfin, leur droit aux dividendes est prioritaire sur toute autre forme d'actions.
- *Les actions à droit de vote double* : La loi permet aux sociétés de donner un droit de vote double à certains actionnaires. Mais cette possibilité est subordonnée à certaines conditions.

Ces actionnaires doivent détenir leurs actions au nominal depuis deux ans. Toutefois, les statuts peuvent exiger une durée de détention plus longue.

- *Les actions de priorité (ADP)* : Aussi connues sous le nom d'actions privilégiées. Il s'agit d'actions qui procurent à leur détenteur des avantages pécuniaires. Leur création est

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

subordonnée au fait qu'elles ne doivent pas entraîner d'inégalités en matière de puissance de vote dans les assemblées.

Les avantages offerts par ce type d'actions sont multiples. D'abord, elles peuvent bénéficier d'un dividende majoré par rapport aux actions ordinaires (versement d'un intérêt statutaire). Ensuite, le paiement de l'intérêt statutaire peut être prioritaire sur le droit au dividende des actions ordinaires. Enfin, les avantages qui leur sont attachés peuvent être conférés pour toute la durée de vie de la société émettrice.

- *Les actions de jouissance* : Ces actions sont celles dont la valeur nominale a été remboursée par avance sur le produit de la future liquidation de l'entreprise. Leurs caractéristiques sont les suivantes :
 - Elles perdent leur droit sur le capital social remboursé.
 - Elles ne bénéficient pas de la totalité des dividendes versées aux actions ordinaires.
 - Elles conservent leur droit de vote.

2.1.3. Les valeurs de l'action :

Il existe trois principales valeurs :

1. *Valeur nominale* : il s'agit de la valeur de l'action à la création de l'entreprise.

$$\text{Valeur nominale de l'action} = \frac{\text{Capital social}}{\text{Nombre d'actions}}$$

2. *Prix d'émission* : prix de l'action après un certain nombre d'années d'existence de l'entreprise. Il s'agit du prix de vente sur le marché primaire.

$$\text{Prix d'émission} = \frac{\text{Valeur actuelle de l'entreprise}}{\text{Nombre d'actions}}$$

La valeur actuelle de l'entreprise est déterminée par des méthodes de valorisation.

3. *Valeur boursière* : elle représente le cours de marché de l'action. Ce dernier est établi par la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché secondaire.

2.2. Les Obligations :

Contrairement à un actionnaire, un obligataire n'a pas les droits ci-dessus. En fait, ce n'est pas le propriétaire de l'entreprise mais le créancier, le passif représente une partie de prêt consenti par l'entreprise, les obligations peuvent également être émises par les entreprises publiques, l'état et les collectivités locales.

En cas de liquidation, les obligataires s'adressent aux créanciers privilégiés et aux actionnaires. L'obligation dispose d'une date de souscription (date d'achat) et d'une date de jouissance à partir de laquelle les intérêts commencent à courir.

2.2.1. Caractéristiques de l'obligation :

- ✓ Titre de créance.
- ✓ Durée de vie limitée, échéance précise.
- ✓ Remboursable.
- ✓ Négociable.

2.2.2. Les catégories de l'Obligations¹⁰ :

- *Les obligations d'État* : Les États émettent des obligations pour couvrir leur besoin de financement à moyen et à long terme. Parmi les obligations les plus connues, on peut citer les obligations assimilables du Trésor (OAT).
- *Les obligations à taux fixe* : Le taux d'intérêt nominal et le coupon de ce type d'obligations sont fixes. Son versement intervient de manière régulière, généralement tous les ans, et est fixé dès l'émission du titre jusqu'à son échéance.
- *Les obligations à taux variable* : Le taux d'intérêt de ce type d'obligation est par définition variable. Il dépend de l'évolution d'un taux du marché (par exemple l'Euribor) auquel s'ajoute un taux fixe.

L'évolution de ce taux de marché varie à intervalles réguliers : tous les mois, tous les trois mois, tous les six mois.

Dans la plupart des cas, il présente une faible volatilité. Les obligations à taux variable sont donc peu risquées. À noter que le risque pris par un investisseur sur ce type de produit devient plus significatif si l'indexation se fait sur un taux d'intérêt à long terme.

- *Les obligations à coupon zéro* : Contrairement aux obligations classiques, les obligations à coupon zéro ne génèrent pas de coupons durant toute leur durée de vie. Ces derniers sont capitalisés et versés à l'échéance.

Pour qu'elles restent attractives aux yeux des investisseurs, elles sont généralement émises en-dessous du pair, c'est-à-dire en-dessous de leur valeur nominale.

- *Les obligations convertibles* : Une obligation convertible donne le droit à son détenteur d'échanger son titre obligataire contre une ou plusieurs actions de l'entreprise émettrice à tout moment.

A l'émission d'obligations convertibles, l'émetteur fixe le cours ou le rapport de conversion, c'est-à-dire le prix auquel s'échangent les obligations contre les actions. Ce prix sera toujours plus élevé que la valeur de marché de l'action au moment de l'émission. Par la suite, si la valeur de marché de l'action se révèle supérieure au cours de conversion, l'investisseur aura tout intérêt à convertir ses obligations. S'il revend immédiatement ses actions converties, il réalisera une plus-value égale à la différence entre la valeur de marché de l'action et son cours de conversion.

Comme les États, les entreprises disposent de la possibilité d'émettre des obligations sur les marchés pour se financer, que ce soit à court terme (échéance inférieure à 5 ans), à moyen terme (échéance comprise entre 5 et 12 ans) ou à long terme (échéance supérieure à 12 ans). Pour les entreprises, l'émission d'obligations constitue une alternative au financement par actions.

¹⁰ <https://www.botraidors.com/>

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Section 02 : Le marché boursier Algérien

Dans le prolongement des réformes, initiées à partir de 1988, des aménagements sont apportés au mode d'organisation et de fonctionnement de l'économie algérienne et des dispositions sont prises pour l'ouverture d'un marché financier et la création d'une bourse des valeurs mobilières. Donc nous allons essayer dans cette section, de présenter la Bourse d'Alger, puis les intervenants de la Bourse, et à la fin parler de la structure boursière.

1. Présentation de la Bourse d'Alger :

L'Algérie a eu l'idée de créer la bourse en 1990 dans le cadre de l'adoption des réformes économique introduites en 1988. A l'origine, la Bourse été créée sous la forme d'une « Société des valeurs mobilières ». Ce n'est devenu une « Bourse » qu'en 1992.

La Bourse des valeurs mobilières est un cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, et les autres personnes morales de droit public et des sociétés par actions. la Bourse algérienne est une composante secondaire organisée et réglementée du marché financier national.

La bourse d'Alger a été créée en décembre 1993 par le décret législatif n° 93/10 du 23/05/1993. Constituée officiellement le 25 mai 1997, elle n'a été opérationnelle qu'en 1998, en raison de l'absence de cadre juridique pour s'adapter à l'économie de marché. Leur efficacité a commencé à la fin de 1999.

La bourse des valeurs mobilières est un marché :

- organisé et surveillé par une autorité de régulation indépendante ;
- géré par une société de gestion de la bourse des valeurs ;
- animé par des intermédiaires en opération de bourse ;
- sécurisé par un dépositaire central des titres et dont les titres sont conservés par des teneurs de compte conservateur des titres ;
- alimenté par des sociétés par actions cherchant un financement par appel public à l'épargne, des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et par l'État pour ses emprunts obligataires.

2. Les intervenants de la Bourse d'Alger ¹¹:

Il existe deux catégories d'intervenants au niveau du marché boursier algérien :

- Les institutions du marché boursier algérien qui représentent le cadre institutionnel chargé de rendre possible toutes les transactions sur le marché financier Algérien, ces institutions sont au nombre de trois à savoir :
- ✓ **La Société de Gestion des Valeurs Mobilières (SGBV)** : elle s'appelle la Bourse d'Alger, et c'est une société par actions détenue par les Intermédiaires dans les opérations de la Bourse. Elle est responsable de l'organisation pratique des opérations d'introduction en bourse des sociétés, de l'organisation des séances de négociation, de la gestion du système de cotation et de la diffusion des informations et de statistiques boursières, à travers le Bulletin Officiel de la Cote (BOC) et les autres canaux d'information : site web, spots télévisés, quotidiens nationaux....

¹¹ La notice Présentation de la Bourse d'Alger, www.SGBV.dz.

- ✓ **La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)** : représentant l'autorité du marché financier en veillant au respect de la réglementation boursière en vigueur et en assurant la protection des épargnants. Le rôle de la COSOB est d'octroyer les visas d'émission et faire l'organisation et l'encadrement des activités liées au marchés financier.
- ✓ **Le Dépositaire Central des Titres (Algérie Clearing)** : est une société par actions, dont la mission consiste à assurer la conservation des titres financiers émis, l'administration des comptes courants des titres ouverts pour le compte des Teneurs de Comptes Conservateurs (TCC), la réalisation des opérations sur titres pour le compte des émetteurs, la dématérialisation des valeurs mobilières et leur codification selon les normes internationales (ISIN : international securities identification number).
 - Les intervenants appelés les professionnels du marché dont la tâche principale d'assurer le bon déroulement des transactions en les fluidifiant ou bien les rationalisant. Ils fournissent également un lien entre les investisseurs et le marché boursier. Ces intervenants sont :
- ✓ **Les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB)** : Ce sont des banques, des institutions financières et des sociétés commerciales qui exercent principalement leurs activités autour des valeurs mobilières. Les courtiers en bourse (ou IOB) sont agréés par la COSOB. Le rôle des IOB d'accompagnement les entreprises qui souhaitent introduire en bourse, le placement des valeurs mobilières émises, et le conseil.
- ✓ **les Teneurs de Comptes-Conservateurs de titres (TCC)** : Sont les banques, les établissements financiers et les sociétés commerciales ayant la qualité d'IOB, Les TCC propose aux investisseurs les prestations d'ouverture et de gestion des comptes courants réservés aux valeurs mobilières enregistrés sur l'Etat ou achetés sur le marché secondaire. Leur rôle est d'exécuter les instructions reçus des clients et d'appliquer les opérations sur titres et aussi que d'informer les propriétaires de l'exécution de leurs instructions et des mouvements de leurs comptes.
- ✓ **les promoteurs en bourse** : Le promoteur boursier peut s'agir d'un IOB-conseillé soit d'un cabinet de conseil financier inscrit auprès de la COSOB dont la mission est d'accompagner toute entreprise qui envisage de s'introduire sur le marché des PME de la bourse d'Alger. Les promoteurs ou régulateurs de la bourse interférente avec l'amont et l'aval de la cotation d'une entreprise.

3. La structure de la Bourse d'Alger :

Dans les années 80, l'émergence et le développement des marchés financiers ont marqué le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché dans la plupart des pays industrialisés. En réalité, les agents économiques savent rarement trouver un équilibre parfait entre leurs revenus et leurs dépenses.

De ce constat, nous pouvons supposer que le performance optimal de l'activité économique suppose que les capacités de financement peut être adaptées aux besoins de financement ; la réunion peut se tenir directement sur le marché des capitaux¹².

¹² Lieu où se confrontent l'offre et la demande de capitaux. Il se subdivise en deux sous marchés : le marché monétaire qui est le marché à court terme, et le marché financier.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Le règlement général de la Bourse d'Alger n°01-12 du 12 janvier 2012 a réorganisé la cotation de la Bourse d'Alger en l'élargissant aux petites et moyennes entreprises. Ainsi, la Bourse d'Alger est constituée du : Marché des titres de capital et Marché des titres de créances.

3.1. Marchés des titres de capital :

Il s'agit du marchés des actions qui composé à son tour des marché suivants :

- ✓ *Marché principale* : réservé aux grandes sociétés présentant un capital social au moins égal à cinq cents millions de dinars (500 000 000 ,00 DZD). Ce marché comprend actuellement quatre (4) entreprises, qui sont :
 - Le Groupe SAIDAL : qui a été admis à la cote officielle en septembre 1999 (Actions)
 - EGH EI AURASSI : cotée officiellement le 14 février 2000 (Actions)
 - ALLIANCE ASSURANCES : introduite à la cote officielle le 07 mars 2011 (Actions)
 - BIOPHARM : introduite à la cote officielle le 13 mars 2016 (Actions)
- ✓ *Marché PME* ¹³: dédié au financement et à la cotation des petites et moyennes entreprises. Le marché des PME a été lancé en 2012 et ne compte, pour le moment, la société AOM INVEST SPA introduite à la cote officielle en 2018, et cela malgré les conditions d'accès aient été assouplies par rapport au marché principal.

3.2. Marché des titres de créance :

Il s'agit du marché obligataire, il se divise en :

- ✓ *Marché de blocs pour les OAT* : pour les Obligations Assimilables du Trésor. Le marché de bloc OAT compte actuellement 27 lignes cotées englobant près de 400 milliards de dinars. Les obligations assimilables du trésor présentant des maturités de 7, 10 et 15 ans sont négociées par l'entremise des intermédiaires en opérations de Bourse et les compagnies d'assurances ayant le statut de Spécialistes en valeurs du trésor à concurrence de cinq (5) séances par semaine¹⁴.
- ✓ *Marché des obligations* : les sociétés par action, les organismes publics et l'État, émettent des obligations sur ce marché.

¹³ Règlement COSOB n°12-01 du 12-01-2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18-11-1997 relatif au règlement générale de la Bourse des valeurs mobilières.

¹⁴ www.SGBV.dz .

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Section 03 : Processus, Procédures, Avantages, et les Contraintes d'introduction en Bourse

Pour les entreprises à croissance rapide à la recherche de financement, une introduction en bourse peut être un excellent moyen de financer leur croissance. Cependant, les entreprises doivent être au courant du processus d'introduction en bourse. Ainsi que les avantages et les contraintes de cette opération pour avoir évalué la rentabilité de cette opération.

1. Processus d'introduction en Bourse¹⁵ :

L'introduction en bourse passe par trois phases importantes.

- La phase de pré-introduction.
- La phase de l'introduction en bourse.
- La phase de post-introduction.

1.1. La phase de pré-introduction :

C'est la phase qui précède l'introduction en bourse et la première étape que doit suivre l'émetteur dans tous les cas de figure, avant toute introduction en bourse.

Elle se subdivise en plusieurs étapes :

- *Décision de l'opération* : Seule l'assemblée générale extraordinaire de l'entreprise peut décider du moment approprié pour une introduction. Le conseil d'administration ou le directoire peuvent obtenir le pouvoir permettant de rendre cette opération effective.
- *Préparation de la société* : La préparation s'effectue principalement sur le plan juridique. En effet, pour répondre aux exigences d'admission à la cote, une entreprise peut être amenée à procéder à des changements de statuts, de forme juridique et de structure de capital.
- *Évaluation de l'entreprise* : Cette étape est essentielle car elle permet de déterminer le prix de vente des actions. L'évaluation de l'entreprise est effectuée par un membre de l'expert-comptable qui n'est pas son auditeur, ou tout autre professionnel dont l'évaluation est reconnue par la commission.
- *Le choix de l'intermédiaire référent* : Le choix de l'intermédiaire introducteur est très important car son aide et ses conseils sont encore nécessaires à la réussite de l'introduction. Afin de réussir au mieux l'opération de diffusion des titres, l'intermédiaire collaborera avec les banques et d'autres institutions financières. Par conséquent, Ils formeront un syndicat de placement.
- *Préparation du projet de notice d'information* : Cette notice est préparée par l'entreprise et permet aux investisseurs de connaître les caractéristiques de la société, les détails relatifs aux opérations de la société, sa stratégie ainsi que toutes les informations sur les titres émis.
- *Préparation et dépôt du dossier d'admission* : Ce dossier est déposé auprès de l'autorité de marché et doit contenir :

¹⁵ Guide d'introduction en bourse COSOB, p7- 9.

- ✓ Une demande d'admission ;
 - ✓ Un procès-verbal de l'organe habilité ayant décidé ou autorisé l'émission ;
 - ✓ Un projet de notice d'information ;
 - ✓ Un projet de prospectus qui reprend l'ensemble des caractéristiques de l'entreprise ;
 - ✓ Des informations générales sur l'émetteur ;
 - ✓ Des informations sur la capitalisation ;
 - ✓ Des informations économiques et financières ;
 - ✓ Des documents juridiques ;
 - ✓ Un rapport d'évaluation pour l'émission des actions.
- *Le visa de la COSOB* : L'autorité procède à l'étude du dossier et de là, elle peut soit accorder ou refuser le visa, avec un délai de deux (02) mois pour étudier le dossier.
 - *Marketing boursier* : il s'agit d'une politique de communication d'information des investisseurs, dans le but de réussir le placement de titre.
 - *Période de souscription* : Durant toute la période de souscription, les investisseurs présentent leurs ordres d'achat directement auprès des agences bancaires autorisées à participer à l'opération, moyennant le dépôt d'un montant représentant la contre-valeur de la quantité de titres demandés.
 - *Vente des titres* : A ce stade, la distribution de titre commence. Cette vente a lieu via le réseau bancaire pendant une certaine période, que l'on appelle la *période de souscription* ou bien la période d'abonnement.
 - *Divulgarion des résultats et dénouement* : Les résultats de l'opération sont publiés à partir du moment où l'offre est déclarée positive. Cela signifie que toutes les conditions d'introduction à la cote sont remplies.
 - *Dénouement de l'opération* : Est assuré par le Dépositaire Central des Titres et ce, trois (03) jours ouvrables après la divulgation des résultats.

1.2. La phase a l'introduction :

C'est la phase où démarre la cotation du titre, après que l'entreprise ait obtenu l'autorisation (décision d'admission) de la COSOB d'effectuer son entrée effective en bourse. La SGBV publie un avis dans une édition du Bulletin Officiel de la Cote (BOC) indiquant la date de la première séance de cotation ainsi que le cours d'introduction du titre. Les résultats de la première cotation sont rendus publics par la SGBV et publiés au BOC.

1.3. La phase de post-introduction :

Elle intervient après la première cotation. Le cours de l'action suit alors l'évolution du marché. Dans ce cadre, l'émetteur doit assurer un suivi pour les investisseurs et les informer de tout changement dans l'entreprise susceptible d'influencer le cours de l'action.

- ✓ *Le contrat de liquidité* : Afin de réguler le cours de l'action, les entreprises ont le droit de racheter leurs propres actions dans le cadre du contrat de liquidité. Le contrat est signé entre l'entreprise et l'IOB ; il a pour objet de définir les conditions dans lesquelles l'intermédiaire agit pour le compte de l'émetteur sur le marché afin de favoriser la liquidité des titres et la régularité de leur cotation.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

- ✓ *Publication d'information* : Une fois qu'un titre est coté en Bourse, l'émetteur doit informer le public de tout changement ou fait important, qui s'il est connu, pourrait avoir une incidence significative sur le prix des titres. Il doit également être diffusé du public et les rapports de gestion stockés au niveau de la COSOB et de la SGBV, ainsi que les états financiers annuels et semestriels.

2- Procédures d'introduction en Bourse :

Plusieurs procédures sont possibles, pour s'introduire en Bourse. Le prestataire de services d'investissements (PSI) chargé à l'introduction s'assure que cette procédure répond au mieux aux caractéristiques de la société et à la situation du marché. La procédure d'introduction est spécifiée dans l'avis à la cote. Son application dépend des conditions de marché, de la taille de la transaction, des caractéristiques de l'émetteur...etc. la société choisit l'une des autres entreprises pour accéder à la première cotation :

- *Offre à prix ferme (OPF)* : Avec l'offre à prix ferme, c'est l'institution financière qui fixe le prix de l'action avant l'introduction en bourse. Cette procédure peut s'accompagner d'un blocage des fonds correspondant à la demande, Et en l'absence de segmentation des ordres, le taux de service ne peut être inférieur à 10%. La difficulté de cette méthode réside dans la fixation de ce prix.
- *Offre à prix minimal (OPM)* : Cette procédure d'introduction est similaire au fonctionnement d'une enchère. Ici, une seule catégorie d'ordre est acceptée avec le cours limité et le prix minimum. Un même donneur d'ordre ne peut émettre d'ordre au-delà 20% des titres proposés à la vente, Il est possible de financer ainsi que de différer les devis en cas de demande excessive. Habituellement, le prix d'introduction est supérieur au prix minimum initial de l'offre.
- *Offre à prix ouvert (OPO)* : L'offre à prix ouvert est la plus couramment utilisée. Ici, l'entreprise veut ouvertement faire appel à un intermédiaire, à savoir une institution financière qui se constitue elle-même en « syndicat bancaire ». ICI, le prix est fixé sur la demande. Aucun taux de service minimal n'est requis. Les Offres à Prix Ouvert sont souvent associées à des offres dites « de placement garanti ».
- *Cotation directe (CO)* : C'est la procédure la moins utilisée, cette procédure suit le même principe que l'offre de prix minimum, La différence entre les deux offres réside dans le fait que la cotation ou bien l'offre directe est le prix minimum, les ordres a prix limité sont autorisés et prévalent sur les autres titres et sont exécutés sans contrôle des prix.
- *Le placement garanti (PG)* : Gérez la répartition du papier et le prix d'introduction avec une finesse accrue. Cette procédure sera à satisfaire le besoin d'investisseurs stables dans le capital d'une société cotée. Dans cette procédure, c'est le syndicat bancaire qui décide à sa discrétion d'attribuer un certain nombre d'actions à ce type d'investisseur. Il s'adresse aux investisseurs institutionnels, et n'est pas tenu de garantir une répartition équitable des titres.

Il est important de noter qu'au niveau international, les cinq procédures ci-dessus sont utilisées. Mais dans le cas de l'Algérie, il existe aussi des offres publiques de vente un prix minimum et un prix fixe. Quoi qu'il en soit, toute introduction en bourse est un pari sur la

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

réaction du marché face au nouvel émetteur. Dans ce contexte, le choix de la procédure adoptée est important mais ne garantit en aucun cas le succès de l'opération.

3. Avantages d'introduction en Bourse :

La société cotée en bourse obtient de nombreux avantages qui sont :

- *Le financement par émission de valeurs mobilières* : La recherche de financement, la mission première des marchés financiers est d'établir des contacts avec les agents qui ont la capacité financière avec ceux qui ont besoin de financement. Il semble donc légitime que l'entreprise se tourne vers les marchés pour lever des fonds.

- *La transmission d'entreprise est plus aisée* : à l'occasion d'un lancement sur le marché, le gérant de l'entreprise peut mettre à disposition une partie des titres qu'il détient sur le marché et notamment ultérieurement trouver dans des meilleures conditions un ou plusieurs acquéreurs, le capital ayant gagné en liquidité, le cours boursier au lieu du prix objectif.

- *Gagné en notoriété vis à vis des fournisseurs, des clients et des employés*. La cotation donnera de la crédibilité à l'entreprise.

- *Valorisation continue de l'entreprise* : le cours de l'action évolue sur le marché et reflète la performance réelle de l'entreprise.

- *Le désengagement d'un ou plusieurs actionnaires* : une introduction en Bourse est également une méthode de vente d'actions aux actionnaires existants. Cette cession se fera à un prix similaire au prix de marché qui est souvent bien supérieur à celui obtenu pour une société non cotée.

- *L'amélioration de la liquidité de l'entreprise* : les actions de l'entreprise peuvent être vendues à tout moment sur le marché secondaire.

- *Encouragement des salariés de l'entreprise* : un certain pourcentage d'actions émises par l'entreprise est réservé aux salariés, à des prix plus attractifs que proposé ceux au public.

- *Pérennisation et la sauvegarde du contrôle des entreprises* : L'introduction en bourse facilite également la pérennité de l'entreprise, en particulier dans le cas des entreprises familiales car elle évite tout éclatement ou dissolution suite au départ ou au décès de l'un des actionnaires majoritaires. Il s'assure aussi que le contrôle de l'entreprise sauvegarde grâce à une diffusion d'une part du capital ou par le recours à des produits financiers adéquats.¹⁶

- *Mutation dans le système de « corporate governance »* : Une introduction en Bourse implique un minimum de fiabilité, de transparence dans des comptes de l'entreprise et, plus largement, un effort de communication financière orientée vers des investisseurs externes actuels ou potentiels. Cela conduit à la mise en place d'un système de contrôle interne moderne de « corporate governance » et à la professionnalisation des organes d'administration et de gestion¹⁷.

¹⁶ Rapport sur les avantages d'introduction en bourse. www.SGBV.dz

¹⁷ Ibid.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Parfois, lorsque l'entreprise fait des bénéfices, elle donne aux salariés une part sous forme d'actions.

4. Contraintes d'introduction en Bourse¹⁸ :

Une opération d'introduction en Bourse présente des avantages mais induit également un certain nombre de limitations.

Les trois problèmes qui sont souvent notés lors des introductions en bourse, ces problèmes constituent une anomalie par rapport à la théorie des marchés efficients¹⁹.

- La rentabilité initiale d'une introduction en Bourse est en moyenne positive. Cette rentabilité initiale peut aller de quelques pourcents à plusieurs dizaines de pourcents selon les places d'introduction, les périodes, les modalités... Cela signifie que les entreprises acceptent de se sous-évaluer et donc de lever, en proportion, moins de fonds.
Cela signifie également que la commission des intermédiaires introducteurs, calculée en pourcentage des fonds levés, est réduite en conséquence.
- La deuxième problématique est liée à la performance boursière à long terme du marché boursier pour les offres publiques. Plusieurs études ont conclu à une diminution significative de ces performances sur une période de 3 à 5 ans.
- Les phénomènes de regroupement d'introductions en Bourse constituent la troisième problématique majeure. Ritter (1984) a constaté que les phases dans lesquelles les rentabilités initiales sont élevées s'accompagnent d'un plus grand nombre d'entreprises introduites en Bourse. Ce constat renvoie à des comportements opportunistes de la part des entreprises. Ce comportement est contraire à la philosophie de l'introduction en Bourse, celle-ci devant être guidée par des nécessités propres à l'entreprise (financement de l'activité, désendettement, etc.).
- La perte de contrôle et de pouvoir : cela se produit consécutivement ; chaque fois qu'une entreprise émet des actions, il en résulte une dilution du pouvoir. En effet, les anciens actionnaires devront consulter les nouveaux actionnaires pour prendre des décisions lors des assemblées générales ordinaires ou extraordinaires. Sans oublier de risque de reprise hostile²⁰ qui entraîne dans la plupart des cas, un changement dans l'équipe de direction.
- Comme existe d'autres contraintes :
 - Indicateurs économiques : les cotations vous permettent de mesurer la valeur que le marché attribue à une entreprise, une marchandise ou une créance dans le temps. Les cours permettent de suivre l'évolution des prix des produits et l'évolution générale de la situation économique du pays.
 - La liquidité des instruments financiers : il permet la négociabilité et la vente des titres de valeur.
 - La gestion des risques : elle permet non seulement le transfert des risques, mais également la protection contre les risques.

¹⁸Patrick SENTIS, « Introduction en Bourse, Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, France, 2005. p228.

¹⁹La théorie des marchés efficients postule que toutes les informations disponibles sont incluses dans les prix des titres.

²⁰ Intervient principalement dans le cadre d'une offre public d'achat. Le conseil d'administration refuse l'offre de rachat proposée par l'investisseur, mais il ne peut l'empêcher.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

Section 04 : Les conditions d'admission en Bourse²¹

Toute société qui envisage de s'introduire à la bourse d'Alger, doit remplir les conditions d'introduction suivantes, selon différentes marchés :

1- Conditions communes :

- ✓ La société doit être organisée sous forme de Société Par Actions (SPA).
- ✓ Tenir la COSOB informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction ;
- ✓ Justifier l'existence d'une structure d'audit interne devant faire l'objet d'une appréciation du commissaire aux comptes dans son rapport sur le contrôle interne de la société. Dans le cas contraire, la société doit s'engager à mettre en place cette structure au cours de l'exercice qui suit l'admission de ses titres aux négociations en bourse ;
- ✓ Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres ;
- ✓ S'engager à respecter les conditions de divulgation d'information définies dans les règlements de la COSOB.

2- Conditions spécifiques :

Pour le marché principal :

- ✓ Avoir un capital minimum libéré d'une valeur de cinq cent millions de dinars (500.000.000 DA).
- ✓ Publier des états financiers certifiés des trois exercices précédant celui au cours duquel la demande d'admission est présentée.

Pour le marché de PME :

- ✓ Publier les états financiers certifiés des deux derniers exercices, sauf dérogation de la COSOB. Sans préjudice des dispositions du code de commerce relatives aux sociétés par actions faisant appel public à l'épargne, les conditions de bénéfices et de capital minimum ne sont pas exigées pour la société qui demande l'admission sur le marché PME.

Pour le marché de l'obligation : Aucune exigence.

Nous résumerons ces conditions dans le tableau suivant :

Tableau N°02 : Les conditions spécifique de chaque marché

Condition	Marché Principal	Marché PME	Marché Obligation
Capital minimum libéré	500 millions de DA	Aucune exigence	Aucune exigence
Nombres d'exercices certifiés	03 dont le dernier bénéficière	02	Aucune exigence

Source : Guide d'introduction en Bourse ; p7.

²¹ Guide d'Introduction en Bourse, p7-8.

Chapitre 01 : L'introduction en Bourse

3- Condition d'introduction en Bourse :

3-1-Marché principal :

- ✓ Diffuser dans le public des titres de capital représentant au moins 20% du capital social de la société, au plus tard le jour de l'introduction.
- ✓ Les titres de capital diffusés dans le public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 150 actionnaires.

3-2-Marché des obligations :

- ✓ L'encours des titres de créance pour lesquels l'admission aux négociations en Bourse est demandée doit être au moins égal à 500 000 000 DA, le jour de l'introduction.

3-3-Marché PME :

- ✓ La société doit procéder à une ouverture de son capital social à un niveau minimal de 10%, au plus tard le jour de l'introduction.
- ✓ Les titres de capital de la société diffusés dans le public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels, au plus tard le jour de l'introduction.

3-4-Marché Blocs OAT :

- ✓ Les obligations assimilables du Trésor sont admises de droit.

Conclusion

La question de l'introduction en bourse est un problème auquel de nombreuses entreprises sont confrontées à un moment donné de leur existence. C'est une décision extrêmement sensible qui doit prendre en considération tous les avantages et les inconvénients qui pouvant résulter de cette introduction et ce, afin que nous puissions identifier et mesurer l'impact de ce processus sur le présent et l'avenir de la société.

A la fin La bourse des valeurs mobilières est un marché organisé et surveillé par la COSOB, géré par la SGBV, animé par les IOB, sécurisé par Algérie Clearing et dont les titres sont conservés par les TCC²².

Le succès de l'opération d'introduction en bourse nécessite une évaluation précise de l'avenir. À cet égard, la fixation du prix de l'offre est une étape cruciale du processus. La plupart des prix affichés sont sous-évalués ; Et ce phénomène s'appelle la sous évaluations initiale des titres.

Dans ce chapitre, nous notons que quelle que soit la procédure initiale choisie par la société qui introduite en Bourse, il est nécessaire de fixer à l'avance le prix de l'offre ou la fourchette de prix. Par conséquent, il est important d'expliquer les différentes méthodes d'évaluation de l'entreprise sur lesquelles repose la détermination de ce prix d'offre.

²² La notice la Bourse d'Alger.

Chapitre 02 :
Les méthodes d'évaluations
et le phénomène de la Sous-
évaluation

Introduction

L'une des étapes les plus importantes du processus d'introduction en bourse est la détermination de la valeur de l'entreprise. Il existe plusieurs méthodes d'évaluations, principalement, celles basées sur l'historique de l'entreprise ainsi que celles basées sur les flux futurs et les résultats prévisionnels. L'objectif de cette évaluation est de déterminer le prix d'émission de l'action. Dans ce contexte, lorsque le cours de l'action d'un titre sur le marché est supérieur au prix auquel il est proposé aux investisseurs, on dit qu'il y a une sous-évaluation.

Le succès de l'opération d'introduction en bourse nécessite une évaluation minutieuse de l'avenir. A cet égard, la détermination du prix de l'offre est une étape critique dans l'opération car toute imperfection dans la détermination de la valeur du titre de propriété peut fragiliser l'opération. Face à ce risque d'échec et à la motivation de la demande de titres avec l'espoir d'une plus-value à court terme, la plupart des prix des actions proposées sont sous-évalués ; c'est-à-dire que leurs cours ne reflètent pas la vraie valeur de l'entreprise : c'est le phénomène de sous-évaluation à l'introduction. Cette sous-évaluation peut être définie comme la différence entre le prix d'émission et le prix d'équilibre (le cours de l'action à la fin de la première journée de cotation, au niveau du marché secondaire). Elle peut être également définie par rapport au cours de la première semaine ou du premier mois.

Au cours de ce chapitre, et dans la première section, nous présentons les différentes méthodes d'évaluation, et dans la deuxième section nous expliquons le phénomène de la sous-évaluation et les éléments qui peuvent justifier et créer la sous-évaluation des actions lors de la première cotation. Puis nous exposons les théories qui expliquent la sous-évaluation des actions à l'introduction. Et comment analyser ce phénomène.

Section 01 : L'évaluation d'entreprise

L'évaluation des entreprises est d'une grande importance pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier. Le concept de cette évaluation repose sur le fait qu'il est possible d'optimiser la performance de l'entreprise dans une approche managériale. Dans le contexte financier, l'adoption de l'hypothèse de marché efficient recommandera d'évaluer l'entreprise avec la notion de risque économique à des fins d'appréciation de la rentabilité. Dans cette section, nous mettrons en évidence la notion générale d'évaluation d'entreprise, et la différence entre le concept de valeur et le concept de prix.

1. Généralité sur l'évaluation d'entreprise

1.1. La notion d'évaluation d'entreprise :

L'introduction en bourse est une opération financière qui permet à une société de financer son expansion en ouvrant son capital social aux investisseurs (particuliers, entreprises, etc.) sur le marché boursier.

L'évaluation de l'entreprise est une étape cruciale dans la réalisation de l'introduction en bourse. Cette opération consiste à « *fixer un prix de vente acceptable pour les anciens actionnaires et attractif pour les nouveaux* »²³. Cette évaluation sera utilisée pour établir le prix de vente ou d'émission de l'action, ce processus détermine l'évaluation de la portée de l'offre à apporter aux investisseurs.

« L'évaluation d'une valeur mobilière est un processus par lequel un investisseur utilise les concepts de rentabilité et de risque pour attribuer une valeur à un actif financier »²⁴.

L'évaluation d'une entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné²⁵.

THAUVRON (2007) considère que l'évaluation d'une entreprise consiste à proposer une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres et en aucune manière de déterminer un prix. Elle n'implique pas qu'il y ait une négociation qui la suivra²⁶.

L'évaluation de l'entreprise est une étape importante du processus de privatisation. Cependant, Dans le cadre de la privatisation à petite échelle, l'évaluation n'est pas considérée comme une nécessité ou devrait être effectuée de manière globale, pour les entreprises de niveau supérieure, la détermination de la valeur de l'entreprise est une nécessité pour toutes les méthodes de privatisation²⁷. L'évaluation de l'entreprise privatisée dans le contexte de la transition vers une économie de marché est une opération forte complexe²⁸. La privatisation

²³Patrick SENTIS, *Introduction en Bourse*, Ed Economica, Paris, 2004, p72.

²⁴Lawrence GITMAN, Michael JOEHNK, *Investissement et marchés financiers*, 9eme édition, Pearson, 2005.p352.

²⁵Jean- E PALARD, Frank IMBERT, *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*, EYROLLES, Paris, 2013, p21.

²⁶ Arnaud THAUVRON, *Évaluation d'entreprise*, 2eme édition, Ed Economica, Paris, 2007, p11.

²⁷ Abdelkader GLIZ, *L'évaluation de l'entreprise*, BERTI Editions, Alger, 2019. p11.

²⁸ Voir Abdelkader GLIZ (2000).

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

n'élimine pas certaines des difficultés en termes de privatisation, de méthodologie d'évaluation.

1.2. La différence entre valeur et prix :

« Le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez »²⁹

Il existe une différence notable entre l'évaluation d'une entreprise et son prix sur le marché, mais ces deux concepts sont dépendants d'un de l'autre³⁰.

L'évaluation d'une entreprise est une proposition de valeur ou une fourchette de valeurs dans le patrimoine de l'entreprise, et en aucun cas à proposer un prix. Il faut donc nécessaire de distinguer ces deux notions.

Dans le langage courant, et même dans des livres d'économie, « valeur » et « prix » sont souvent utilisés de manière interchangeable. Mais Smith, Ricardo et Marx font une distinction entre la valeur d'utilité et la valeur d'échange. Seule la valeur d'échange a un prix. La valeur d'utilité peut ne pas être mesurée. Il est interprété de manière subjective et ne peut être mesuré par le prix.

D'après J. BRILMAN, (2001), la valeur peut être définie comme l'ensemble de multiples avantages perçus et hiérarchisés selon un système de préférence par un acteur ou un groupe d'acteurs en situation de décision dans un contexte spécifique³¹.

Le prix d'une entreprise correspond au montant qu'un investisseur ou un agent économique est susceptible de payer pour en faire l'acquisition. Il représente le fruit d'un processus de négociation entre un acheteur et un vendeur³².

Le prix d'une entreprise suppose la notion de transaction et la confrontation de l'offre et de la demande. Donc Les prix varient en fonction de l'offre et de la demande. A l'inverse, la valeur ne signifie pas nécessairement qu'il y a une volonté d'échanger. Si le prix est une donnée objective, il s'agit alors de prix plus clairement subjectifs. Ensuite, Le prix est généralement considéré comme une mesure de cette valeur.

A la fin BARNAY et CALBA disent : « la valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur. Il n'y a pas obligatoirement coïncidence entre valeur et le prix, sauf dans le cas d'un marché de concurrence à peu près parfaite. A partir d'une estimation de la valeur, même la meilleure que l'on puisse imaginer, il est à peu près sûr que de la libre négociation résulte ensuite un prix qui sera différent. Cela est normal et ne signifie en aucune façon que l'estimation a été erronée »³³. Alors que le prix est facilement identifiable, la valeur est davantage et intangible.

2. Les méthodes d'évaluations d'entreprise :

Le phénomène de la sous-évaluation des actions lors de l'introduction en bourse peut être compris en comparant le prix d'introduction et le prix de cotation des premiers jours. La

²⁹ WARREN BUFFET.

³⁰J. VINCENT, P.GIRAUDON, S.ONNEE, Évaluation d'entreprises, Pearson, Paris, 2009, p46.

³¹ Jean BRILMAN, Les meilleures pratiques de management, édition d'organisation, Paris, 2001.

³² Jean-E PALARD, Frank IMBERT, Op.cit. p47.

³³Arnaud THAUVRON. Op.cit., p11-12.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

détermination du prix de l'offre étant calculée selon l'utilisation des méthodes de valorisation des entreprises, nous nous concentrerons sur la présentation de ces méthodes dans cette section.

Cette analyse financière, est une science non exacte et un peu compliquée en raison du grand nombre de facteurs à considérer, et est souvent associée à des négociations difficiles entre l'acheteur et le vendeur en raison du choix entre ces deux acteurs ainsi que l'asymétrie d'informations entre eux, attentes et leur propre compréhension de l'entreprise et de son avenir.

Plusieurs techniques d'évaluation existent et peuvent être appliquées selon le profil de l'entreprise. L'objectif est de fournir aux parties prenantes un prix de base à utiliser comme référence lors de la conduite des négociations. Chaque méthode ayant ses propres avantages et inconvénients, ceux qui sont chargés d'évaluer l'entreprise doivent choisir l'approche la plus pertinente en fonction de la nature de l'entreprise et du but de l'évaluation financière³⁴.

Le choix de la méthode d'évaluation dépend du type d'entreprise et de ses caractéristiques. D'Amodaran (2011), identifie plusieurs variables³⁵ :

- La cotation sur un marché financier.
- Le secteur d'activité.
- La taille (chiffre d'affaires, nombres d'employés).
- Le type d'actif immobilisé (incorporel, corporel ou financier).
- Le niveau de rentabilité et de marge opérationnelle.
- Taux de croissance du chiffre d'affaires.
- Intensité capitalistique de l'entreprise.
- La politique de dividende.

Il existe trois(03) grandes séries des méthodes d'évaluation d'entreprise, qui sont les suivants :

- Les méthodes patrimoniales : évaluation par la valeur.
- Les méthodes actuarielles : évaluation par les flux.
- Les méthodes des multiples : évaluation par comparaison.

2.1. Les Méthodes Patrimoniales :

Ou l'approche patrimoniale qui valorise une entreprise en fonction de sa capacité à générer à des flux de revenus à moyen terme, et une méthode de valorisation au bilan et donc basée sur une image des actifs et des dettes de l'entreprise à un moment donné. Il vise à évaluer l'entreprise une évaluation distincte de chaque élément d'actif et de passif présent au bilan de l'entreprise³⁶.

Les méthodes patrimoniales s'appuient sur le passé de l'entreprise c'est à dire sur la

³⁴ www.auris-finance.fr

³⁵ Jean-E PALARD, Frank IMBERT, Op.Cit, p115.

³⁶ Ibid.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

capitalisation au moment de l'évaluation. Et supposons implicitement que les actifs sont immédiatement liquides³⁷.

2.1.1. Actif net comptable : Il s'agit de la technique d'évaluation la plus ancienne, et la plus rapide, bien adaptée à l'étude d'entreprises matures dont la valeur dépend plus de leurs actifs que de leurs perspectives de croissance. La valeur de l'entreprise sera alors égale :

a) Soit à ses actifs réels auxquels on soustrait ses dettes et ses provisions. Il s'agit d'un mode de calcul basé sur le bas du bilan.

$$\text{ANC} = \text{actifs réels (hors actifs fictifs)} - \text{dettes} - \text{provisions}$$

Les actifs réels sont les :

- ✓ Immobilisations
- ✓ Stocks
- ✓ Créances clients
- ✓ Trésorerie

b) Soit à ses capitaux propres auxquels on soustrait les actifs fictifs. Il s'agit dans ce cas d'un calcul basé sur le haut du bilan.

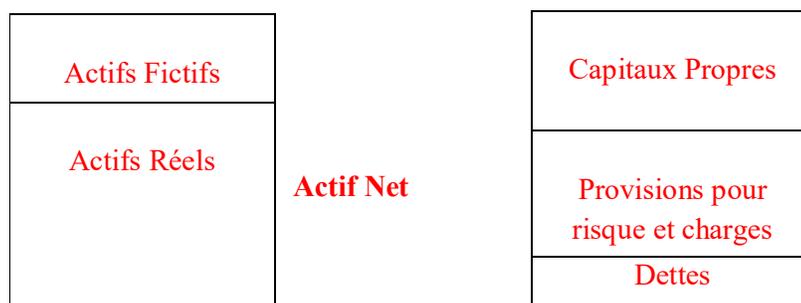
$$\text{ANC} = \text{capitaux propres} - \text{actifs fictifs}$$

Les actifs fictifs, appelés également actifs non valeurs, ne disposent pas de valeur vénale et donc, ne peuvent pas être vendus. Il s'agit notamment de :

- ✓ Frais d'établissement (charges activées en vue de leur étalement).
- ✓ Charges à répartir sur plusieurs exercices (charges transférées au bilan).
- ✓ Primes de remboursement des obligations (en cas d'emprunt obligataire).
- ✓ L'écart de conversion actif (pertes latentes de change).

Le schéma ci-dessous résume la notion de l'ANC :

Figure N°02 : Notion de l'actif net comptable



Avantages et limites : L'actif net comptable est une donnée facile et rapide à déterminer. Cependant elle ne reflète pas la valeur réelle de l'entreprise car elle se base uniquement sur

³⁷ Abdelkader GLIZ. op.cit. p117.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

les valeurs du bilan. Ces derniers enregistrés à leur coût historique, donnent une vision comptable de l'entreprise parfois éloignée de la réalité économique³⁸.

2.1.2. Actif net comptable corrigé : Dans cette méthode, l'essentiel est de rapprocher le plus possible les actifs et les dettes de l'entreprise de leur valeur réelle et ainsi dégager par soustraction la valeur de l'entreprise à un instant t.

Avec cette méthode, nous déterminons la valeur réelle (ou vénale) de chaque actif et de chaque passif courant ou non réalisé de l'entreprise ; la différence entre la valeur réelle et la valeur nette comptable, ou réajustement est calculée pour chacun ; nous évaluons l'impact fiscale de chaque retraitement et la fiscalité latente incluse dans les capitaux propres ; Les actif net comptable(ANC) de l'entreprise ont été corrigés.

La formule étant :

$$\text{ANCC} = \text{somme corrigée des actifs} - \text{somme corrigée des dettes}$$

Ou

$$\text{ANCC} = \text{ANC} + \text{Retraitements (positifs et négatifs)} - \text{Incidences Fiscales (positives et négatives)} - \text{Fiscalité latente incluse dans l'ANC}$$

Avantages et limites : Bien que cette méthode soit largement utilisée et caractérise par sa simplicité, elle présente certaines limites. L'actif net comptable corrigé ne détermine pas la valeur de l'entreprise, de plus, tous les éléments non quantifiables tels que le savoir-faire, la performance des employés, l'environnement social..., ne sont pas pris en compte dans la valeur de l'entreprise.

2.1.3. Goodwill : La notion de goodwill permet d'ajuster la valeur patrimoniale pour tenir compte des éléments incorporels de l'entreprise. Il s'agit donc d'une extension de l'actif net comptable corrigé ou ajusté :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{ANCC} + \text{goodwill}$$

Le Goodwill ou fonds de commerce, est un actif qui n'apparaît pas au bilan. Elle peut être définie comme la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices supérieurs à la rentabilité normale de son actif net.

La méthode de goodwill ou la valorisation par le surprofit est un bénéfice excédentaire est basée sur la rentabilité économique attendu de l'entreprise. Correspond à un gain que le repreneur est prêt à acheter.

Le goodwill est la somme actualisée de ce superprofit. A noter que dans le cas où l'actif net de l'entreprise est supérieur à la valeur de rentabilité, le goodwill devient négative (Badwill)³⁹.

Lorsque l'entreprise dégage un bénéfice supérieur à celui qu'elle est en droit d'attendre de son actif réel, alors, elle génère un superprofit qui signifie l'existence des actifs incorporels ; ce revenu constitue la rente du goodwill. Dans le cas contraire, l'entreprise est jugée en

³⁸ Pablo FERNANDEZ, Company Valuation methods: The most common errors in valuation, IESE Business School-University of Navarra, ESPAGNE, 2007, p4.

³⁹Alain CHOINEL, Gérard ROUYER., Op.cit., p46.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

difficulté et elle est sanctionnée par un BADWILL⁴⁰. Le goodwill se calcule par l'actualisation d'une suite de rente de goodwill où nous obtenons :

$$R_n = B_n - (r \times A_n)$$

L'actualisation peut se faire, sur des rentes prévisionnelles d'un nombre d'années limité ou sur une suite infinie de rentes constantes :

$$GW = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

ou

$$GW = \sum_{n=1}^N [B - (r \times A_n)] (1+i)^{-n}$$

Avec :

A_n = les actifs nécessaires à l'exploitation.

R_n = la rente de goodwill.

B_n = bénéfice net de l'année N.

r = taux de rémunération de l'actif normal.

i = taux d'actualisation.

En ce qui concerne les actifs nécessaires à l'exploitation, plusieurs méthodes de calcul des actifs investis existent dont :

- ✓ L'actif net comptable corrigé d'exploitation.
 - ✓ Valeur substantielle brute (VSB).
 - ✓ Capitaux permanant nécessaires à l'exploitation.
- *L'actif net comptable corrigé d'exploitation (ANCE)* : Il s'agit des actifs nets comptables corrigés, auquel on retire les fonds de commerce ou tout autre élément incorporel non correctement évalué, ainsi que les actifs hors exploitation.
- *Valeur substantielle brute (VSB)* : La VSB comprend la totalité de l'actif servant à l'exploitation. Il représente la valeur de tous les actifs corporels et incorporels d'exploitation (effective) contribuent au fonctionnement normal de l'entreprise.

VSB = ANCC+ éléments en location ou en crédit-bail – réparations et coûts de remise en état

- *Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)* : Ils représentent l'ensemble des biens nécessaires à l'exploitation, valorisés par le besoin en fond de roulement normatif (BFR⁴¹).

⁴⁰ Jean-E.PALARD, Frank IMBERT, op.cit., p139.

CPNE = Immobilisations d'exploitation + BFR normatif + Immobilisations louées

Avantages et limites : La méthode de goodwill ou la méthode directe reflète clairement les objectifs et les préoccupations de l'acheteur. Ils reposent sur le concept d'accumulation de bénéfices résiduels et de mise en évidence de la rentabilité du capital investi.

Cette méthode présente a quelques limites, elle n'est pas basée sur un concept théorique mais plutôt sur un support approximatif ; et elle vise à accumuler de richesse dans le passé (ANCC : composante dominante de la valeur).

2.2. Les méthodes des flux actualisés :

C'est une approche dynamique du marché ou bien économique, ces méthodes et basée sur la capacité bénéficiaire. Elle est fondée sur l'actualisation des revenus futurs de l'entreprise. En d'autres termes, la valeur d'une entreprise est la somme des revenus qu'elle générera dans le futur. Pour déterminer cette valeur, il est nécessaire de déterminer les flux futurs puis de les actualiser. Cette méthode est basée sur plusieurs formules mathématiques. Plusieurs méthodes existent, à savoir :

2.2.1. La méthode de Gordon-Shapiro :

Cette méthode est un modèle d'actualisation des actions particulièrement connu. Il a été développé en 1956. Ce modèle est considéré lorsque le flux de dividendes est perpétuel .Le principe selon lequel le prix d'une action dépend de la somme des flux de dividendes futurs générés par l'entreprise, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Gordon et Shapiro ont ajouté une hypothèse fondamentale, à savoir que les dividendes croissent constante et indéfiniment, à un taux fixe g . La formule d'actualisation permettant de valoriser une entreprise est la suivante :

$$V = \frac{D}{Ke - g}$$

Avec :

V = Valeur actuelle du titre.

D = Dividende anticipé la première période.

Ke = Taux de rentabilité attendu par les actionnaires.

g = Taux de croissance perpétuel des dividendes.

La méthode de Gordon Shapiro est très critiquée car les hypothèses utilisées sont trop simplistes et trop éloignées de la réalité économique de l'entreprise. En fait, le taux de croissance des dividendes est rarement constant, surtout avec l'environnement économique actuel et les cycles boursiers existants. La valeur de l'entreprise obtenue par ce modèle est très sensible à la valeur attribuée au taux de croissance anticipée g des dividendes futures⁴². De

⁴¹ le BFR est défini comme suite : $BFR = \text{créances} + \text{stocks} - \text{dettes d'exploitation}$

⁴² Abdelkader GLIZ, op.cit. p182.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

plus, ce modèle n'est applicable qu'à la condition que $K_e > g$ alors que est une condition essentielle de la méthode.

2.2.2 Le modèle de Bates :

Le modèle de Bates prolonge l'approche développée par Gordon-Shapiro. Elle utilise la même hypothèse une augmentation de dividende, et Cette méthode est basée sur le modèle d'Irving Fisher qui considère une augmentation de dividende constante, c'est-à-dire que le dernier dividende payé pour toujours comme si les actionnaires avaient un revenu annuel stable.

De plus, il est possible de modifier les paramètres de la formule en fonction de la réalité du marché. « Ce modèle est très utilisé à l'occasion d'une introduction en bourse, principalement lorsqu'une société est capable de proposer une direction de progression différente et de meilleure qualité, que les entreprises semblables. De là, il est possible d'anticiper les fondamentaux à partir de l'échantillon de référence. Il est possible alors de proposer au marché un multiple de départ PER_0 (en fonction de la croissance, de la durée, du Pay-out ratio et de rendement requis) et d'un PER de sortie »⁴³.

La formule simplifiée est :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n Div_t (1 + K_c)^{-t} + V_n (1 + K_c)^{-n}$$

Avec :

V_n : valeur de l'action à la fin de la première période.

K_c : coût des capitaux propres.

Div_t : dividendes de l'année t.

n : durée de conservation du titre.

Sachant que :

- ✓ $V_n = \text{bénéfice par action (BPA}_n) \times \text{PER de la même date (PER}_n)$
- ✓ $Div = d \times \text{BPA}$
- ✓ $PER = P / \text{BPA}$

$$PER_0 = d \left(\frac{1 + g}{K_c - g} \right) \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + K_c} \right)^n \right] + PER_n \left(\frac{1 + g}{1 + K_c} \right)^n$$

Avec :

d : taux de distribution (Pay-out ratio)

g : taux de croissance

⁴³ Simon PARIENTE, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 2eme édition, Pearson, Paris, 2009, p251.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

On obtient alors la valorisation :

$$V = \text{PER}_0 \times \text{Bénéfice année en cours}$$

La facilité d'utilisation et les hypothèses proches de la réalité, ont fait de ce modèle une méthode de valorisation fréquemment utilisée par les professionnels. Cette méthode ne peut être utilisée que pour les entreprises cotées en bourse. La limite de ce modèle est qu'il est nécessaire de déterminer le PER à la dette d'évaluation, avant de déterminer le résultat du PER.

2.2.3. La méthode d'actualisation des Free Cash-Flows (DCF) :

Le principe fondamental de cette méthode consiste à « anticiper, dans un futur à plus ou moins long terme, les flux d'exploitation moins les investissements nécessaires à l'exploitation que l'entreprise peut générer. Ces flux sont actualisés au coût de capital de l'entreprise »⁴⁴.

La méthode de Discounte Cash-Flow (DCF) consiste à valoriser une entreprise en fonction des cash-flow futurs générés par l'investissement. L'un des aspects les plus attractifs de cette méthode est de mettre en évidence toutes les hypothèses sous-jacentes la valorisation de l'entreprise. En effet, cette méthode permet de mesurer la performance financière future de l'entreprise.

La formule utilisée pour chaque année du projet d'investissement pour évaluer les flux que l'investisseur peut recevoir en contrepartie de son investissement, selon la prévision est la suivante :

$$\text{FCF}_n = \text{RN}_n + \text{DAP}_n \pm \text{variation du BFR} - \text{Invest}_n$$

Avec :

FCF_n = free cash-flow prévu à l'année n.

RN_n = résultat net d'exploitation prévu pour l'année n.

DAP_n = dotation au amortissement prévu pour l'année n.

Variation du BFRE = variation prévue du besoin en fond de roulement entre l'année n-1 et l'année n.

Invest_n = investissements nécessaires prévus à l'année n.

De plus, il est important de déterminer l'estimation de l'entreprise à la fin de la vie du projet d'investissement. Cette valeur est calculée selon la formule suivante :

$$VR_x = \frac{\text{FCF}_x}{k - g} (1 - g)$$

Avec :

VR_x = valeur résiduelle estimée à la dernière année du projet.

⁴⁴Georges LEGROS, L'évaluation des entreprises ; Méthodes et études de cas. 2ème édition, Dunod, Paris, 2011, p14.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

FCF_x = dernier free cash-flow sur la durée du projet.

k = coût du capital.

g = taux de croissance perpétuelle.

Les flux futurs doivent être actualisés afin de connaître la valeur de l'entreprise aujourd'hui ; la formule mathématique de valorisation par les free cash-flows est la suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^t}$$

Avec :

V = valeur de l'entreprise.

FCF_k = free cash-flow de l'année t .

VR = valeur résiduelle.

n = nombre d'années.

k = coût du capital.

Largement utilisé par les professionnels dans le processus d'évaluations, il prend en compte : le processus économique spécifique de l'entreprise, la viabilité de l'entreprise, l'opinion du marché (taux d'actualisation) et les besoins de l'entreprise (investisseurs et BFR). Cette méthode est devenue incontournable. Cependant, cela reste relativement lourd car le calcul du free cash-flow se fait à partir des données prévisionnelles de l'entreprise. Par conséquent, il nécessite donc des prévisions longues et fiables. Une autre difficulté pour déterminer le taux d'actualisation est le manque de marché financière développé.

2.3. Les méthodes des multiples :

Le principe de cette méthode consiste à attribuer une valeur à l'entreprise en se référant à la valeur de marché, généralement le cours boursier, d'un échantillon d'entreprises considérées comme étant similaires à l'entreprise à évaluer⁴⁵.

Les méthodes comparatives ou de multiples sont des méthodes d'évaluation des entreprises sur la base de critères similaires voire identiques. Dans une approche empirique, pour évaluer une entreprise nous appliquons des règles, des critères et des ratios dérivés de critères d'évaluation pour une entreprise similaire.

La méthode comparative nécessite l'existence d'un échantillon assez large des entreprises comparables coté en bourse. Cette méthode fondée sur des comparaisons boursières, est très répandue car facile d'accès, elle est même utilisée pour l'analyse de sociétés non cotées⁴⁶.

⁴⁵Abdelkader GLIZ, Op.cit. , p231.

⁴⁶Alain CHOINEL, Gérard ROUYER. Op.cit., p245.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

Il existe deux types de multiples⁴⁷ :

- les multiples boursiers : les comparables sont dans ce cas des sociétés cotées en bourse ; la valeur des capitaux propres retenue pour la comparaison est la valeur de ses titres en bourse, c'est à dire la capitalisation boursière.
- les multiples de transactions : les comparables ne sont pas obligatoirement des sociétés cotés en bourse. La valeur des capitaux propres retenue pour la comparaison est égale au prix de cession des titres lors de la transaction.

2.3.1. Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise :

Ce sont des multiples d'agrégats avant frais financiers. Les plus utilisés sont :

- a) **Le multiple du chiffre d'affaires** : Cet indicateur est utilisé par les investisseurs lorsqu'ils concentrent sur des opérations risquées dans des secteurs où ils sont contraints de revenir au chiffre d'affaires pour calculer le multiple en raison des risques liés à l'incertitude des résultats nets futurs⁴⁸.

$$\text{multiple} = \frac{VE}{CA}$$

- b) **Le multiple d'EBITDA** : « Le multiple de l'excédent brut d'exploitation permet de gommer les différences parfois très significatives qui peuvent exister en termes de choix de méthodes et de durée d'amortissement des actifs ou de cycles d'investissement, Il est très fréquemment utilisé par les analystes boursiers, en particulier dans les industries à forte intensité capitalistique »⁴⁹.

$$\text{multiple} = \frac{VE}{EBE}$$

- c) **Le multiple d'EBIT** : « Le multiple du résultat d'exploitation EBIT rapporte la valeur de l'entreprise aux résultats d'exploitation, il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire d'exploitation de différentes entreprises »⁵⁰. Le multiplicateur d'EBIT est le multiplicateur le plus intéressant. Il prend en compte l'importance de la capitalisation boursière et doit être calculé après impôts.

La valeur d'entreprise des sociétés de l'échantillon est calculée à partir de ses deux composantes de la façon suivante :

$$VE = \text{capitalisation boursière} + \text{valeur de la dette}$$

Avec :

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{dernier cours de bourse} * \text{nombre d'actions en circulation}$$

Capitalisation boursière : Représente le produit du cours en bourse d'un titre par le nombre de titres. La capitalisation boursière du marché est représentée par la valeur totale des titres cotés. Elle permet de mesurer la taille d'un marché.

⁴⁷ Cours de Mr. Azouani.

⁴⁸ Jean-E LANTZ, **Valorisation stratégique et financières**. Paris, MAXIMA, 2004. p58-59.

⁴⁹ P. QUIRY, Y. Le FUR, P. Vernimme, **Finance d'entreprise**, 14^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2016. p714.

⁵⁰ Ibid. p705.

2.3.2. Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres :

Ces multiples se calculent à partir de la valeur des capitaux propres.

a) **Pricing Earning Ratio** : Le PER est une notion statistique à un instant donné, ce qui explique l'éventail très large des PER constatés sur un marché boursier. Le PER s'applique à la détermination du prix d'une participation marginale mais liquide dans une société cotée, cette méthode nécessite une connaissance approfondie de l'entreprise⁵¹.

Il s'agit du rapport entre la valeur de l'action et le revenu potentiel qu'elle engendre.

La formule étant :

$$PER = \frac{\text{Cours de l'action (Price)}}{\text{Bénéfice par Action (Earning)}}$$

Ou

$$PER = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Resultat net}}$$

b) **Price to Book Ratio** : Ce multiple est peu utilisé car les capitaux propres ne sont pas un indicateur de volume d'activité ou de performance de l'entreprise. Aussi, les politiques de distribution, d'endettement, d'amortissement, de provisionnement conduisent à des niveaux de capitaux propres très différents. Il ignore en outre les perspectives de rentabilité ainsi que le potentiel de croissance de l'entreprise⁵². Le PBR est le rapporte entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable.

$$PBR = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$$

Ou

$$PBR = \frac{\text{Cours de l'action}}{\text{Valeur comptable par action}}$$

c) **Price to Cash-Flow (PCF)** : ADAM Hayes dite que « Le ratio utilise les flux de trésorerie d'exploitation, qui rajoutent les dépenses non monétaires telles que la dépréciation et l'amortissement au bénéfice net. c'est un multiple qui compare la valeur marchande d'une entreprise à son flux de trésorerie d'exploitation ou son cours de bourse par action au flux de trésorerie d'exploitation par action. »

$$\text{PCF (multiple de Cash-Flow)} = \text{Capitalisation boursière} / \text{Cash-Flow}$$

La méthode multiple est une méthode sensible, surtout lors du choix d'un échantillon qui doit être fabriqué avec soin. Le choix doit être fait pour les entreprises dont les flux de liquidité, le potentiel de croissance et le risque sont similaires à ceux que l'on souhaite valoriser. Par conséquent, il est principalement utilisé pour les introductions en bourse car il

⁵¹ Alain CHOINEL, Gérard ROUYER. Op.cit. p245.

⁵² J.VINCENT, P.GIRAUDON, S.ONNEE, Evaluation d'entreprises, Pearson, Paris, 2009, p137.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

est facile de trouver des entreprises comparables sur les marchés financiers et d'obtenir des informations financières à l'égard du sujet.

L'avantage de cette méthode est qu'il est facile d'utiliser les transactions réelles correspondant au prix et pas seulement à la valeur, et malgré ces avantages il y a des limites à cette méthode qui est la substitution de données comparables de plusieurs manières, et l'utilisation de données historiques, et non prévisionnelles.

- En fonction des méthodes d'évaluation utilisées, un certain nombre d'hypothèses et de retraitements sont nécessaires pour obtenir l'évaluation finale de l'entreprise. Le tableau suivant résume les principales hypothèses concernant l'estimation des paramètres dans chacune des approches d'évaluation.

Tableau N°03 : Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation

Méthodes de valorisation	Hypothèses	Paramètres
Actif net comptable corrigé (réévalué)	<ul style="list-style-type: none"> - La valeur de la firme est égale à la valeur de son patrimoine. - Les flux versés par l'exploitation des actifs sont limités au regard de la valeur du patrimoine. 	<ul style="list-style-type: none"> - Réévaluations des actifs
Méthode de Goodwill	<ul style="list-style-type: none"> - La valeur des actifs immatériels est forte au regard des autres actifs (corporels, exploitation). 	<ul style="list-style-type: none"> - Evaluation de la rente de Goodwill. - Taux d'actualisation du Goodwill. -Durée d'estimation.
Méthode de dividendes actualisés	<ul style="list-style-type: none"> - La valeur dépend du niveau des bénéfices. 	<ul style="list-style-type: none"> -Taux de croissance des bénéfices. - Taux de distribution. - Taux d'actualisation
Méthode DCF	<ul style="list-style-type: none"> - La valeur est égale à la somme des flux actualisés au coût du capital. 	<ul style="list-style-type: none"> - Flux de trésorerie. - Coût moyen pondéré du capital. - Horizon du business plan - Valeur finale. - Taux de croissance des flux à l'infini.
Méthode des comparables	<ul style="list-style-type: none"> - La valeur d'une firme est déterminée à partir de la valeur des entreprises évoluant dans le même secteur d'activité. 	<ul style="list-style-type: none"> -Choix de l'échantillon de sociétés ou des transactions comparables. - Choix des multiples et des agrégats opportuns.

Source : Adapté de PALARD, J-E, IMBERT, Op.cit., p122

Section 02 : Les éléments justifiant la sous-évaluation des introductions en Bourse

Une introduction en Bourse comprend trois étapes principales. Tout d'abord, le prix d'offre est déterminé avec l'accord de la société émettrice et l'agent promotionnel, puis il est mis sur le marché. Deuxièmement, le cours de cotation est déterminé en fonction de l'offre et de la demande pour ce titre. Enfin, si l'offre est entièrement soumise, le prix d'équilibre sera affiché ; si l'offre de titres est trop faible, les intermédiaires ajusteront le prix jusqu'à éliminer la demande excédentaire.

Le prix d'équilibre est donc fixé et l'introduction en Bourse est clôturée. Les titres seront ensuite négociés sur le marché sans aucune restriction. C'est l'information que les investisseurs obtiendront.

Effets sur le développement des titres. L'introduction en Bourse est une opportunité de plus-value pour les nouveaux investisseurs. S'il n'y a pas de période de détention, ils peuvent prendre des actions spéculatives en prévision de la conclusion de l'introduction en Bourse.

Par conséquent si le marché perçoit une dépréciation significative. Le multiple « Quantité demandée / Quantité offerte » sera très fort, La présence d'une sous-évaluation si le marché reconnaît une sous-évaluation initiale, qui est une différence positive entre le prix initial et le prix d'offre, conduit au rendement potentiel des titres importants. Plus la sous-évaluation est élevée, plus les investisseurs seront incités à revendre les titres obtenus lors de l'introduction en Bourse. Cela conduira à un ajustement du prix d'équilibre, car l'offre du titre augmentera et donc le prix du titre diminuera. Nous avons donc deux éléments qui justifient la sous-évaluation :

1. Les écarts de cours à l'introduction :

La plupart des études examinant le comportement des cours des actions nouvellement ajoutées ont montré que les cours des actions sous pression affichent une tendance à la hausse excessive au cours de l'année suivant leur lancement. Ce mouvement haussier des cours se traduit par des écarts de prix élevés, indiquant que la sous-évaluation est réelle. Donc il s'agit de mesurer la variation entre le prix de l'offre et le de premier cours coté. Par conséquent, plus cette variation est élevée, plus la sous-évaluation est élevée. En fin de compte, il a déclaré que la rentabilité initiale positive montrait qu'il y avait une sous-évaluation.

Cette évaluation est généralement appréhendée à travers la notion de rentabilité initiale, dont la formule est :

$$RI = \frac{PC - PO}{PO}$$

Avec :

RI = rentabilité initiale.

PC = premier cours coté⁵³.

⁵³Il peut s'agir du premier cours coté résultant d'un équilibre entre l'offre et la demande sur le marché, ou du cours de fermeture de la première journée de cotation.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

PO= le prix d'offre.

2. L'intensité de la demande :

Une demande approfondis peut être la preuve de l'existence d'une sous-évaluation du titre, l'impact de cette demande peut être comparé aux résultats de la mesure de la différence entre les prix successifs. Par conséquent, la différence de prix entre les prix successifs sera plus élevée en raison d'une forte demande. L'intensité de la demande peut être explicitée par le calcul du multiple de l'offre à l'introduction (**MO**). Ce ratio s'exprime comme un rapport entre le nombre de titres demandés et le nombre de titres offerts, et donc :

$$MO = \frac{TD}{TO}$$

Avec :

MO : multiple de l'offre à l'introduction

TD : Nombre de titres demandés

TO : Nombre de titres offert

Plus le multiple de l'offre est élevé, plus la sous-évaluation est confirmée.

L'une des études qui a soulevé la question de la sous-évaluation a été menée par Ibboston, et elle montre une rentabilité initiale de 11,4% aux Etats-Unis au cours de la période 1960-1969. Une autre étude de Husson et Jaquillat a mesuré la sous-évaluation des titres d'entreprises existantes. De 1983 à 1986 sur le second marché français. Cette sous-évaluation était d'environ de 4%.

La conclusion de cette étude montre que lorsque le prix de change des titres sur le marché est supérieur au prix auquel ils ont été proposés aux investisseurs, cela témoigne d'une anomalie d'introductions en bourse.

Le tableau suivant montre l'ampleur internationale du phénomène de la sous-évaluation. Ce tableau met à jour le tableau 1 de l'article du Pacific-Basin Finance Journal inclure les données d'Argentine, Autriche, Bulgarie, Chine, Chypre, Danemark, Égypte, Grèce, Inde, Indonésie, Iran, Irlande, Jordanie, Maurice, Maroc, Nigeria, Norvège, Pakistan, Philippines, Pologne, Russie, Arabie saoudite, Afrique du Sud, Sri Lanka, Tunisie, Turquie, Émirats arabes unis et pays d'origine.

Pour les dernières années, Dealogic a été la source pour la plupart des pays une fois les chiffres mis à jour jusqu'à la fin de 2020 pour certains des 54 pays.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

Tableau N°04 : Rendements initiaux moyens pondérés pour 54 pays

Pays	Source	Taille l'échantillon	Période	Rentabilité initial
Argentina	Eijgenhuijsen & vander Valk;Dealogic	30	1991-2018	5.7%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham.	2069	1976-2018	19.8%
Austria	Aussenegg; Dealogic	106	1971-2018	6.2%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart ;DuMortier; Dealogic	154	1984-2017	11 %
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima; Dealogic	310	1979-2019	29.6%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	758	1971-2017	6.4%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Dealogic	88	1982-2019	6.8%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia, Xie, Zhang, & Ritter; Qian ; Jin ; Dealogic	4177	1990-2020	170.2%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	73	1997-2012	20.3%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	173	1984-2017	7.4%
Egypt	Omran; Hearn	74	1990-2017	9.4%
Finlande	Keloharju ; Dealogic	209	1971-2018	14.2%
France	Husson & Jacquillat ; Leleux & Muzyka ; Paliard & Belletante ; Derrien & Womack Chahine; Ritter; Vismara; Dealogic	834	1983-2017	9.7%
Germany	Ljungqvist; Rocholl;Vismara;Dealogic	840	1978-2020	21.8%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2013	50.8%
Hong Kong	McGuinness ; Zhao & Wu ; Dealogic Ljungqvist ;Fung, Gul;	2042	1980-2017	44.5%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Dealogic; Seth using Chittorgarh.	3202	1990-2020	84 %
Indonesia	Suherman; Dealogic	697	1990-2020	56%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Dealogic	38	1991-2013	21.6%
Italie	Arosio, Giudici & Paleari ; Cassia, Paleari & Redondi ; Vismara ;Dealogic	413	1985-2018	13.1%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer,& Ritter; Kaneko & Pettway; Kaneko; Dealogic	3849	1970-2020	48.8%
Jordan	Al-Ali and Braik	53	1999-2008	149%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Dealogic;	2007	1980-2018	55.2%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma; Dealogic	571	1980-2019	50.3%

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

Mauritius	Bundoo	40	1989-2005	15.2%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk; Villarreal	149	1987-2017	
Morocco	Alami Talbi; Hearn	33	2000-2011	33.3%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	212	1983-2017	13.3%
New Zealand	Vos & Cheung ; Camp & Munro; Alqahtani; Dealogic	269	1979-2018	15.9%
Nigeria	Ikoku; Achua; Dealogic	125	1989-2017	12.8%
Norway	Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Dealogic; Fjesme	266	1984-2018	6.7%
Pakistan	Mumtaz	80	2000-2013	22.1%
Philippines	Sullivan & Unite; Dealogic	173	1987-2018	17.3%
Poland	Jelic & Briston; Woloszyn; Sieradzki	350	1991-2019	11.7%
Portugal	Almeida & Duque; Dealogic	33	1992-2017	11.5%
Russia	Dealogic	64	1999-2013	3.3%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu, Alqahtani	80	2003-2011	239.8%
Singapore	Dealogic; Lee, Taylor & Walter; Dawson;	687	1973-2017	25.8%
SouthAfrica	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Dealogic	342	1980-2018	17.2%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera; Dealogic	199	1986-2018	9.2%
Sri Lanka	Samarakoon; Dealogic	134	1987-2018	28.9%
Sweden	Rydqvist; Schuster; de Ridder	405	1980-2015	25.9%
Switzerland	Kunz, Drobotz, Kammermann & Walchli; Dealogic	164	1983-2018	25.2%
Taiwan	Chen; Chiang	1915	1980-2019	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya Pengniti; and Vithessonthi; Dealogic	697	1987-2018	40 %
Tunisia	Hearn, Dealogic	38	2001-2014	21.7%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu; Elma; Dealogic	404	1990-2014	9.6%
UAE	Alanzi & Al-Zoubi	24	2003-2010	270.1%
United Kingdom	Dimson; Vismara; Levis; Vismara; Doukas & Hoque; Khurshed	5309	1959-2020	15.7%
USA	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	13409	1960-2020	17.2%
Vietnam	Tran, Le & Hoang; Nguyen, Trinh, & Ninh	167	2005-2017	33.3%

Source : JAY R Ritter, mis à jours par l'article de Pacific-Basin Finance Journal.ai 22-03-2021.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

Section 03 : Les théories expliquent la sous-évaluation des introductions en Bourse

Plusieurs explications ont été proposées pour décrypter un phénomène sous-évalué, différentes théories mettant se concentrant sur les différentes caractéristiques de la relation entre émetteurs, souscripteurs et investisseurs. Cependant, ces théories ne s'excluent pas mutuellement, et l'importance relative de la réglementation varie selon les pays, les mécanismes contractuels et le temps ⁵⁴. Quoiqu'il en soit, une explication particulière peut avoir plus de sens pour certaines introductions en bourse que pour d'autres.

En effet, ce phénomène peut être défini comme un manque à gagner pour l'émetteur, et un potentiel de rendement supplémentaire pour les investisseurs. Avant d'expliquer ces théories, nous présentons certaines hypothèses, qui sont les suivantes :

- Les principaux participants à l'introduction en bourse n'ont pas été en mesure de proposer un prix approprié pour la transaction.
- La sous-évaluation est volontaire et sa justification repose sur un certain nombre de facteurs.
- La vraie valeur du titre est difficile à estimer pour les investisseurs.

1. Les modèles basés sur les informations asymétriques :

Les modèles de sous-évaluation basés sur l'asymétrie de l'information montrent que certains investisseurs bénéficient de plus d'information que d'autres. Ces modèles incluent le modèle d'agent principal, la malédiction du vainqueur ainsi que les théories de signaux.

1.1. Le modèle d'agent principal :

Introduit par Baron et Holmstrom (1980), attribue la sous-évaluation des introductions en bourse à une asymétrie d'information entre les deux parties, c'est-à-dire que les intermédiaires introducteurs et émetteurs, supposent que les intermédiaires introducteurs disposent d'une meilleure information sur les conditions de la demande et savoir le marché des capitaux est meilleur que les émetteurs. Les intermédiaires sont nommés pour conseiller, effectuer la souscription et faire des évaluations. La réputation des intermédiaires facilite la confirmation de la qualité des actions et crée de la demande. Cependant. Si les émetteurs doutent de la demande du marché, la valeur des services d'intermédiaires augmentera⁵⁵.

Selon Baron, la sous-évaluation est interprétée comme une rémunération aux intermédiaires qui fournissent à leurs clients des informations privilégiées sur la demande et engagent des frais de marketing pour faire l'offre.

Selon Mandelker et Raviv, (1977), les agents introducteurs sont averses au risque. Ils proposent que la société émettrice de sous-évaluer le prix du titre à l'introduction afin d'en diminuer le coût. Cette démarche permettra ensuite à ces agents introducteurs d'augmenter le pourcentage de réussite des offres et ainsi de réduire le coût de l'opération d'introduction. Cela signifie que l'émetteur a un problème d'agence. L'émetteur ou, le principal, privilégie

⁵⁴Jay-R Ritter, **A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations**, *Journal of finance*, United States, 2003, p284.

⁵⁵ Dienougo OUATTARA, **Underpricing on the stock exchange: case of listed companies on the BRVM market**. *Revue Française*. Cote d'ivoire, p22-23.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

l'importance d'un agent intermédiaire avec des analystes hautement qualifiés afin de se couvrir contre méconnaissance des conditions de marché.

1.2. La malédiction du vainqueur :

L'une des théories les plus dominantes, en réponse à l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et non informés. Selon Rock (1986), la sous-évaluation est le résultat d'une asymétrie d'information entre les investisseurs dans le processus d'introduction en bourse. Selon Rock, les informations sur la valeur des introductions sont réparties de manière asymétrique entre les souscripteurs, les émetteurs et les investisseurs informés et non informés.

Les investisseurs avertis disposent de plus d'informations sur la juste valeur des actions que les investisseurs non informés et ne souscrivent aux introductions en bourse que sur des titres sous-évalués⁵⁶. Benveniste et Spindt (1989) montrent que la sous-évaluation consiste à compenser les investisseurs avertis pour un avantage informationnel qui leur permet de déterminer la vraie valeur d'un titre.

Ce manque d'information entre les investisseurs informés et non informés conduit les investisseurs à souscrire à des offres surévaluées et crée ainsi le problème de sélection adverse. Cette situation introduit une « malédiction du vainqueur » sur investisseurs non informés car les investisseurs informés ne souscrivent pas à des introductions en bourse surévaluées, sont accordées aux investisseurs non informés.

L'explication de la sous-évaluation de l'hypothèse de la malédiction du vainqueur est réaliste dans le cas d'émissions surévaluées, dont le prix tombe le premier jour négociation en bourse. Cependant, il est important de prendre en compte la nature des investisseurs qui peuvent être caractérisés comme informés ou de non-informés⁵⁷.

1.3. La théorie des signaux :

Allen et Faulhaber (1989), Grinblatt et Hwang (1989), et Welch(1989) ont indiqué que la sous-évaluation est utilisée par les émetteurs comme moyen de signaler la qualité de leur entreprise sur le marché. Ce modèle suppose que les émetteurs sont mieux et plus informés de la valeur actuelle de leurs flux de trésorerie futurs que les investisseurs ou les intermédiaires.

Grinblatt et Hwang(1989) ont développé un modèle à deux signaux pour expliquer la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse. Ils suggèrent que le pourcentage détenu par les initiés, ainsi que l'offre de prix, transmet aux investisseurs la valeur intrinsèque invisible de la société, et de la variation de ses flux de trésorerie futurs.

Par conséquent, le modèle de signalisation distingue les entreprises de haute et de faible qualité par le degré de sous-évaluation. Les entreprises de haute qualité sont capables de couvrir les coûts de la sous-évaluation.

⁵⁶ Dienougo OUATTARA. Op.cit. p23.

⁵⁷ Zied MAGOURI, Teheni El GhAHK, **La sous-évaluations des OPIs TUNISIENNES : mise en évidence et explication**. Tunis, 2008, p5.

Welch dite que « Les entreprises de bonne qualité baissent les prix de leurs titres au moment de l'introduction en bourse afin d'obtenir un prix supérieur à l'offre. Puis, quand le prix du marché est établie et que l'asymétrie de l'information réduite, les entreprises réalisent une nouvelle offre »⁵⁸. Bien sûr, cela coûte cher à l'entreprise au moment de l'introduction en bourse. Cependant, plus tard, l'entreprise peut restituer les gains en capital perdus en revenant sur le marché. Les investisseurs savent que l'entreprise a la possibilité de revenir plus tard sur le marché à de meilleures conditions.

D'après Allen & Faulhaber (1989) et Hutagaol (2005), ils considéraient ce type de signalisation comme « laissant un bon goût » dans la bouche des investisseurs. Le résultat du modèle de signaux est que les entreprises de haute qualité diffèrent des entreprises de faible qualité par une sous-évaluation. En raison du coût élevé du signal, les émetteurs de haute qualité devront prendre davantage de décisions sur le marché secondaire, notamment en émettant des offres d'actions que les investisseurs devront bien accepter. Cela leur permettra de compenser les pertes de sous-évaluation en augmentant de la valeur marchande de l'entreprise.

2. Explications Institutionnelles

2.1. L'hypothèse de perte de contrôle :

Dans les entreprises privées, les responsabilités de propriété et de contrôle ne sont pas séparées. Les décisions opérationnelles et d'investissement sont pris par les propriétaires d'entreprise. Cependant, l'ouverture du capital au public sépare les deux fonctions de propriété et de contrôle. Les dirigeants prennent les décisions opérationnelles et d'investissement et les actionnaires créent leur propre entreprise. Cela peut causer des problèmes d'agence⁵⁹.

L'hypothèse de la perte de contrôle, repose sur l'idée que l'ouverture au public du capital d'une entreprise peut conduire à une perte de contrôle. Dans ces conditions, la sous-évaluation évite ce risque. Les propriétaires ou les dirigeants utilisent la sous-évaluation comme outil pour maximiser leur contrôle sur la gestion de leur entreprise grâce à la dispersion de la propriété.

En effet, une forte décote initial conduira à plus de souscription de titres et donc à plus d'investisseurs. Par conséquent, l'entreprise émettrice peut après consultation de l'intermédiaire de l'entité trompeuse peut sélectionner les investisseurs dont le but n'est pas de prendre le contrôle.

Selon Brennan et Franks, (1997), la sous-évaluation offre aux gérants la possibilité de choisir stratégiquement l'allocation des titres dans les transactions d'émission. Dans leur modèle, ils soulignent que lors de la mise en œuvre d'une introduction en bourse, les dirigeants peuvent différencier l'attribution des actions en attribuant de petites actions aux

⁵⁸ Ivo WELCH, *Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings*, the journal of finance, United States, 1989.

⁵⁹ Alexander LJUNGQVIST, *IPO Underpricing: A survey*, B.Espen Eckbo, Ed forthcoming, United States, 2004.

Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation

investisseurs, les empêchant de se voir refuser le pouvoir par des OPA⁶⁰ hostiles. Les dirigeants utilisent la sous-évaluation pour créer une demande excessive qui encourage une meilleure allocation des plus petites actions. Ils révèlent que les actions vendues par les actionnaires d'origine proviennent principalement d'actionnaires non exécutifs.

2.2. L'hypothèse d'assurance contre les poursuites et litiges éventuels⁶¹ :

Tinic (1988), en comparant les rendements initiaux avant et après la mise en œuvre du texte de 1933, il est montré que la sous-évaluation augmente considérablement avec l'apparition de ce règlement. La sous-évaluation intentionnelle permet de s'assurer l'avancement des actionnaires contre la probabilité d'un litige.

Les tests sont très coûteux pour les suspects, mais aussi indirecte, comme les dommages et les frais de représentation juridique. Ces actions en justice causent également à la réputation des banques car elles perdent la confiance de leurs investisseurs habituels. Cette théorie est appelée l'hypothèse de poursuites judiciaires « litigation risk hypothesis ».

Dans la même manière, Ibbotson (1975) explique que les émetteurs américains vendent volontairement leurs titres avec une décote initiale afin de réduire la probabilité de litige par des actionnaires déçus de la rentabilité de leurs titres après une introduction en bourse. La deuxième explication est basée sur la pratique de la stabilité des prix par la banque leader. Ce dernier est une baisse des prix dans les jours ou semaines suivant l'introduction en Bourse.

3. Explications Comportementales

3.1. Le Sentiment des investisseurs :

La théorie de la finance comportementale fournit une autre explication de la sous-évaluation. Selon Brav et Gompers (1997) les investisseurs sont irrationnels et les cycles de sous-évaluation peuvent être attribués au sentiment des investisseurs. Il est intéressant d'examiner l'impact des investisseurs irrationnels sur les cours boursiers d'un point de vue comportemental, Selon Ljungqvist, car de nombreuses introductions en bourse sont entreprises jeunes et immatures, ce qui est relativement faibles d'un point de vue⁶².

Une importante vague de travaux sérieux s'est concentrée sur les techniques de mesure du sentiment des investisseurs. (Lee, Shleifer et Thaler, 1991 ; Neal et Wheatley, 1998 ; Brown et Cliff, 2004) et l'étude de son impact sur les marchés boursiers (Solt et Statman, 1998 ; Brown et Cliff, 2005 ; Baker et Wurgler, 2006). La grande majorité de ces travaux se sont concentrées sur la relation entre le sentiment des investisseurs et la performance future des titres. L'objectif était de tester si les indicateurs de sentiment peuvent fournir aux investisseurs d'excellents signaux de timing de marché⁶³. Par conséquent, les investisseurs n'évaluent pas rationnellement la valeur fondamentale d'un investissement et n'investissent pas sur la base de cette valeur. Ils préfèrent suivre leurs émotions lors de l'achat ou de la vente d'un actif. On suppose qu'il existe deux types d'investisseurs sur le marché ; les investisseurs au sentiment irrationnel et les investisseurs rationnels.

⁶⁰ OPA : Offre Publique d'Achat.

⁶¹ Dienougo OUATTARA. Op.cit. p8-9.

⁶² Alexander LJUNGQVIST, op.cit.

⁶³ Ibid.

Une autre hypothèse importante selon Baker et Wurgler (2007), concernant le sentiment des investisseurs, est le suivant : « Parier contre des investisseurs sentimentaux est coûteux et risqué ». C'est pourquoi les investisseurs rationnels ne négocient pas totalement contre les investisseurs sentimentaux, et donc : « il y a des limites à l'arbitrage ». Autrement dit, les prix ne correspondent pas nécessairement à leurs valeurs intrinsèques. Ljungqvist modélisent le rôle du sentiment des investisseurs lors des introduites en bourse. Les entreprises émettrices tentent de capturer autant que possible les croyances optimistes des investisseurs⁶⁴.

3.2. Les informations en cascade :

L'explication la plus indiquée dans le cadre des théories comportementales est celle d'une cascade informationnelle. Selon Welch (1992), les prix d'introduction en bourse sont actualisés afin d'éviter les cascades d'information ou l'effet d'entraînement, dans lesquelles les investisseurs potentiels suivent les habitudes d'achat des autres investisseurs. Un investisseur peut décider de ne pas acheter d'actions si d'autres investisseurs ne le font pas. Afin d'éviter un tel comportement, un émetteur peut sous-évaluer la part de l'introduction en bourse afin d'influer les premiers investisseurs à acheter, et ainsi influencer les autres à suivre⁶⁵.

Ensuite, lorsque les prochains investisseurs se débarrassent de leurs informations privées et investissent en fonction des investisseurs précédents. Inversement, lorsque les investisseurs ultérieurs remarquent l'apparition de nombreuses ventes initiales infructueuses par des investisseurs antérieurs. Les investisseurs ultérieurs ont leurs intentions d'investissement indépendamment de leurs informations.

En raison de la présence de ce comportement d'investissement irrationnel, la demande peut être faible ou même faire boule de neige au fil du temps. Pollock et Welch, soutient que la probabilité de cascades donne aux premiers investisseurs la possibilité de « demander » plus loin une sous-évaluation afin de s'engager à acheter des actions introduites en bourse, assurant ainsi la continuité de la cascade. Par conséquent, la présence de cascades d'informations parmi les investisseurs peut expliquer la sous-évaluation des introductions en bourse⁶⁶.

3.3. Les Bruiteurs :

Les bruiteurs sont des investisseurs qui s'appuient sur des rumeurs plutôt que sur des informations pertinentes lorsqu'ils négocient sur le marché financier.

Les bruiteurs utilisent le bruit au lieu que d'informations pertinentes pour effectuer des transactions sur le marché financier. On suppose que les producteurs de bruit soient moins rationnels que les autres investisseurs, et ne bénéficient d'aucune information sur la valeur de base des titres. Il est difficile de déterminer la présence de fabricants de bruit sur le marché. Les passionnés de finance comportementale considèrent les personnes bruyantes comme des investisseurs dont l'évaluation des actions approche la valeur de la base d'actions.

⁶⁴ Dienougo OUATTARA. Op.cit, p26.

⁶⁵ Oussama ABDALLAH, **La performance et la sous-évaluation des introductions en bourse : étude des déterminants et des effets de la cotation sur le marché Euronext**, Doctorat. Paris, 2017, p14.

⁶⁶ Ibid., p27.

Section 04 : Analyse le phénomène de la sous-évaluation

De nombreux modèles ont été proposés par plusieurs auteurs, qui ont tenté d'expliquer le phénomène de sous évaluations ou appelé sous tarification, lors de l'introduction en bourse de l'entreprise, à travers de nombreuses variables avant et après l'introduction. Parmi ceux-ci, il existe des modèles événementiels qui permettent de savoir si les actions ont été sous-évaluées lors de l'introduction en bourse.

Cet événement est un événement boursier, comme prévu par Bruno **Husson** et Bertrand **Jacquillat**, il s'agit de mesurer l'impact financier d'un événement particulier en calculant la performance inhabituelle des actions des sociétés étudiées au plus proche de la date de l'évènement.

Dubois dite « Une action sous-évaluée à l'introduction se caractérise par une rentabilité anormalement élevée compte-tenu de son niveau de risque. Ainsi le MEDAF peut-il servir de référence pour estimer l'importance de la sous-évaluation.»⁶⁷. Si les actions sont sous-évaluées lors de l'introduction des rendements moyens observés à un instant donné, elles devaient anormalement être positives.

Le but de l'étude d'événement est d'évaluer dans quelle mesure l'évolution du cours d'un titre à chaque moment de l'évènement, c'est-à-dire dans quelle mesure les rendements des différents titres⁶⁸. Un certain nombre de modèles expérimentaux différents ont été utilisés dans la littérature pour calculer les rendements anormaux d'un événement.

Le rendement anormal est le rendement réalisé sur un titre ou un portefeuille, et si inattendu, Celé peut être négatif ou positif. En terme mathématiques, c'est la différence entre le rendement observé et le rendement prévu. L'équation fondamentale de rendement anormal est la suivante :

$$RA_{i, t} = RO_{i, t} - RP_{i, t}$$

- $RA_{i, t}$: Rendement Anormal de l'action i pendant la période t .
- $RO_{i, t}$: Rendement Observé de l'action i pendant la période t .
- $RP_{i, t}$: Rendement Prévu de l'action i pendant la période t .

1. Le modèle Mean Adjusted Return :

Dans ce modèle le rendement étendu d'un titre est une constante, il change d'une action à l'autre. Le rendement moyen au cours de la période d'estimation. Chaque stock peut utiliser le rendement moyen au cours de la période d'estimation comme son propre rendement prévu (Brown et Warner, 1985 ; Lambertides, 2009)⁶⁹. cette période d'estimation appelée la période de comparaison.

⁶⁷ MICHEL DUBOIS, Les entreprises qui s'introduisent en bourse sont-elles sous évaluées ?, Journal de la société statistique. Paris, 1989, p9.

⁶⁸ <https://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/34053/8/35700708.pdf>. MACKINLAY (1997).

⁶⁹ S.Thitima, Understanding the Event Study. Journal of business administration, Dhurakij Pundit University,Inde, 2011, p63.

$$E(R_{i,t}) = R_{p,i,t}$$

2. Le modèle Market Adjusted Return :

Le rendement attendu est le rendement du marché au même moment, en supposant que tous les actions, en moyenne, génèrent le même taux de rendement. (Ritter, 1991 ; Bruner, 1999 ; Teoh et al, 1998 ; Weber et al, 2008). En utilisant la méthode du rendement ajusté du marché ne nécessite pas de période d'estimation⁷⁰. cette rendement est constante entre les titres mais pas dans le temps. Les rendements prévus sont les suivants :

$$R_{p_{it}} = R_{m_{it}}$$

Avec : $R_{m,i,t}$: est le rendement donné par un indice de marché le jour t.

3. Le modèle Risk Adjusted Return :

Le rendement ajusté en fonction du risqué est un calcul du rendement ou du rendement potentiel d'un investissement qui prend en compte le niveau de risqué qui doit être accepté pour y parvenir⁷¹.

La relation linéaire est la suivante :

$$R_{it} = a_i + B_i R_{m_{it}} + e_{it}$$

Avec :

- $B_i = \text{Cov}(R_{i,t}; R_{m,i,t}) / \text{Var}(R_{m,i,t})$
- a_i : Valeur attendue de $(R_i - B_i * R_m)$
- e_{it} : L'erreur du modèle d'action i pendant la période t.

Dans ce cas, $R_{i,t}$ est défini comme : $R_{p,i,t} = a_i + B_i R_{m,i,t}$

⁷⁰ S.Thitima. Op.cit. p.65.

⁷¹ www.investopedia.com

Conclusion

Sans aucun doute, la procédure d'introduction en bourse, et les méthodes d'évaluation choisies déterminent le prix d'offre. Ces étapes préalables à l'introduction en bourse expliquent en partie la sous-évaluation qui se produit dans les réactions des investisseurs aux nouveaux titres cotés.

La sous-évaluation des introductions en bourse a été documentée dans de nombreux pays, tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. Bien que la sous-évaluation initiale être commune à tous les marchés boursiers, l'ampleur de la sous-évaluation varie d'un pays à l'autre, représentant un manque à gagner pour l'émetteur, et un gain supplémentaire potentiel pour les investisseurs.

Dans ce chapitre, nous avons expliqué la notion d'évaluation d'entreprise, ainsi que les différentes méthodes d'évaluation, et nous présente de les éléments qui expliquant le phénomène de la sous évaluations, en examinant différentes théories sur le sujet.

Les recherches sur ce phénomène étaient théoriques et empiriques, c'est pourquoi dans le chapitre suivant, nous appliquerons cet aspect empirique en Algérie.

Chapitre 03 :
Etude empirique du
phénomène de la sous-
évaluation

Introduction

Dans ce chapitre nous examinons si et comment le phénomène de la sous-évaluation se produit sur un marché à faible liquidité comme celui de la Bourse d'Alger. Notre étude est exhaustive dans le sens où elle porte sur l'ensemble des sociétés qui se sont introduites à cette bourse, depuis son lancement (1999) à ce jour. Il s'agit de sept sociétés dont trois, après des périodes de cotation, plus ou moins longues, ont fini par quitter ce marché.

Pour caractériser ce phénomène, nous avons utilisé l'indicateur habituel : le rendement initial qui correspond à la différence entre le prix d'émission et le cours (ou prix d'équilibre sur le marché secondaire) après la cotation du titre en question. Le prix d'équilibre généralement pris en compte est le cours à l'issue d'une première journée de cotation, ou d'une première semaine, ou d'une première quinzaine, ou d'un premier mois ; etc...

Mais auparavant, nous présentons, dans la première section, les entreprises cotées et celles qui ont quitté la bourse à travers une opération de rachat, après avoir été cotées pendant une période. Puis, dans la deuxième section, on présente une évolution comparative des cours des titres des différentes entreprises lors du premier semestre de leur introduction en bourse et du cours de l'indice boursier.

Dans la troisième section, deux méthodes d'estimation de la sous-évaluation des titres de capital échangés à la bourse d'Alger sont proposées. D'abord, la première basée sur la rentabilité de la première journée de cotation. Ensuite, la seconde déterminée sur une période plus longue, car elle met en exergue la sous-évaluation différentielle des premières semaines.

Dans la dernière section, nous estimons la sous-évaluation des introductions en bourse par l'étude de la rentabilité mensuelle réalisée par le titre en question lors de son premier mois de cotation sur le marché secondaire. Dans cette même section, des pistes sont explorées pour établir éventuellement une explication de cette sous-évaluation.

Section 01 : Présentation des sociétés cotées ou ayant été cotées en Bourse⁷²

Il est important, avant d'entamer l'analyse de la sous-évaluation à la Bourse d'Alger, de présenter les entreprises cotées actuellement en bourse, ainsi que les entreprises ayant été cotées et ayant fait l'objet d'une opération de rachat d'actions à travers l'offre publique de retrait. Nous présenterons, ci-après les caractéristiques de chacune de ces entreprises.

1- ERIAD SETIF⁷³ :

Présentation : Créée en 1983, à la suite de la restructuration de la société nationale des meuneries (semouleries et minoteries) et fabriques de pâte alimentaire, elle a été érigée en société par actions le 02 avril 1990. Elle a pour objet la transformation de céréale, la production et la commercialisation des produits dérivés, semoules, farines et pâtes alimentaire. D'autres activités non moins importantes étaient assurées par ERIAD – Sétif. Elles concernent les transports de marchandises, la réalisation et la maintenance industrielle et la mise en valeur et l'exploitation des terres au sud (céréaliculture....).

Le CNPE⁷⁴ a décidé d'introduire en bourse la société, en augmentant le nombre de ses actions, de 4.000.000 à 5.000.000 actions, d'un nominale de 1000 DA. Les 1.000.000 actions émises dans ce cadre représentaient 20% du capital social d'ERIAD – Sétif.

En 2 vertu des résolutions de l'assemblée générale extraordinaire, le prix a été fixé à 2300 DA. Cette valeur a été basée sur les travaux entrepris par les cabinets d'expertise. Le produit net de l'émission ayant servi au financement des investissements d'extensions et de modernisation des installations de production. L'introduction en bourse a eu lieu le 17 juillet 1999 et la première cotation le 13 septembre 1999.

En 2006 : Une opération de rachat des actions à travers l'offre publique de retrait, ayant reçu le visa COSOB N° 06-02 du 23 mai 2006, a été réalisée durant la période allant du 30 juillet au 18 septembre 2006. Le prix de l'OPR a été fixé à 1500 DA pour les certificats physiques non encore fractionnés.

Directeur générale : KHALED Mohamed Salah

Caractéristique :

- ✓ Dénomination : ERIAD-SETIF-SPA
- ✓ Initiateur : Holding public agro-alimentaire de base (80%)
- ✓ Capital Social : 4 000 000 000 DA soit 4 000 000 actions d'une valeur nominale de 1 000 DA.
- ✓ Quantité offerte : 1 000 000 actions soit 20% du capital social après augmentation.
- ✓ Prix d'émission⁷⁵ : 2300 DA.
- ✓ Période de souscription : Du 02 novembre au 15 décembre 1998.
- ✓ IOB Accompagnateur : BADR
- ✓ IOB chargés de collecter les ordres d'achat : BADR, BEA, BNA, CPA, BDL, CNMA.

⁷²<https://www.sgbv.dz>, Présentation des Sociétés Cotées.

⁷³ Djoummana REMIDI, **Le marché boursier algérien Contraintes et perspectives**, Mémoire, UNIVERSITE MOULOUD MAMMERI, TIZI-OUZOU, Alger, 2011, p126-127.

⁷⁴ Conseil National de Participations d'Etat.

⁷⁵ Prix d'émission = Prix de l'offre.

2- Groupe SAIDAL :

Présentation : La Pharmacie Centrale Algérienne a été créée en 1969 par une ordonnance présidentielle lui confiant la mission d'assurer le monopole de l'Etat sur l'importation, la fabrication et la commercialisation des Produits Pharmaceutiques à usage humain. Dans le cadre de sa mission de production, elle a créé en 1971 l'unité de production d'El Harrach et racheté en deux étapes (1971 puis 1975) les unités de BIOTIC et PHARMAL.

A la suite de la restructuration de la Pharmacie Centrale Algérienne, sa branche production fut érigée en Entreprise Nationale de production Pharmaceutique par le décret 82/161, promulgué en avril 1982.

L'entreprise Nationale de Production Pharmaceutique avait pour mission d'assurer le monopole de la production et de la distribution des médicaments, produits assimilés et réactifs et pour objectif d'approvisionner de manière suffisante et régulière le marché algérien.

Elle changea de dénomination en 1985 pour devenir SAIDAL. En 1989, suite à la mise en œuvre des réformes économiques, SAIDAL devint une entreprise publique économique dotée de l'autonomie de gestion et fut choisie, parmi les premières entreprises nationales, pour acquérir le statut de société par actions.

En 1993, des changements ont été apportés aux statuts de l'Entreprise lui permettant de participer à toutes opérations industrielles ou commerciales pouvant se rattacher à l'objet social par voie de création de sociétés nouvelles ou de filiales.

En Février 1999 : GROUPE SAIDAL a procédé à l'ouverture de son capital par Offre Publique de Vente. Le montant de l'OPV portait sur 20% du capital social du groupe, soit 500 millions de DZD, répartis en 02 millions d'actions.

En Septembre 1999 : Réunissant les conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse, le titre de capital SAIDAL a été introduit à la cote officielle. (Le cours d'introduction était de 800 DA).

Directeur Général : Rachid ZAOUANI

Caractéristiques :

- ✓ Dénomination : GROUPE Industriel SAIDAL.
- ✓ Initiateur : Holding Public Chimie Pharmacie.
- ✓ Capital Social : 2.500.000.000DA soit 10.000.000 actions d'une valeur nominale de 250 DA.
- ✓ Quantité Offerte : 2.000.000 actions soit 20% du Capital Social.
- ✓ Prix d'émission : 800 DA.
- ✓ Période de souscription : du 15 Février 1999 au 15 Mars 1999
- ✓ IOB Accompagnateur : SOGEFI
- ✓ IOB chargés de collecter les ordres d'achat : Sogefi, Errached El Mali, Soficop et Spdm.

Site Officiel : www.saidalgroup.dz

3-EGH EL AURASSI :

Présentation : L'établissement El AURASSI classé 5 étoiles a été inauguré le 2 mai 1975, est placé sous la tutelle du ministère du tourisme et de la culture. Ce dernier assurera sa gestion à travers la Société Nationale du Tourisme et de l'Hôtellerie (SONATOUR) jusqu'en 1977, puis par la Société Algérienne du Tourisme et de l'Hôtellerie (ALTOUR) jusqu'en 1979, et enfin par l'Office national des Congrès et des conférences (ONCC) jusqu'en 1983.

En cette même année, et en faveur d'une restructuration organique, l'hôtel est érigé en entreprise socialiste et l'Entreprise de Gestion Hôtelière (EGH) fut créée (Décret n° 83-226 du 2 avril 1983).

Le 12 février 1991, l'hôtel change de statut juridique et devient une Entreprise Publique Economique (EPE), Société Par Actions (SPA), au capital social de 40 millions de dinars. Sa dénomination sociale devient alors SPA EGH El AURASSI.

En 1995, l'hôtel passe sous l'égide de Holding Public Service (HPS), qui en vertu de l'ordonnance 95-25 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat, en devient l'unique actionnaire.

Par ailleurs, et conformément aux orientations des pouvoirs publics tendant à un désengagement total de l'Etat, à travers les différents textes législatifs et réglementaires portants sur la privatisation totale ou partielle, l'entreprise El AURASSI a été retenue par décision du conseil national de participation de l'Etat en février 1998 pour son introduction en Bourse à hauteur de 20% de son capital social à diffuser dans le public.

En Juin 1999, l'EGH EL AURASSI a procédé à l'ouverture de son capital par Offre Publique de Vente. Le montant de l'OPV représentait 480 millions de DZD, soit 20% du capital social.

Le 14 Février 2000 : Réunissant les conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse, le titre de capital EGH EL AURASSI a été introduit à la cote officielle. (Le cours d'introduction était de 400 DA).

Président Directeur Général : Abdelkader Lamri.

Caractéristiques :

- ✓ Dénomination : E.G.H El AURASSI.
- ✓ Initiateur : Holding Public Services.
- ✓ Capital Social : 1.500.000.000DA soit 6.000.000 actions d'une valeur nominale de 250 DA.
- ✓ Quantité Offerte : 1.200.000 actions soit 20% du Capital Social.
- ✓ Prix de l'émission : 400 DA.
- ✓ Période de souscription : du 15 Juin 1999 au 15 Juillet 1999.
- ✓ IOB Accompagnateur : Errached El Mali.
- ✓ IOB chargés de collecter les ordres d'achat : Errached El Mali, Sogefi, Soficop et Spdm.

Site Officiel : www.el-aurassi.com

4-ALLAINCE Assurances :

Présentation : Alliance Assurances est une Société Par Actions au capital initial de 500 millions DA créée en juillet 2005 par un groupe d'investisseurs nationaux. Le capital de la compagnie a été porté à 800 millions DA au courant de l'année 2009. L'année 2010 a vu ce même capital porté à 2,2 milliards DA pour l'activité Assurances Dommages. Cette augmentation de capital s'est faite par appel public à l'épargne et a permis à la compagnie de se mettre en conformité avec les dispositions du décret exécutif 09-375 du 16/11/2009 modifiant et complétant le décret exécutif 95-344 du 30/10/1995 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances.

En novembre 2010 : Alliance Assurances a procédé à l'augmentation de son capital par offre de souscription. Le montant de l'offre portait sur 31% du capital social, soit 1,44 milliard de dinars algériens répartis en 1.804.511 d'actions.

En mars 2011 : Réunissant les conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse d'Alger, le titre de capital Alliance Assurances a été introduit à la cote officielle le 07 mars 2011. Le cours d'introduction était de 830 DA.

Président Directeur Général : KHELIFATI Hassen

Caractéristiques :

- ✓ Offre Publique de Souscription OPV
- ✓ Dénomination : ALLIANCE Assurances
- ✓ Capital Social : 2.205.714.180 DA divisé en 5.804.511 actions d'une valeur nominale de 380 DA.
- ✓ Quantité Offerte : 1.804.511 actions soit 31% du Capital Social.
- ✓ Prix d'émission : 830 DA
- ✓ Période de Souscription : du 2 novembre 2010 au 1er décembre 2010.
- ✓ IOB Accompagnateur : Crédit Populaire d'Algérie (CPA)
- ✓ IOB chargés de collecter les ordres d'achat : BNA, BEA, BADR, BDL, CNEP, CPA, BNP Paribas El Djazair, Société Générale Algérie.

Site Officiel : www.allianceassurances.com

5- NCA ROUIBA :

Présentation : NCA-ROUIBA Spa est une société privée de droit algérien au capital social de 849 195 000 DA, avec comme activité principale la production et la distribution de boissons, nectars et jus de fruits. Elle a été fondée en 1966, sous la forme juridique de Société A Responsabilité Limitée (SARL), sous le nom de « Nouvelles Conserveries Algériennes ». L'entreprise était spécialisée dans la production de concentré de tomates, d'Harissa et de confitures sous la marque ROUIBA.

En 2003 : La société change de statut juridique et devient une Société Par Actions (SPA).

En 2006 :

- Le capital social de la société passe de 109 472 000 DA à 152 044 000 DA réservé à un actionnaire institutionnel étranger : la société de capital investissement non résidente

Africinvest Limited.

- Prorogation de la durée de vie de la société à 99 ans.

En 2008 :

- L'ancienne raison sociale de la société, « la Nouvelle Conserverie Algérienne » devient « NCA-ROUIBA SPA».

- Augmentation de capital social de la société de 792 195 000 DA à 849 195 000 DA.

En 2011 : Le 27 mai 2011 l'introduction en Bourse de la Société a été décidée par le Conseil d'administration et entérinée le 31 janvier 2012 par l'Assemblée Générale des Actionnaires.

En avril 2013 : NCA-ROUIBA Spa a procédé à la cession de ses actions par Offre Publique de Vente. Le montant de l'offre portait sur 25% du capital social, soit 849 195 200 dinars algériens répartis en 8 491 950 d'actions.

En juin 2013 : Réunissant les conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse d'Alger, le titre de capital NCA-ROUIBA Spa a été introduit à la cote officielle le 03 juin 2013. Le cours d'introduction était de 400 DA.

En 2020⁷⁶ : La radiation des actions de la société NCA ROUIBA des négociations à la Bourse des valeurs d'Alger a été fixée au 26 juillet prochain, a indiqué la COSOB dans un communiqué publié sur son site web. Le gendarme boursier, la COSOB, a approuvé OPR⁷⁷ du leader des boissons sucrées, avant son rachat par le géant français Castel.

Président du Conseil d'Administration : OTHMANI Slim

Caractéristiques :

- ✓ Offre Publique de Vente
- ✓ Dénomination : NCA-ROUIBA Spa
- ✓ Capital Social : 849.195.000 DA divisé en 8.491.950 actions d'une valeur nominale de 100 DA.
- ✓ Quantité Offerte : 2.122.988 actions soit 25% du Capital Social.
- ✓ Prix d'émission : 400 DA
- ✓ Période de souscription : du 07 avril au 09 mai 2013.
- ✓ IOB Accompagnateur : BNP Paribas El Djazaïr.
- ✓ IOB chargé de collecter les ordres d'achat : BNA, BEA, BADR, BDL, CNEP, CPA, BNP Paribas El Djazair, Société Générale Algérie.

Site officiel : www.rouiba.com.dz

6- BIOPHARM :

Présentation :BIOPHARM SPA est un groupe présent dans les différents métiers de l'industrie pharmaceutique, créée en 1991,BIOPHARM SPA a réalisé en 2014 , un chiffre d'affaires consolidé de 49 milliards de dinars représentant 13% du volume du marché du médicament , le groupe s'est développé de façon continue au cours des 20 dernières années, à

⁷⁶<https://www.elwatan.com/> . Publier le 17juin 2020.

⁷⁷ OPR : Offre Publique de Retrait

travers l'amélioration des standards de qualité de son outil de production, de renforcement de son réseau de distribution .

BIOPHARM poursuit aujourd'hui son évolution en ouvrant son capital en bourse, et en offrant la possibilité à l'Epargne Nationale Algérienne de participer aux opportunités de croissance du secteur pharmaceutique Algérien, en investissant dans une entreprise qui est aujourd'hui bien positionnée pour poursuivre son développement de façon performante.

Président Du Conseil d'Administration : Sofiane Lahmar

Caractéristiques :

- ✓ Offre Publique de souscription OPV
- ✓ Dénomination : BIOPHARM
- ✓ Capital Social : 5 104 375 DA, divisé en 25 521 875 actions d'une valeur nominale de 200 DA.
- ✓ Quantité offerte : 51 043 75 actions, soit 20 % du Capital Social
- ✓ Prix d'émission : 1225 DA
- ✓ Période de Souscription : du 13.03.2016 au 07.04.2016
- ✓ IOB Accompagnateur : BEA
- ✓ IOB chargés de collecter les ordres d'achat : BNA, BEA, BADR, BDL, CNEP, CPA, BNP Paribas EL DJAZAIR, Société Générale Algérie, Tell Market's.

Site Officiel : www.biopharmdz.com

7- AOM INVEST :

Présentation : AOM INVEST, est une société par actions spécialisée dans les études, le développement, et l'exploitation des projets touristiques dans le secteur du thermalisme. Elle participe aussi avec d'autres centres internationaux de développement et d'excellence des destinations dans l'élaboration des études destinées à la construction des destinations touristiques par excellence et pour la valorisation de l'industrie touristique en Algérie.

Créée en 2011, avec une motivation et une détermination de participer au développement du secteur touristique, elle entame à partir de 2013 sa transformation, qui est une phase historique pour le groupe AOM INVEST, à travers l'ouverture de son capital au fonds de la wilaya de Mascara géré par la BNA⁷⁸ pour la réalisation de son premier projet de la chaîne hôtelière du Groupe à partir de la station thermale de Bouhanifia, wilaya de Mascara, sous le nom d'Hôtel Thermal Aqua Sirence.

Dans son plan stratégique, cet établissement sera le premier d'une chaîne d'établissements à services similaires, à travers l'ensemble des sites thermaux du pays.

Ce premier projet, est actuellement en phase de réalisation, il affiche un taux d'avancement qui dépasse les 83%, et enregistre une cadence de réalisation très élevée. La phase d'entrée en exploitation étant programmée pour la fin de l'année 2018.

⁷⁸ BNA : Banque National d'Alger

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

En 2016 la société AOM INVEST SPA a élaboré et adopté son plan de développement stratégique à moyen et long termes destiné à répondre aux besoins et aux attentes du schéma directeur d'aménagement touristique à l'horizon 2030.

Directeur Général : ATTAR Hichem.

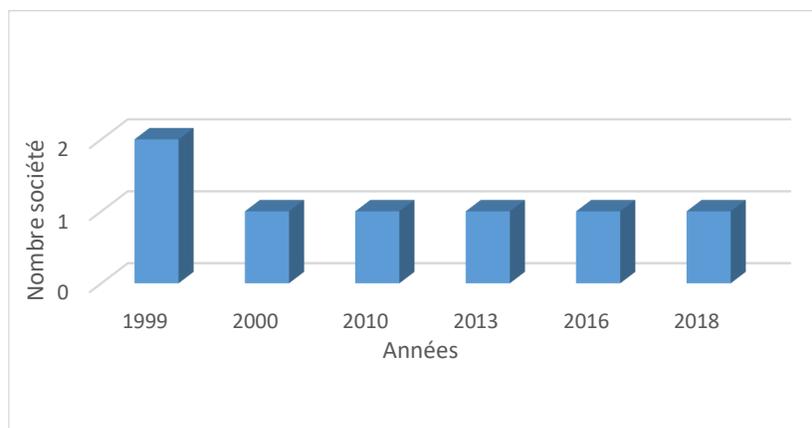
Caractéristiques :

- ✓ Code ISIN : DZ0000010060
- ✓ Dénomination : AOM
- ✓ Marché de la cote : Marché PME Catégories des titres Actions ordinaires
- ✓ Procédure de première cotation : Procédure Ordinaire
- ✓ Cours de référence (d'introduction) : 297 DA
- ✓ Mode de cotation : Fixing.
- ✓ Seuil de blocs : 5 millions de dinars.
- ✓ Promoteur en Bourse : RMG Consulting Algérie.

Site Officiel : www.aom-invest.com

- Le graphe ci-après résume la fréquence des introductions de 1999 jusqu'à aujourd'hui :

Figure N°03 : Répartition des introductions en Bourse par année



Source : élaborer par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Le marché de la Bourse d'Alger a connu depuis septembre 1999, sept introductions en Bourse, dont deux sociétés qui se sont retirées ; il s'agit l'entreprise publique agroalimentaire ERIAD SETIF et de l'entreprise privée NCA Rouïba. . En effet, des incitations fiscales ont été prévues au niveau de la loi de finance 2014, et de nouveaux compartiments, tel que le compartiment des PME, ont été créés.

Le constat est évident, le manque d'offres sur le marché est flagrant. Ce manque de participants peut s'expliquer probablement par plusieurs facteurs. Le nombre d'opérations est très réduit et les délais pour finaliser les transactions est relativement trop long : une bourse très peu liquide. En plus de cela, le manque d'initiative et d'expertise des intervenants publics, ainsi que le cadre réglementaire centré uniquement sur des titres basiques, semblent être des freins au développement de la Bourse d'Alger.

Section 02 : Evolution des cours boursier par rapport l'évolution de l'indice de marché

Dans cette section, nous observons l'évolution des cours des actions et l'évolution de l'indice du marché pour une période de 25 semaines après la première cotation pour avoir une première idée sur les valeurs des actions au début de leur cotation.

1- Echantillonnage :

Noter échantillon est constitué de sept sociétés. Dans le cadre de ce travail, nous allons prendre en considération les cinq sociétés dont les actions sont toujours cotées à la Bourse d'Alger, et les deux sociétés qui ont été cotées pendant une période plus ou moins longue mais qui ont fini par quitter la bourse. Notre échantillon est constitué par toute la population des sociétés qui ont été impliquées dans les opérations de la bourse d'Alger.

Le tableau suivant reprend les entreprises cotées ou ayant été cotées au niveau de la bourse d'Alger :

Tableau N°05 : Présentation des sociétés cotées ou ayant été cotées en Algérie

Entreprise	Secteur	Date d'entrée à la cote
ERIOD SETIF	Agro-alimentaire	13 Septembre 1999
Groupe SAIDAL	Pharmaceutique	20 Septembre 1999
EGH EL AURASSI	Tourisme	14 Février 2000
ALLIANCE ASSURANCES	Assurance	7 Mars 2011
NCA ROUIBA	Agro-alimentaire	3 Juin 2013
BIOPHARM	Pharmaceutique	20 Avril 2016
AOM INVEST	Tourisme	20 Décembre 2018

Source : site web de la bourse d'Alger, consulté 13/05/2021

Il convient de noter que, sur la base de ce qui a été présenté dans la littérature, une action est bien évaluée lorsque son cours est très corrélé avec l'indice du marché ; cela est intimement lié à la principale conclusion du **MEDAF** : la valeur d'un titre de capital est une fonction linéaire de son beta (représenté par la covariance du titre avec l'indice du marché ; qui représente le portefeuille du marché dans ce model en question).

2- Evolution des cours boursier par rapport l'évolution de Dzairindex :

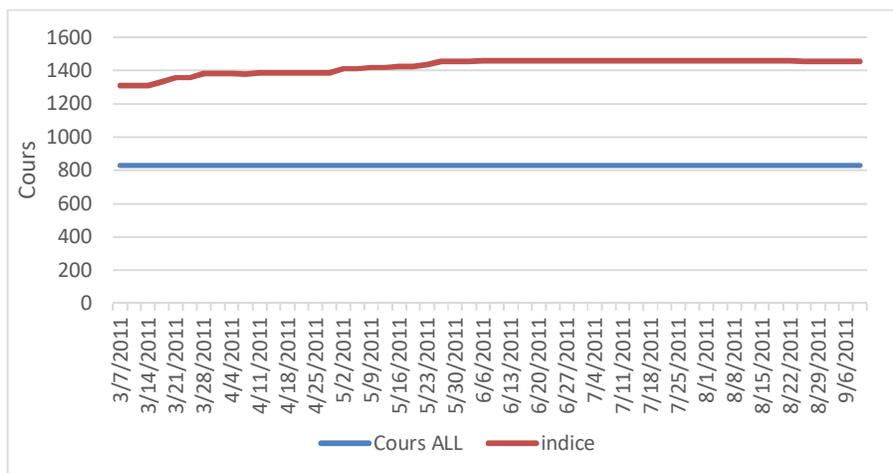
L'indice représentant le portefeuille du marché de la bourse d'Alger a été créé en janvier 2008, sur une base de 1000 points, calculé par la méthode de la pondération par la capitalisation boursière globale⁷⁹.

Cette partie concerne les entreprises qui sont cotées en bourse à partir de l'année 2008 ; il s'agit d'ALLIANCE ASSURANCE (2010), NCA ROUIBA (2013), BIOPHARM (2016) et AOM invest (2018).

⁷⁹Imane TALHI, Les indice boursier, 2011, p22. Données interne de la bourse d'Alger.

2-1- Les cours de la société ALLIANCE Assurance lors de son introduction vs le cours de Dzairindex :

Figure N°04 : Evolution des cours boursier ALLIANCE Assurance vs Dzairindex

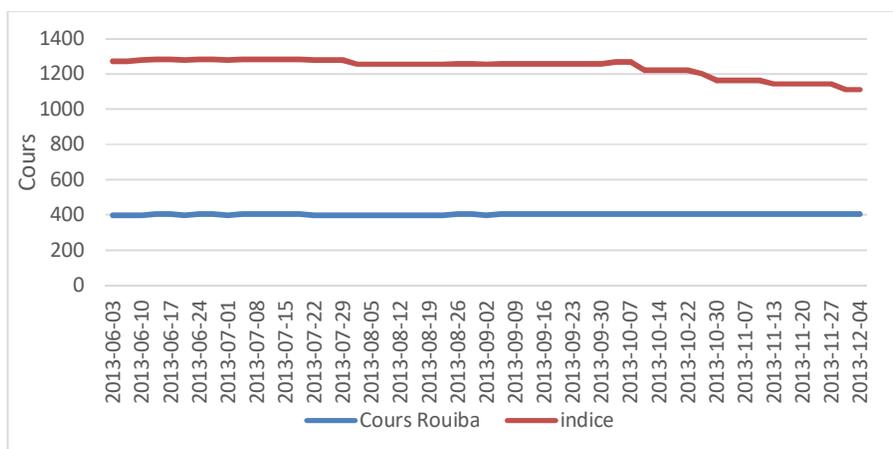


Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Nous notons que le cours de l'action est stable mais il n'augmente pas comme l'indice du marché, ce dernier gagne une plus valeur au cours des trois premiers mois puis il se stabilise. L'action s'est donc dévalorisée par rapport au cours de l'indice du marché. C'est une situation relativement typique d'une sous-évaluation d'un titre de capital même si la définition de la période initiale reste problématique.

2-2- Les cours de la société NCA ROUIBA lors de son introduction vs le cours de Dzairindex :

Figure N°05 : Evolution des cours boursier NCA ROUIBA vs Dzairindex

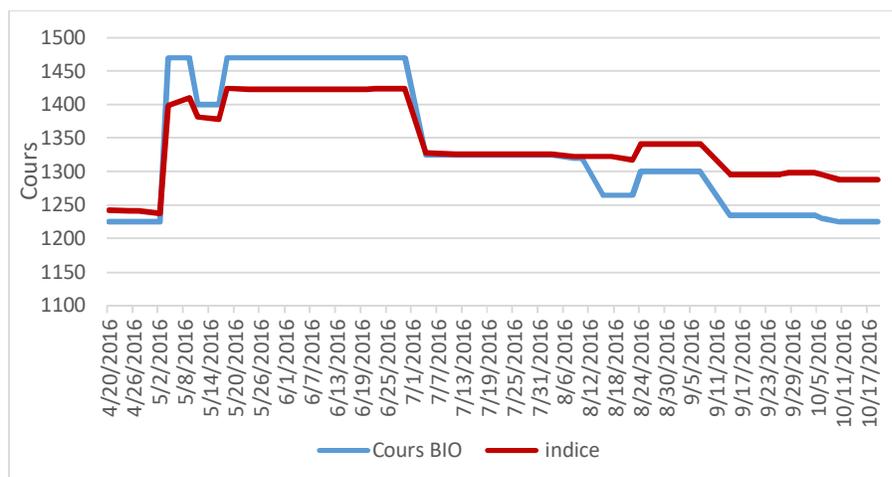


Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Notons que l'indice du marché sur cette période a connu des augmentations et des baisses de sa valeur ; en même temps, le cours de l'action est resté quasi stable.

2-3- Les cours de la société BIOPHARM lors de son introduction vs le cours de Dzairindex :

Figure N°06 : Evolution des cours boursier BIOPHARM vs Dzairindex

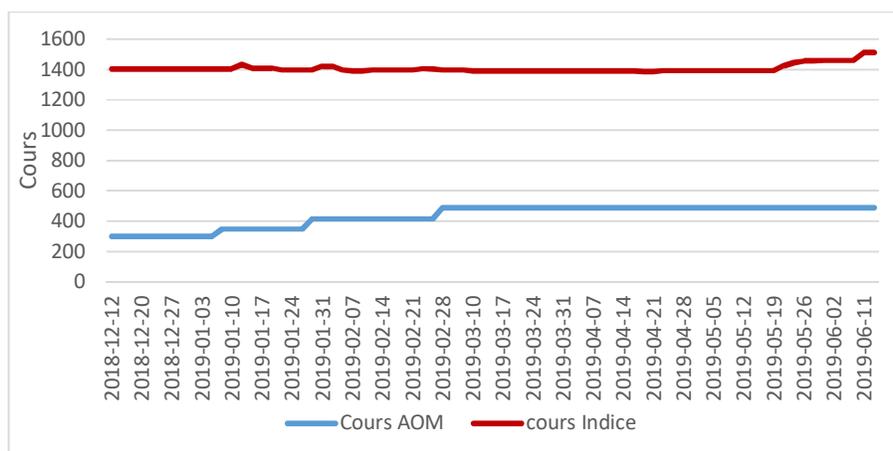


Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Nous constatons que la courbe du cours de l'action située sous la courbe de l'indice du marché au début de la cotation change rapidement ; pour le reste de la période, les deux cours évoluent relativement de la même manière.

2-4- Les cours de la société AOM Invest lors de son introduction vs le cours de Dzairindex :

Figure N°07 : Evolution des cours boursier AOM Invest vs Dzairindex



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Le cours d'AOM a augmenté de manière régulière au cours des trois premiers mois de sa cotation, mais l'indice du marché est resté stable, sauf pour certains changements considérés comme négligeables ; puis les deux indices ont évolué de manière relativement similaire.

3- Evolution des cours boursier par rapport l'indice de marché :

Pour les trois entreprises qui sont introduites et cotées avant 2008, nous avons fait l'extension de l'indice de marché pour leur période respective d'introduction en bourse, afin de pouvoir les inclure dans la suite de l'étude ; la formule de calcul reprend la méthode de calcul du Dzairindex ; en effet, ce dernier n'est utilisé que depuis 2008.

- **L'indice pour les deux entreprises : ERIAD Sétif et Groupe SAIDAL⁸⁰**

La formule qu'on va utiliser est la suivante :

$$indice_t = \frac{CB_t}{CB_0}$$

Avec :

- CB_t : Capitalisation Boursier à l'instant t.
- CB_0 : Capitalisation Boursier de base.
- t : Date de calcul.

Nous avons pris les données des séances de cotation du 13/09/1999 au 07/02/2000.

- **Le calcul de l'indice lors de l'admission de l'action EGH EL AURASSI⁸¹ :**

Pour pouvoir calculer l'indice il faut d'abord commencer par calcul le coefficient d'ajustement :

$$K_t = \frac{\Delta CB}{CB_{t-1}}$$

Avec :

- K_t : Le coefficient d'ajustement.
- ΔCB : La variation de la capitalisation boursière entre le jour de la 1ère bascule ; L'introduction d'une nouvelle valeur le 07/02/2000 et la veille de la bascule le 31/01/2000.
- CB_{t-1} : La capitalisation boursière la veille de l'introduction d'EGH EL AURASSI.

Donc :

$$indice_t = \frac{\text{la capitalisation boursière}_t}{\text{la capitalisation boursière ajusté}_0}$$

Avec :

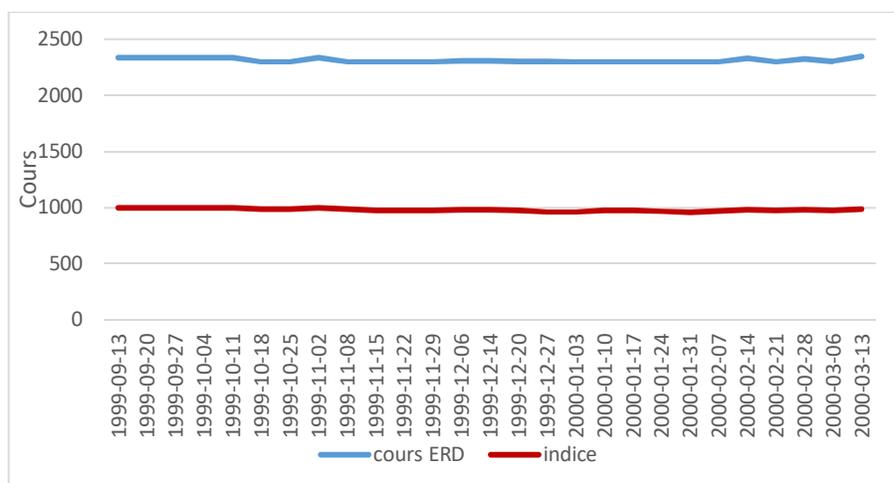
$$CB_{ajusté}_0 = CB * k_t$$

⁸⁰ Voir l'annexe N°09,

⁸¹ Voir l'annexe N°10,

3-1- Les cours de la société ERIAD Sétif lors de son introduction vs le cours de marché :

Figure N°08 : Evolution des cours boursier ERIAD Sétif vs l'indice de marché

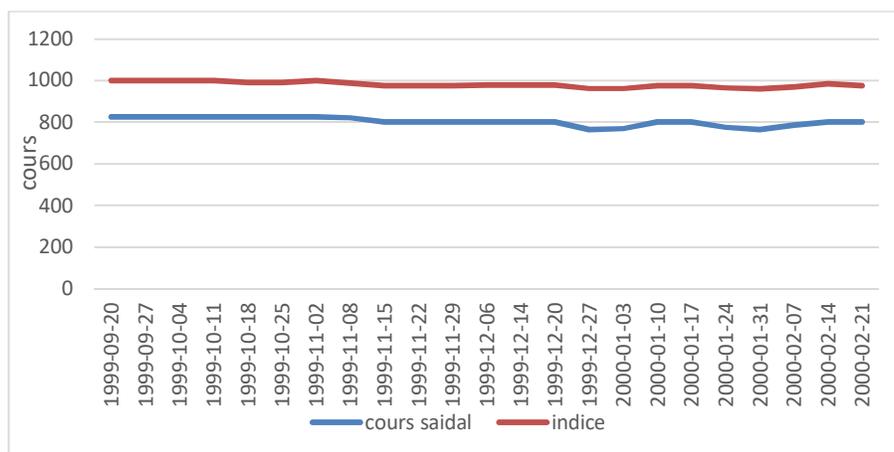


Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Tout au long de période, On constate que le cours de l'action ERIAD sétif est situé au-dessus du cours du marché ; sachant que le marché ne compose que deux actions sauf pour la première semaine, et les deux cours évoluent relativement de la même manière. On note seulement le prix de l'ERAD Sétif et le marché durant cette période est stable.

3-2- Les cours de la société Groupe SAIDAL lors de son introduction vs le cours de marché :

Figure N°09 : Evolution des cours boursier Groupe SAIDAL vs l'indice de marché

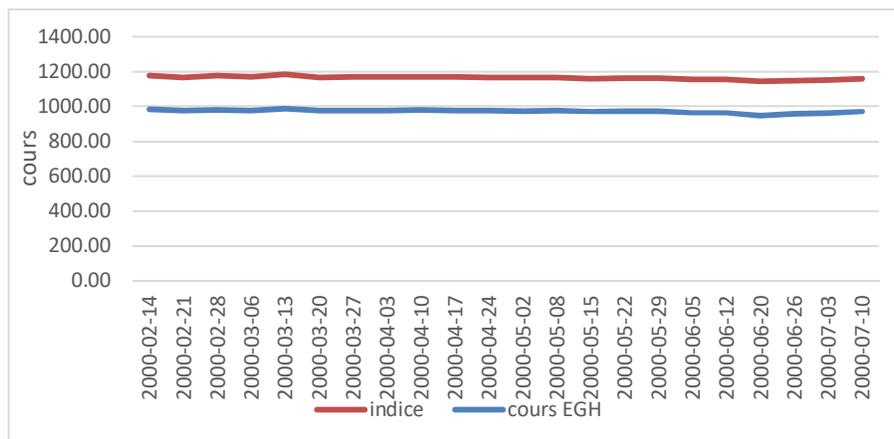


Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

L'action de Groupe SAIDAL a maintenu sa stabilité tout au long de la période sauf quelques fois où elle a baissé, mais elle est stable par rapport au marché. Le marché, en date 14-02-2000, a marqué une nette baisse, en raison de l'entrée d'EGH EL AURASSI en bourse.

3-3- Les cours de la société EGH EL AURASSI lors de son introduction vs le cours de marché :

Figure N°10 : Evolution des cours boursier EGH EL AURASSI vs l'indice de marché



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Nous remarquons que le cours de l'action est situé sous du cours de marché mais les deux cours évoluent partiellement de la même manière pendant vingt-cinq semaines.

Section 03 : Mesure de la sous-évaluation par le rendement initial

Pour estimer la sous-évaluation, il faut calculer le rendement initial, on doit tester l'hypothèse de l'existence de la sous-évaluation des actions lors de son introduction, et comme nous avons mentionné au chapitre deux, ce phénomène est justifié par la rentabilité initiale positive.

1- Mesure de la sous-évaluation pour le premier jour de cotation :

Le calcul précédemment effectué et retenu a révélé l'existence d'une sous-évaluation de faible niveau. Comme explique auparavant, le calcul de la rentabilité initiale permet de conclure à une sur ou une sous-évaluation. Nous calculons le rendement initial. Pour rappel, le calcul s'effectue comme suit :

$$R_1 = \frac{p_c - p_o}{p_o}$$

R_1 : Le rendement initial

p_o : Le prix d'offre

p_c : La première cour cotée

Dans le tableau qui suit, nous avons calculé la rentabilité initiale en prenant le premier cours de cotation.

Tableaux N° 06 : Le rendement de portefeuille le premier jour de cotation

Noms d'entreprise	prix d'offre	cours 1er cotation	Rendement
ERIOD SETIF	2300	2340	1,74%
Groupe SAIDAL	800	825	3,13%
EGH EL AURASSI	400	400	0,00%
ALLAINCE Assurance	830	830	0,00%
NCA ROUIBA	400	400	0,00%
BIOPHARM	1225	1225	0,00%
AOM Invest	297	300	1,01%
Moyenne		0,84%	

Source : Elaborée par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Nous avons constaté que presque 40% des titres étaient légèrement sous évalués lors du premier jour de cotation en Bourse : ERIAD Sétif, Groupe SAIDAL et AOM Invest (rentabilité initiale positif).

Ce qui veut dire, que des sept entreprises de notre population, quatre sont bien évaluées (rentabilité initiale nulle), à savoir, le Groupe SAIDAL, EGH EL AURASSI, ALLIANCE Assurance, NCA ROUIBA et BIOPHARM.

2- Le rendement hebdomadaire des 25 premières semaines de cotations :

Au course de l'année (1989) Michel DUBOIS fait une étude sur un échantillon de 99 entreprises cotées en bourse pour répondre à la question suivante, « Les titres sont-ils sous

évaluées ? »⁸². Il suppose qu'un investisseur achète les actions le jour de l'introduction et étudier la rentabilité hebdomadaire ajustée des vingt-cinq premières semaines pour ces actions. Et pour estimer l'importance de la sous-évaluation en appliquant le modèle de **MEDAF**.

Le model:

$$\widehat{R}_{jt} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft})\beta_j$$

Déterminer s'il y a sous-évaluation ou surévaluation consiste à mesurer l'écart entre \widehat{R}_{jt} et R_{jt} .

$$E_t = \widehat{R}_{jt} - R_{jt}$$

S'il y a surévaluation ou sous-évaluation E_t est significativement différent de zéro. Soit :

R_{jt} : Taux de rentabilité observé de l'action j pendant la période t .

\widehat{R}_{jt} : Taux de rentabilité calculé de l'action j pendant la période t connaissant.

R_{mt} : Taux de rentabilité de l'indice de marché pendant la période.

R_{ft} : Taux sans risque (le rendement des OAT).

β_j : Coefficient de risque de l'action j .

Nous supposons que $\beta_j = 1$, cela revient à supposer que le risque des nouvelles actions est égale au risque du portefeuille du marché (représente par l'indice boursier) le modèle devient :

$$\widehat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Donc on doit mesurer :

$$E_t = R_{jt} - R_{mt}$$

En fin de compte, l'auteur de l'étude, citée ci-dessus, conclut que la sous-évaluation, si elle existe, se révèle au cours des trois premières semaines, ou quatre au maximum. Les changements qui se produisent par la suite sont causés par le marché, conformément au modèle **MEDAF**.

Par la suite, nous appliquons la même démarche pour estimer la sous-évaluation des actions introduites à la bourse d'Alger, et nous supposons également que la sous-évaluation sera seulement dans les trois premières semaines.

En conséquence, pour répondre à notre objectif, les hypothèses suivantes sont mises en œuvre :

$$H_0: E(R_{jt}) \leq 0$$

$$H_1: E(R_{jt}) > 0 \quad \text{Avec :} \quad d(T) : \begin{cases} a_0: T \leq T_{n-1, 1-\alpha} \\ \bar{a}_0: T > T_{n-1, 1-\alpha} \end{cases} \quad \text{avec : } n=7, \alpha = 5\%$$

-T=rentabilité ajustée moyenne divisée par son écart type : $T = \frac{\bar{R}}{se(\bar{R})}$

-L'indice $t=1, 2, 3, \dots, 25$.

La taille de notre échantillon est extrêmement réduite. Il est donc pratiquement impossible de conduire des tests de moyennes pour pouvoir accepter ou refuser les hypothèses de façon rigoureuse. Nous utilisons cependant les statistiques descriptives pour déceler les éventuelles

⁸² Michel DUBIOS, Op.cit., p9.

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

sous-évaluations qui pourraient donc se produire au cours de l'introduction de nouvelles actions à la bourse d'Alger.

• Le rendement hebdomadaire avant le premier jour de cotation :

Pour calculer le rendement au début de la première semaine et obtenir un rendement hebdomadaire comme les vingt-cinq semaines suivantes, on va calculer le nombre des semaines entre la date de la moyenne de délai de souscription et la date de la première cotation.

-La formule de rendement de l'action : $R_{it} = \frac{P_{c1} - P_0}{P_0}$

-la formule de rendement de l'indice :

$$R_{i,indax} = \frac{INDAX_{t1} - INDAX_{t0}}{INDAX_{t0}}$$

Tableaux N°07 : Le rendement hebdomadaire avant la première semaine de cotation

Société	Nombre de semaines	Prix d'offre	Prix de 1ère cotation	Rendement	Indice t0	Indice t1	Rendement de marché
ERIAS Sétif	39	2300	2340	0,04%	1000	1000	0,00%
SAIDAL	27	800	825	0,12%	1000	1000	0,00%
EGH EL AURASSI	30	400	400	0,00%	1000	1000	0,00%
ALLIANCE	15	830	830	0,00%	1166,407	1310,487	0,82%
NCA ROUBA	5	400	400	0,00%	1273,068	1273,068	0,00%
BIOPHARM	4	1225	1225	0,00%	1232,023	1242,151	0,21%
AOM Invest	10	297	300	0.10%	1444,156	1407,375	-0.25%

Source : élaborer par nous-même sur la base des données de la Bourse d'Alger

Pour ERIAD Sétif, Groupe SAIDAL, EGH EL AURASSI c'est impossible d'estimer l'indice avant la cotation. Car l'indice boursier dans la moyenne qui nous avons estimé n'est excite pas, c'est-à-dire l'indice initial estimé à partir de la première cotation dans la bourse d'Alger.

2-1- Le rendement hebdomadaire de l'action ERIAD Sétif :

- Délai de souscription : 44 jours

- La date de première cotation : 13/09/1999, séance de lundi.

- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de souscription et la date de la première cotation : 39 semaines.

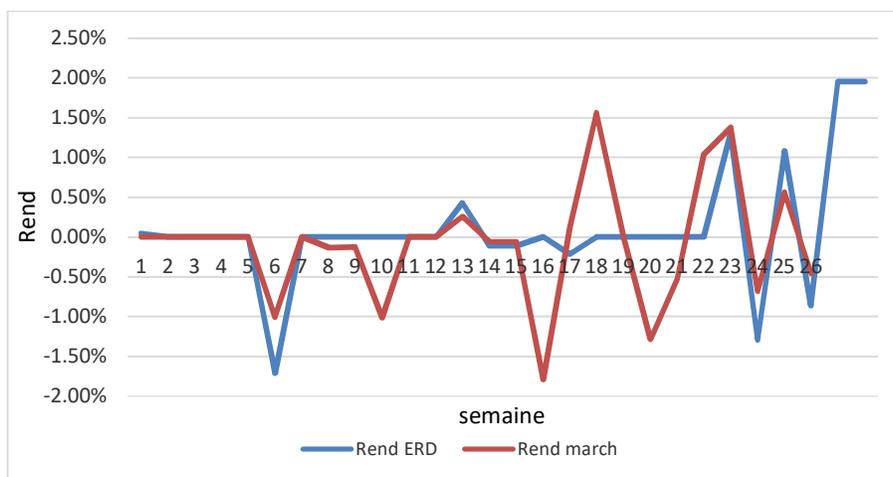
Tableaux N°08 : Le rendement de l'action ERIAD Sétif vs le marché

Date de séance	semaine	Rendement ERIAD Sétif	Rendement Marché	Rendement Ajustée
1999-09-13	1	0,04%	0,00%	0,04%
1999-09-20	2	0,00%	0,00%	0,00%
1999-09-27	3	0,00%	0,00%	0,00%

1999-10-04	4	0,00%	0,00%	0,00%
1999-10-11	5	0,00%	0,00%	0,00%
1999-10-18	6	-1,71%	-1,00%	-0,71%
1999-10-25	7	0,00%	0,00%	0,00%
1999-11-01	8	0,00%	-0,13%	0,13%
1999-11-08	9	0,00%	-0,13%	0,13%
1999-11-15	10	0,00%	-1,02%	1,02%
1999-11-22	11	0,00%	0,00%	0,00%
1999-11-29	12	0,00%	0,00%	0,00%
1999-12-06	13	0,43%	0,26%	0,17%
1999-12-13	14	-0,11%	-0,06%	-0,05%
1999-12-20	15	-0,11%	-0,06%	-0,05%
1999-12-27	16	0,00%	-1,79%	1,79%
2000-01-03	17	-0,22%	0,13%	-0,35%
2000-01-10	18	0,00%	1,56%	-1,56%
2000-01-17	19	0,00%	0,00%	0,00%
2000-01-24	20	0,00%	-1,28%	1,28%
2000-01-31	21	0,00%	-0,52%	0,52%
2000-02-07	22	0,00%	1,04%	-1,04%
2000-02-14	23	1,30%	1,38%	-0,07%
2000-02-21	24	-1,29%	-0,68%	-0,61%
2000-02-28	25	1,09%	0,57%	-0,52%
2000-03-06	26	-0,86%	-0,45%	-0,41%

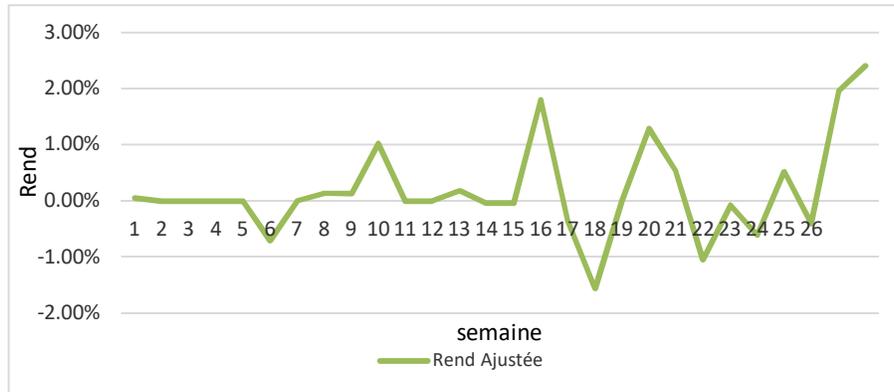
Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Figure N°11 : Le rendement de l'action ERIAD Sétif vs le marché



Source : élabore par nous-même sur la base de données historique de la bourse d'Alger

Figure N°12 : Le rendement ajusté de l'action ERIAD Sétif



Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Au cours des cinq premières semaines, le titres a réalisé une rentabilité nulle, elle a été bien évaluée, après nous remarqué qu'il y a un rendement négatif de 1.71% a de la sixième semaine ; il y a un sur évaluation. Pour le reste de période il y a forte volatilité, le rendement du marché change de la même manière que le rendement d'action. Après l'ajustement, l'évolution de la rentabilité reste la même et la volatilité de fin de période est réduite.

2-2- Le rendement hebdomadaire de l'action Groupe SAIDAL :

- Délai de souscription : 30 jours
- La date de première cotation : 20/09/1999, séance de lundi.
- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de souscription et la date de la première cotation : 27 semaines.

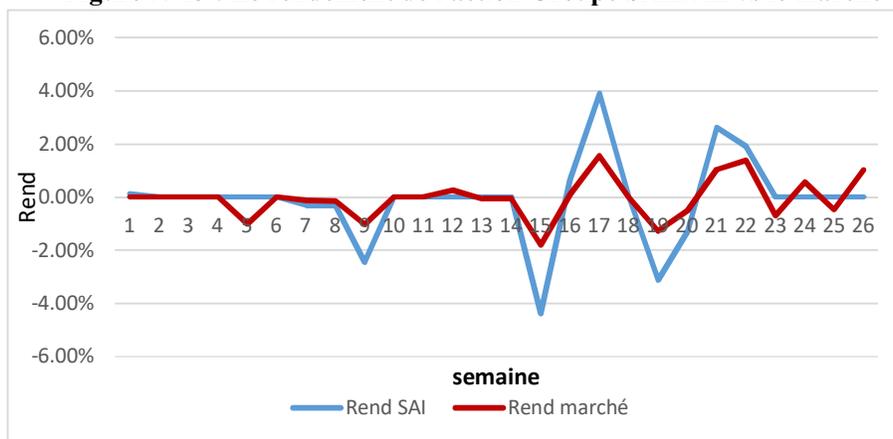
Tableaux N°09 : Le rendement de l'action Groupe SAIDAL vs marché

Date de séance	semaines	Rendement Groupe SAIDAL	Rendement marché	Rendement ajustée
1999-09-20	1	0,12%	0,00%	0,12%
1999-09-27	2	0,00%	0,00%	0,00%
1999-10-04	3	0,00%	0,00%	0,00%
1999-10-11	4	0,00%	0,00%	0,00%
1999-10-18	5	0,00%	-1,00%	1,00%
1999-10-25	6	0,00%	0,00%	0,00%
1999-11-01	7	-0,30%	-0,13%	-0,17%
1999-11-08	8	-0,30%	-0,13%	-0,17%
1999-11-15	9	-2,44%	-1,02%	-1,42%
1999-11-22	10	0,00%	0,00%	0,00%
1999-11-29	11	0,00%	0,00%	0,00%
1999-12-06	12	0,00%	0,26%	-0,26%
1999-12-13	13	0,00%	-0,06%	0,06%
1999-12-20	14	0,00%	-0,06%	0,06%
1999-12-27	15	-4,38%	-1,79%	-2,58%
2000-01-03	16	0,65%	0,13%	0,52%

2000-01-10	17	3,90%	1,56%	2,33%
2000-01-17	18	0,00%	0,00%	0,00%
2000-01-24	19	-3,13%	-1,28%	-1,84%
2000-01-31	20	-1,29%	-0,52%	-0,77%
2000-02-07	21	2,61%	1,04%	1,57%
2000-02-14	22	1,91%	1,38%	0,53%
2000-02-21	23	0,00%	-0,68%	0,68%
2000-02-28	24	0,00%	0,57%	-0,57%
2000-03-06	25	0,00%	-0,45%	0,45%
2000-03-13	26	0,00%	1,03%	-1,03%

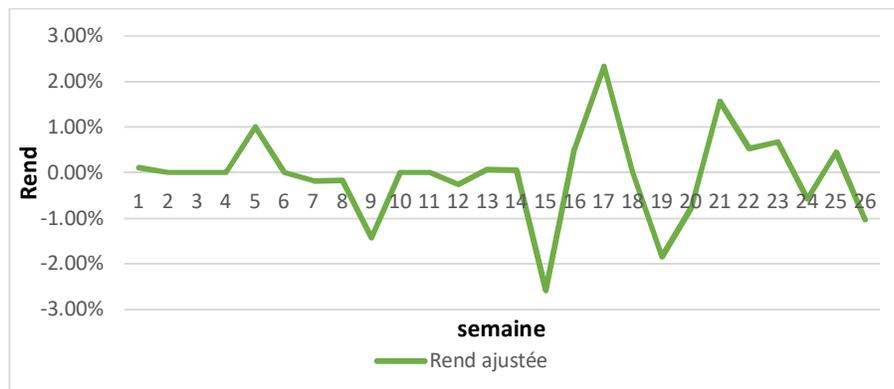
Source : élaboré par nous-même sur la base de données de la bourse d'Alger

Figure N°13 : Le rendement de l'action Groupe SAIDAL vs le marché



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°14 : Le rendement ajusté de l'action Groupe SAIDAL



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Nous observons un rendement anormalement positif de 0.15% au cours de la première semaine de cotation, ce qui signifie qu'il y a une sous-évaluation initiale, puis le rendement est nul, pour les trois semaines suivantes. Entre la quatorzième semaine et la vingt-troisième semaine il y a une forte volatilité.

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

Le rendement après l'ajustement ne change pas beaucoup, et la sous-évaluation initiale est de 0.12%, car le rendement du marché est inférieur au rendement de l'action comme il apparaît dans l'ancien Figure N°13.

2-3- Le Rendement hebdomadaire de l'action EGH EL AURASSI :

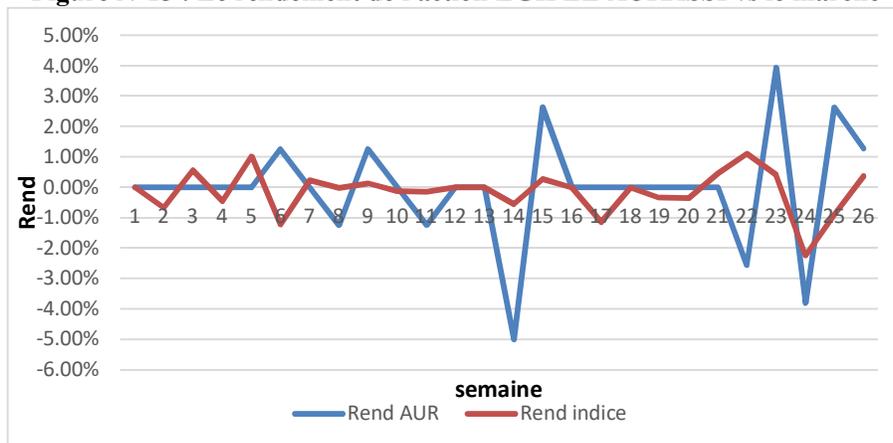
- Délai de souscription : 30 jours
- La date de première cotation : 14/02/2000, séance de lundi.
- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de souscription et la date de la première cotation : 30 semaines

Tableaux N°10 : Le rendement de l'action EGH EL AURASSI vs le marché

Date de séance	Semaines	Rendement EGH ELAURASI	Rendement marché	Rendement Ajusté
2000-02-14	1	0.00%	0.00%	0.00%
2000-02-21	2	0.00%	-0.68%	0.68%
2000-02-28	3	0.00%	0.57%	-0.57%
2000-03-06	4	0.00%	-0.45%	0.45%
2000-03-13	5	0.00%	1.03%	-1.03%
2000-03-20	6	1.25%	-1.22%	2.47%
2000-03-27	7	0.00%	0.23%	-0.23%
2000-04-03	8	-1.23%	-0.02%	-1.21%
2000-04-10	9	1.25%	0.14%	1.11%
2000-04-17	10	0.00%	-0.11%	0.11%
2000-04-24	11	-1.23%	-0.14%	-1.10%
2000-05-01	12	0.00%	0.00%	0.00%
2000-05-08	13	0.00%	0.00%	0.00%
2000-05-15	14	-5.00%	-0.55%	-4.45%
2000-05-22	15	2.63%	0.28%	2.36%
2000-05-29	16	0.00%	0.00%	0.00%
2000-06-05	17	0.00%	-1.14%	1.14%
2000-06-12	18	0.00%	0.00%	0.00%
2000-06-19	19	0.00%	-0.35%	0.35%
2000-06-26	20	0.00%	-0.35%	0.35%
2000-07-03	21	0.00%	0.47%	-0.47%
2000-07-10	22	-2.56%	1.11%	-3.68%
2000-07-17	23	3.95%	0.41%	3.53%
2000-07-24	24	-3.80%	-2.24%	-1.56%
2000-07-31	25	2.63%	-0.89%	3.52%
2000-08-07	26	1.28%	0.38%	0.90%

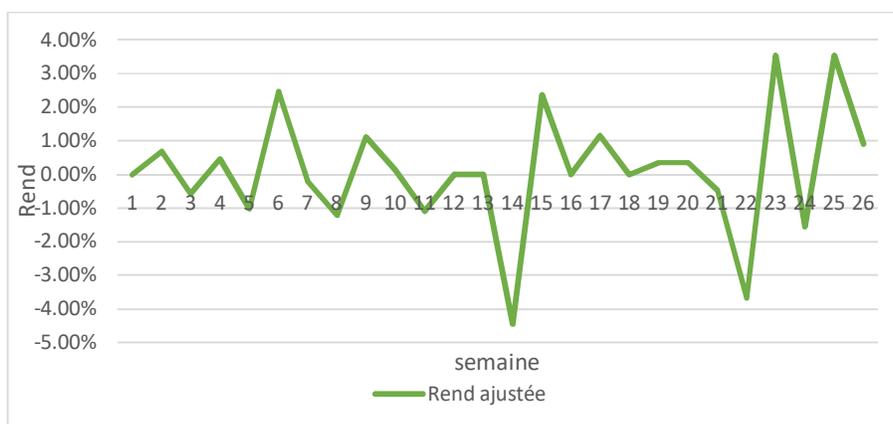
Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°15 : Le rendement de l'action EGH EL AURASSI vs le marché



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°16 : Le rendement ajusté de l'action EGH EL AURASSI



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Jusqu'à la cinquième semaine, le rendement de l'action EL AURASSI est nul, entre la sixième et la quinzième semaine, il y a un peu de volatilité, augmenté à partir de la vingtième semaine.

Dans l'ancien graphique (Figure N°15), le rendement du marché est légèrement inférieur au rendement de l'action tout la période, ce qui explique pourquoi le rendement de l'action n'est pas beaucoup affecté après l'ajustement.

2-4-Le rendement hebdomadaire de l'action ALLAINCE Assurance :

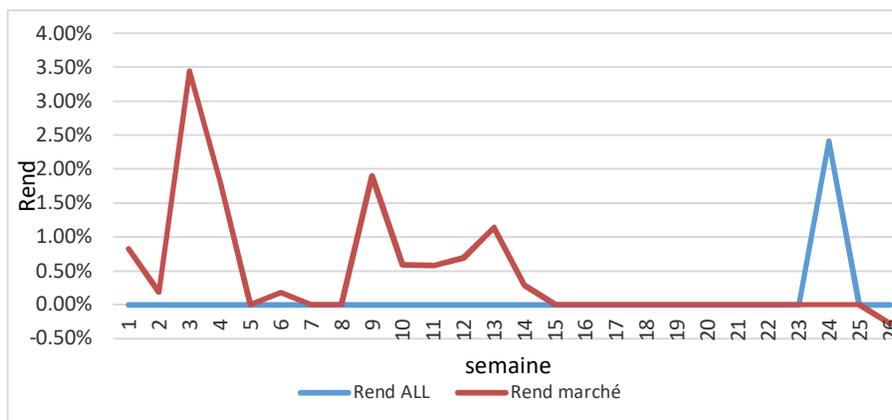
- Délai de souscription : 30 jours.
- La date de première cotation : 07/03/2011, séance Lundi.
- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de suscription et la date de la première cotation : 15 semaines.

Tableaux N°11 : Le rendement de l'action ALLIANCE Assurances vs Dzairindex

Date de séance	Semaines	Rendement ALLAINCE	Rendement Dzairindex	Rendement ajusté
2011-03-07	1	0.00%	0,82%	-0.82%
2011-03-14	2	0.00%	0.19%	-0.19%
2011-03-21	3	0.00%	3.44%	-3.44%
2011-03-28	4	0.00%	1.82%	-1.82%
2011-04-04	5	0.00%	0.00%	0.00%
2011-04-11	6	0.00%	0.18%	-0.18%
2011-04-18	7	0.00%	0.00%	0.00%
2011-04-25	8	0.00%	0.00%	0.00%
2011-05-02	9	0.00%	1.90%	-1.90%
2011-05-09	10	0.00%	0.58%	-0.58%
2011-05-16	11	0.00%	0.58%	-0.58%
2011-05-23	12	0.00%	0.69%	-0.69%
2011-05-30	13	0.00%	1.14%	-1.14%
2011-06-06	14	0.00%	0.28%	-0.28%
2011-06-13	15	0.00%	0.00%	0.00%
2011-06-20	16	0.00%	0.00%	0.00%
2011-06-27	17	0.00%	0.00%	0.00%
2011-07-04	18	0.00%	0.00%	0.00%
2011-07-11	19	0.00%	0.00%	0.00%
2011-07-18	20	0.00%	0.00%	0.00%
2011-07-25	21	0.00%	0.00%	0.00%
2011-08-01	22	0.00%	0.00%	0.00%
2011-08-08	23	0.00%	0.00%	0.00%
2011-08-15	24	2.41%	0.00%	2.41%
2011-08-22	25	0.00%	0.00%	0.00%
2011-08-29	26	0.00%	-0.28%	0.28%

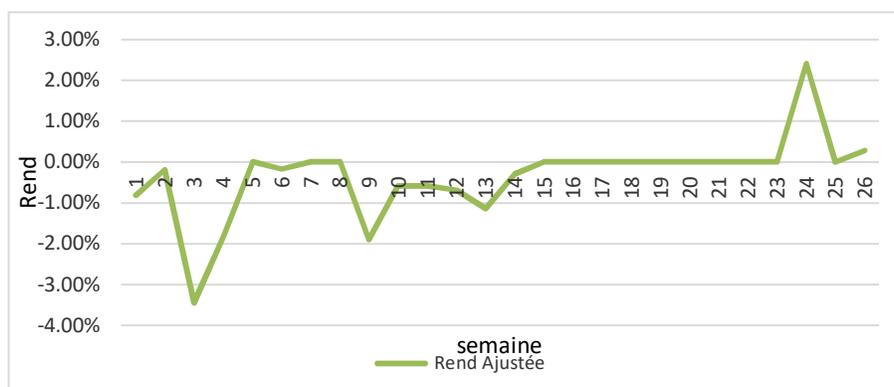
Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°17 : Le rendement de l'action ALLIANCE Assurances vs Dzairindex



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°18 : Le rendement ajusté de l'action ALLIANCE Assurances



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

L'action d'ALLIANCE Assurances est restée stable tout au long de la période donc nous pouvons dire que l'action est bien évalué, mais le marché a réalisé deux fois plus rendement anormalement positif ; dans la troisième semaine est de 3.44%, et dans la neuvième semaine de 1.9%. Donc le rendement ajusté a été anormalement négatif à -3.44%, cela signifie qu'il y a une surévaluation. Au 15/08/2011, ALLIANCE Assurances a distribué un dividende de 20 DA par action, ce qui explique le rendement positif de 2.41% au cours de la vingt-quatrième semaine.

2-5- Le rendement hebdomadaire de l'action NCA ROUIBA :

- Délai de souscription : 32 jours.
- La date de première cotation : 03/06/2013 séance du lundi.
- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de suscription et la date de la première cotation : 5 semaines.

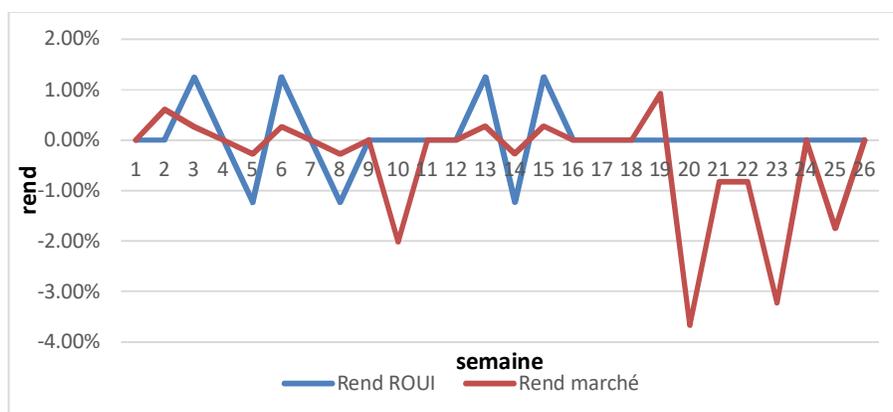
Tableaux N°12 : Le rendement de l'action NCA-ROUIBA vs Dzairindex

Date de séance	Semaines	Rendement NCA-ROUIBA	Rendement marché	Rendement ajusté
2013-06-03	1	0.00%	0.00%	0.00%
2013-06-10	2	0.00%	0.61%	-0.61%
2013-06-17	3	1.25%	0.27%	0.98%
2013-06-24	4	0.00%	0.00%	0.00%
2013-07-01	5	-1.23%	-0.27%	-0.97%
2013-07-08	6	1.25%	0.27%	0.98%
2013-07-15	7	0.00%	0.00%	0.00%
2013-07-22	8	-1.23%	-0.27%	-0.97%
2013-07-29	9	0.00%	0.00%	0.00%
2013-08-05	10	0.00%	-2.02%	2.02%
2013-08-12	11	0.00%	0.00%	0.00%
2013-08-19	12	0.00%	0.00%	0.00%
2013-08-26	13	1.25%	0.27%	0.98%
2013-09-02	14	-1.23%	-0.27%	-0.96%

2013-09-09	15	1.25%	0.27%	0.98%
2013-09-16	16	0.00%	0.00%	0.00%
2013-09-23	17	0.00%	0.00%	0.00%
2013-09-30	18	0.00%	0.00%	0.00%
2013-10-07	19	0.00%	0.92%	-0.92%
2013-10-14	20	0.00%	-3.67%	3.67%
2013-10-21	21	0.00%	-0.83%	0.83%
2013-10-28	22	0.00%	-0.83%	0.83%
2013-11-04	23	0.00%	-3.22%	3.22%
2013-11-11	24	0.00%	0.00%	0.00%
2013-11-18	25	0.00%	-1.75%	1.75%
2013-11-25	26	0.00%	0.00%	0.00%

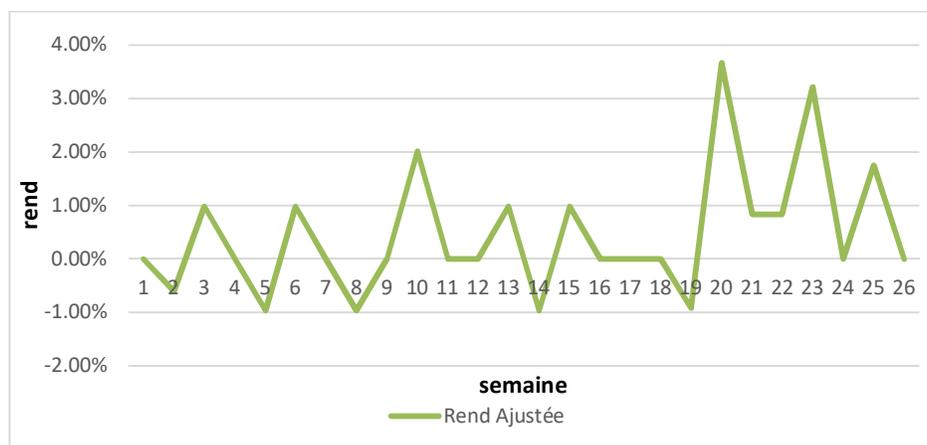
Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Figure N°19 : Le rendement de l'action NCA-ROUIBA vs Dzairindex



Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Figure N°20 : Le rendement ajusté de l'action NCA-ROUIBA



Source : élaboré par nous-même sur la base des données historique de la bourse d'Alger

Au cours de la troisième semaine, l'action a un rendement anormalement positif de 1.25%, et donc il y a une sous-évaluation, il a perdu la semaine suivante. En 2016 NCA-ROUIBA n'a pas distribué de dividendes. Selon le graphique de rendement ajusté nous notons que l'action NCA-ROUIBA est bien évaluée.

2-6-Le rendement hebdomadaire de l'action BIOPHARM :

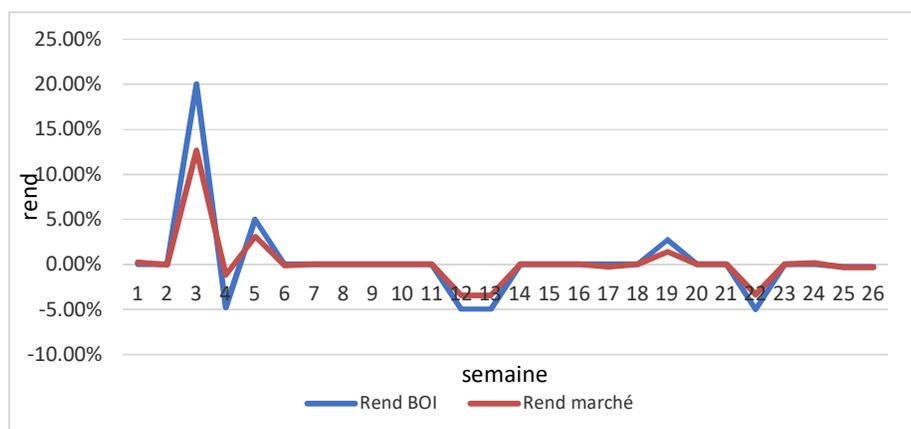
- Délai de souscription : 25 jours
- La date de première cotation : 20/04/2016, séance de mercredi.
- Nombre des semaines entre la moyenne de délai de suscription et la date de la première cotation : 4 semaines.

Tableaux N°13 : Le rendement de l'action BIOPHARM vs Dzairindex

Date de séance	Semaines	Rendement BIOPHARM	Rendement marché	Rendement Ajusté
2016-04-20	1	0.00%	0.21%	-0.21%
2016-04-27	2	0.00%	-0.06%	0.06%
2016-05-04	3	20.00%	12.65%	7.35%
2016-05-11	4	-4.76%	-1.18%	-3.58%
2016-05-18	5	5.00%	3.07%	1.93%
2016-05-25	6	0.00%	-0.10%	0.10%
2016-06-01	7	0.00%	0.00%	0.00%
2016-06-08	8	0.00%	0.00%	0.00%
2016-06-15	9	0.00%	0.00%	0.00%
2016-06-22	10	0.00%	0.05%	-0.05%
2016-06-29	11	0.00%	0.00%	0.00%
2016-07-06	12	-4.93%	-3.43%	-1.50%
2016-07-13	13	-4.93%	-3.43%	-1.50%
2016-07-20	14	0.00%	0.00%	0.00%
2016-07-27	15	0.00%	0.00%	0.00%
2016-08-03	16	0.00%	0.00%	0.00%
2016-08-10	17	0.00%	-0.25%	0.25%
2016-08-17	18	0.00%	0.00%	0.00%
2016-08-24	19	2.77%	1.39%	1.38%
2016-08-31	20	0.00%	0.00%	0.00%
2016-09-07	21	0.00%	0.00%	0.00%
2016-09-14	22	-5.00%	-3.33%	-1.67%
2016-09-21	23	0.00%	0.00%	0.00%
2016-09-28	24	0.00%	0.19%	-0.19%
2016-10-05	25	-0.27%	-0.29%	0.02%
2016-10-12	26	-0.27%	-0.29%	0.02%

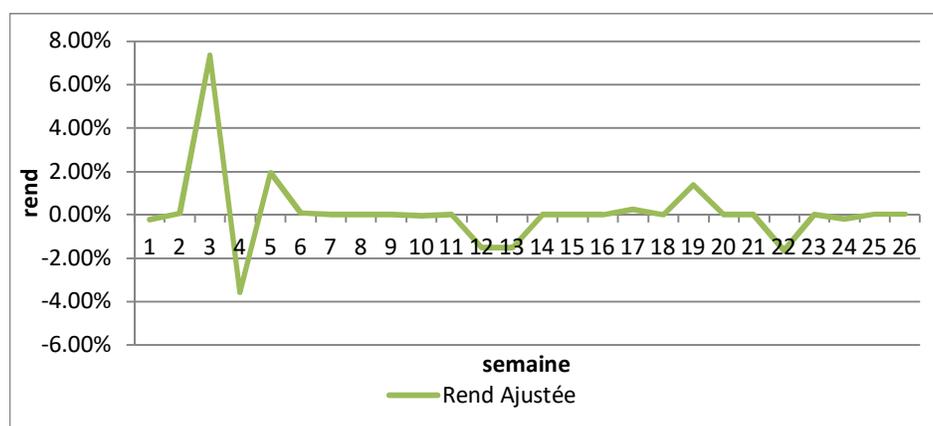
Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°21 : Le rendement de l'action BIOPHARM vs Dzairindex



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°22 : Le rendement ajusté de l'action BIOPHARM



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Au cours de la troisième semaine, l'action a un rendement anormalement positif de 20%. Il est donc sous-évaluation. Le cours n'est pas fixe Pour le reste de la période, il y a des rendements positif est des rendements négatif aussi par exemple, au 15/08/2016 BIOPHARM distribué des dividendes de 55 DA par action, la date de ex-dividende est le même que la date de paie, ce qui explique le rendement positif pour la dix-neuvième semaine. Et une rentabilité négative de -5% après deux semaines.

Le rendement ajusté, nous donne la valeur de la sous-évaluation de l'action par rapport au marché, la troisième semaine est de 7.35%, car même le marché a eu un rendement positif de 12.65% au cours de cette semaine.

2-7- Le rendement hebdomadaire de l'action AOM Invest :

- Délai de souscription : 1 jour⁸³.
- Date de première cotation : 12/12/2018, séance de mercredi, qui a lieu une fois toutes les deux semaines. Donc nous avons pris en compte la deuxième séance. C'est la séance de dimanche.

⁸³ Parce qu'elle offre son action uniquement aux trois investisseurs institutionnels,

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

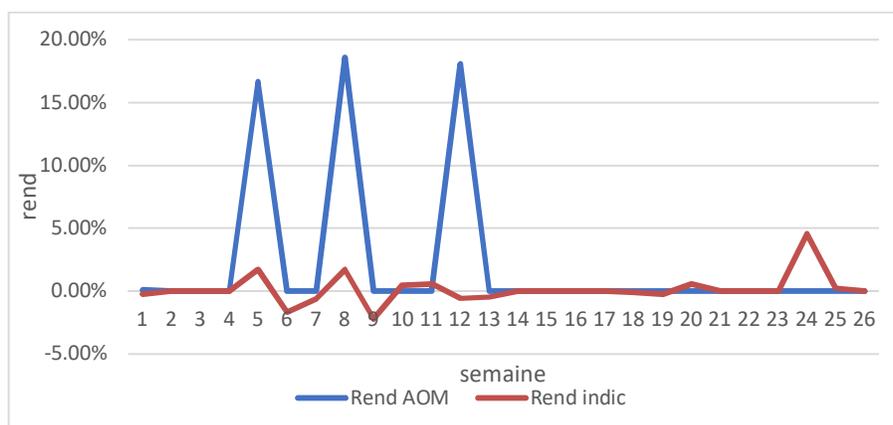
-Nombre des semaines entre le jour de souscription et la date de la première cotation : 10 semaines.

Tableaux N°14 : Le rendement de l'action AOM Invest vs Dzairindex

Date de séance	Semaines	Rendement AOM Invest	Rendement de marché	Rendement Ajusté
2018-12-16	1	0.10%	-0.25%	0.36%
2018-12-23	2	0.00%	0.00%	0.00%
2018-12-30	3	0.00%	0.00%	0.00%
2019-01-06	4	0.00%	0.00%	0.00%
2019-01-13	5	16.67%	1.72%	14.95%
2019-01-20	6	0.00%	-1.65%	1.65%
2019-01-27	7	0.00%	-0.61%	0.61%
2019-02-03	8	18.57%	1.69%	16.88%
2019-02-10	9	0.00%	-2.21%	2.21%
2019-02-17	10	0.00%	0.49%	-0.49%
2019-02-24	11	0.00%	0.55%	-0.55%
2019-03-03	12	18.07%	-0.57%	18.64%
2019-03-10	13	0.00%	-0.50%	0.50%
2019-03-17	14	0.00%	0.00%	0.00%
2019-03-24	15	0.00%	0.02%	-0.02%
2019-03-31	16	0.00%	-0.02%	0.02%
2019-04-07	17	0.00%	0.00%	0.00%
2019-04-14	18	0.00%	-0.08%	0.08%
2019-04-21	19	0.00%	-0.25%	0.25%
2019-04-28	20	0.00%	0.57%	-0.57%
2019-05-05	21	0.00%	0.02%	-0.02%
2019-05-12	22	0.00%	0.00%	0.00%
2019-05-19	23	0.00%	0.00%	0.00%
2019-05-26	24	0.00%	4.55%	-4.55%
2019-06-02	25	0.00%	0.25%	-0.25%
2019-06-09	26	0.00%	0.00%	0.00%

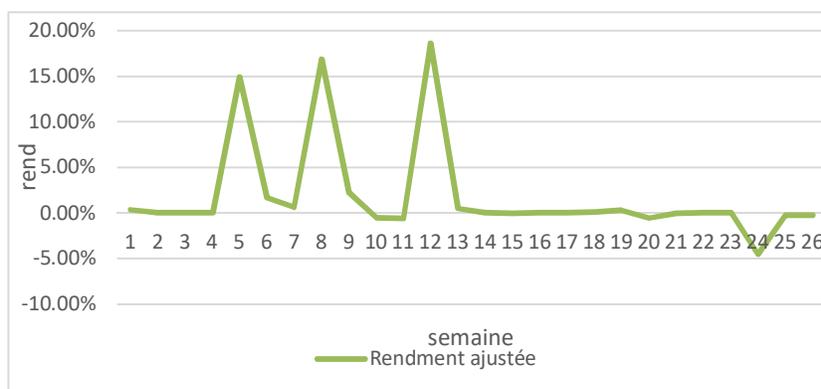
Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°23 : Le rendement de l'action AOM Invest vs Dzairindex



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°24 : Le rendement ajusté de l'action AOM Invest



Source : élaboré par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

D'après les résultats publiés de ce graphe (Figure N°23), nous observons un rendement excédentaire de 53.31% au cours des treize premières semaines, bien que dans les trois premières semaines la rentabilité est nulle, donc l'action est sous-évaluée. Le marché est en équilibre pour tout au long de la période.

Après l'ajustement, il y a une sous-évolution au cours des treize premières semaines par rapport au marché, puis un équilibre, cela signifie que la valeur de l'action s'est stabilisée.

3- Les résultats de la recherche :

Le tableau présente les statistiques sur la décote initiale étudiées sur la bourse d'Alger. Les calculs faits par Excel⁸⁴, ont porté sur sept (07) sociétés (trois (03) étaient cotées en bourse avant la mise en œuvre de Dzairindex). En conséquence notre échantillon est de 7 entreprises, qui ont été introduites entre 1999 et 2018.

Tableau N°15 : Les Rendements anormaux observés de notre échantillon

Semaines	Moyenne	écart type	t-student	Médian	Max	Min
semaine 1	-0,07%	0,37%	-0,52	0,00%	0,36%	-0,82%
semaine 2	-0,01%	0,38%	-0,06	0,00%	0,68%	-0,61%
semaine 3	0,62%	3,28%	0,50	0,00%	7,35%	-3,44%
semaine 4	-0,71%	1,46%	-1,28	0,00%	0,45%	-3,58%
semaine 5	2,27%	5,69%	1,06	0,00%	14,95%	-1,03%
semaine 6	0,62%	1,13%	1,44	0,10%	2,47%	-0,71%
semaine 7	0,03%	0,27%	0,29	0,00%	0,61%	-0,23%
semaine 8	2,09%	6,54%	0,85	0,00%	16,88%	-1,21%
semaine 9	0,02%	1,40%	0,03	0,00%	2,21%	-1,90%
semaine 10	0,29%	0,92%	0,83	0,00%	2,02%	-0,58%

⁸⁴ Voir l'annexe N° 11.

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

semaine 11	-0,32%	0,44%	-1,94	0,00%	0,00%	-1,10%
semaine 12	2,31%	7,22%	0,85	0,00%	18,64%	-1,50%
semaine 13	-0,13%	0,88%	-0,40	0,06%	0,98%	-1,50%
semaine 14	-0,81%	1,64%	-1,31	-0,05%	0,06%	-4,45%
semaine 15	0,10%	1,48%	0,17	0,00%	2,36%	-2,58%
semaine 16	0,33%	0,67%	1,32	0,00%	1,79%	0,00%
semaine 17	0,48%	0,94%	1,36	0,00%	2,33%	-0,35%
semaine 18	-0,21%	0,60%	-0,94	0,00%	0,08%	-1,56%
semaine 19	-0,11%	1,02%	-0,29	0,00%	1,38%	-1,84%
semaine 20	0,57%	1,52%	0,98	0,00%	3,67%	-0,77%
semaine 21	0,35%	0,68%	1,35	0,00%	1,57%	-0,47%
semaine 22	-0,72%	1,57%	-1,21	0,00%	0,83%	-3,68%
semaine 23	1,05%	1,61%	1,73	0,00%	3,53%	-0,07%
semaine 24	-0,72%	2,08%	-0,92	-0,57%	2,41%	-4,55%
semaine 25	0,86%	1,34%	1,69	0,45%	3,52%	-0,25%
semaine 26	-0,03%	0,59%	-0,15	0,00%	0,90%	-1,03%

Source : Elaborée par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger.

Le tableau suivant relate les résultats trouvés des rendements ajustés, pour une période de 26 semaines suivant l'introduction des 7 IPOs produites entre 1999 et 2018.

La méthode consiste, donc, à soustraire la rentabilité hebdomadaire de chaque titre en utilisant l'indice boursier pour ajuster la rentabilité hebdomadaire.

La moyenne de rentabilité anormale hebdomadaire varie entre 2.31% et -0.81%. La valeur maximale de rentabilité est de +18.64%, la douzième semaine, et la valeur minimale est de -4.55%, la quatorzième semaine.

Nous remarquons que l'ensemble des coefficients sont statistiquement non significatifs au seuil de 5%. Ce résultat est rationnel compte tenu du faible nombre de sociétés étudiées. En effet, la Bourse d'Alger ne compte aujourd'hui que cinq entreprises cotées. Et deux entreprises qui ont fait une OPR⁸⁵ (ERAD SETIF et NCA ROUIBA).

⁸⁵ OPR : offre public des retraites.

Section 04 : Explication de la sous-évaluation

1- Etude de rendement d'une transaction pour un mois :

Supposons qu'un investisseur achète des actions le premier jour de cotation et un mois plus tard, il les revend. Cette étude inspiré du l'article précédemment⁸⁶.

Dans cette partie nous avons calculé le rendement de l'opération. Nous supposons que les couts de transaction et les couts d'opportunités sont nuls.

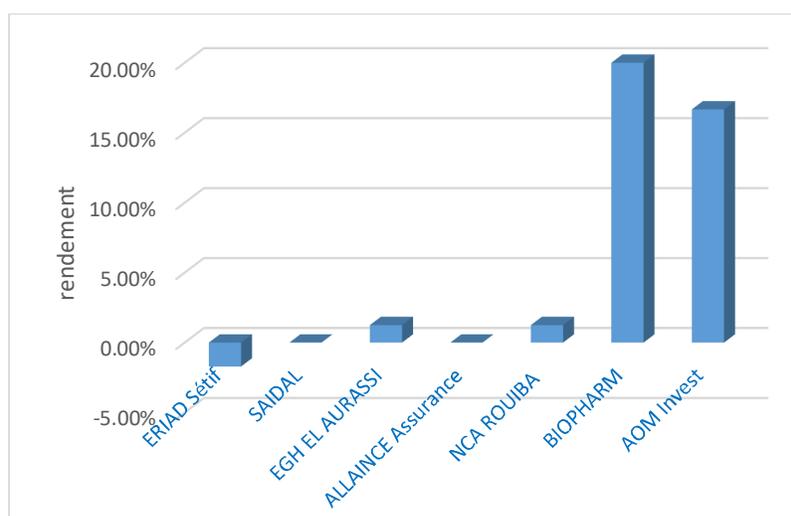
Dans le tableau qui suit, nous avons calculé la rentabilité initiale en prenant le cours après un mois de cotation.

Tableaux N°16 : Le rendement d'une transaction mensuelle

Société	Date d'achat	Date de vente	prix d'achat	prix de vente	Rendement
ERIOD SETIF	13/09/1999	18/10/1999	2340	2300	-1,71%
Groupe SAIDAL	20/09/1999	25/10/1999	825	825	0,00%
EGH EL AURASSI	14/02/2000	20/03/2000	400	405	1,25%
ALLAINCE Assurance	07/03/2011	06/04/2011	830	830	0,00%
NCA ROUIBA	03/06/2013	03/07/2013	400	405	1,25%
BIOPHARM	20/04/2016	31/05/2016	1225	1470	20,00%
AOM Invest	12/12/2018	10/01/2019	300	350	16,67%
Moyenne	5,53%				

Source : Elaborée par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

Figure N°25 : Les rendements mensuels



Source : Elaborée par nous-même sur la base des données de la bourse d'Alger

La moyenne des rendements est 5.53%, Ce qui veut dire, que des sept entreprises de notre population, seules deux sont correctement évaluées (rentabilité initiale nulle) à savoir, le Groupe SAIDAL et ALLIANCE Assurance, quatre entreprise ont été sous-évalué : EGH EL

⁸⁶ Michel DUBIOS, op.cit., p13.

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

AURASSI, NCA ROUIBA, BIOPHARM et AOM Invest, et l'entreprise ERIAD SETIF a été sur évalué.

2-Explication du phénomène de la sous-évaluation :

2-1- Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation à l'introduction :

Cette partie s'inspire d'une étude qui s'intéresse aux entreprises cotées à Alternext (créé par Euronext en mai 2005). Le phénomène de la sous-évaluation concernant les actions nouvellement introduites en Bourse sur a été traité sur un échantillon de 46 entreprises introduites selon les procédures de placement. Par offre à prix ouvert et par placement garanti. Entre mai 2005 et octobre 2007⁸⁷.

Tableaux N°17 : Résumé des variables et des hypothèses

Variables	Notation	Présentation des variables	Hypothèses a testé
Rentabilité initial	RI	Taux de rentabilité initiale mesurant le degré de sous-évaluation	Variable à expliquer
âge en années de la société	AGE	Soit l'écart en années entre la création de l'entreprise et son introduction	Relation négatif ⁸⁸ avec la sous-évaluation
capitalisation boursière à l'introduction en millions d'euros,	CB	nombre de titres existants multiplié par le prix d'introduction	Relation positif avec la sous-évaluation
montant de l'introduction en millions d'euros	MI	nombre de titres existants multiplié par le prix d'introduction	Relation positive avec la sous-évaluation
indicateur de la tendance du marché à la date de l'introduction	RM60	la rentabilité de l'indice de référence sur les 60 jours cotation qui précèdent l'introduction	Relation positive avec la sous-évaluation
PER relative	PER	rapport entre le PER de l'entreprise introduite et le PER moyen des entreprises comparables retenues lors de l'évaluation	Relation négatif avec la sous-évaluation
la quantité de cédés	CESS	rapport entre le nombre de titres cédés et le nombre de titres existants après l'introduction	Relation positive avec la sous-évaluation
flottant à l'introduction	FLOT	soit le rapport : nombre de titres cédés + nombre de titres créés divisé par nombre total de titres existants après l'introduction	Relation négatif avec la sous-évaluation

Source : Elaborée par nous même

⁸⁷ Dominique DUFOUR – Eric MOLAY, SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION : L'EXEMPLE D'ALTERNEXT, Université de Nice-Sophia Antipolis – CRIFP – IAE de Nice, 2008.

⁸⁸ Voir Ritter (1991).

AGE : Le risque sur la valeur des titres est supposé croître avec l'âge de l'entreprise (Ritter, 1991). Les jeunes entreprises courent un plus grand risque de ne pas réussir dans le processus d'introduction en bourse ce risque d'échec plus important pousse la sous-évaluation à la hausse.

CB : Le fait de vendre un nombre réduit d'actions renvoie un signal de bonne qualité des émissions, parce que actionnaires initiaux sont bien informés sur les flux futurs de l'entreprise donc s'ils gardent par devers eux un nombre important d'actions, ils transmettent un signal positif au marché.

FLOT : Un flottant faible est un signe d'une mise sur le marché d'une quantité réduite de titres, cette faible quantité peut causer des problèmes de liquidité, il doit donc être compensé par un rendement positif.

PER : le ratio du PER de l'entreprise relatif aux PER des entreprises retenues dans l'évaluation par les comparables (PER) suggère que la sous-évaluation résulte d'une volonté des évaluateurs, introducteurs et/ou dirigeants de sous-évaluer les titres à l'introduction. Cette volonté est à rapprocher des diverses théories explicatives de la sous-évaluation précédemment présentées (chapitre02).

RM 60 : l'augmentation de rentabilité de marché entre les dates de publication de la notice et d'introduction produit une forte sous-évaluation, cette sous-évaluation à raison de l'absence de réajustement des conditions de l'offre par rapport aux conditions du marché.

CESS : les actionnaires d'origine acceptent la sous-évaluation pour garantir de céder une partie de leurs titres et pour maximiser les cours après l'introduction.

MI : plus le montant mis sur le marché est important plus la sous-évaluation est importante dans ce cas, les entreprises sont délibérément sous évaluées pour inciter les investisseurs à participer à l'augmentation de capital par une plus faible levée de fonds initiale.

Résultats de la recherche :

D'après les résultats obtenus, il y a une relation positive entre la sous-évaluation et trois variables explicatives ; l'orientation du marché (RM60), la quantité de cédés (CESS) et le montant de l'introduction (MI). Et une relation négative avec la sous-évaluation et : le flottant (FLOT), la capitalisation boursière (CB) et le PER relatif (PER). Concernant la variable (AGE) : il n'y a pas d'effet significatif sur la rentabilité initiale, donc la relation négative que nous avons supposée ne peut pas être confirmée.

2 2- Les variables explicatives de la sous-évaluation cas la Bourse d'Alger :

Dans la dernière partie, nous tenterons d'expliquer le phénomène de la sous-évaluation à l'aide de données liées à l'entreprise sur le marché algérien.

Les variables :

Prop_c : Proportion de capital introduit en bourse :
$$\frac{\text{Nombre d'actions mises en vente en bourse}}{\text{Nombre total d'actions}}$$

AGE : Âge de la société en année il s'agit de l'écart, en années, entre la création de l'entreprise et son introduction.

Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation

Certaines variables à ce niveau ne seront pas prises en considération pour des raisons de non disponibilité d'informations.

Les hypothèses :

H1 : une plus grande part des actions vendues par les actionnaires d'origine est associée à une plus forte sous-évaluation.

Le fait de vendre un nombre réduit d'actions renvoie un signal de bonne qualité des émissions, parce que les actionnaires initiaux sont bien informés sur les flux futurs de l'entreprise, donc ils gardent par devers eux un nombre important d'action, ils transmettent un signal positif au marché.

Donc le nouvel investisseur conclut que l'action est rentable, et donc l'asymétrie d'information s'en trouve réduite.

H2 : la sous-évaluation diminue avec l'âge de l'entreprise.

Les jeunes entreprises courent un plus grand risque de ne pas réussir dans le processus d'introduction en bourse, Ce risque d'échec plus important pousse la sous-évaluation à la hausse.

Tableaux N°18 : Evaluation de degré de la sous-évaluation

Entreprise	Degré de sous-évaluation %	Les variables	
		$Proc_c$ %	AGE (année)
ERIAD Sétif	-1,71	20	16
Groupe SAIDAL	0,00	20	30
EGH EL AURASSI	1,25	20	25
ALLAINCE Assurance	0,00	31	6
NCA ROUBA	1,25	25	45
BIOPHARM	20	20	25
AOM Invest	16,67	10	7

Source : élaborée par nous-même sur la base des données de la Bourse d'Alger

A priori, deux entreprises ont des sous-évaluations importantes : BIOPHARM et AOM Invest. La proportion de l'ouverture de leur capital est cohérente avec la théorie du signal. Par contre, en ce qui concerne l'âge, l'explication est plus nuancée, même si AOM Invest est relativement jeune et confirme encore la théorie du signal.

Naturellement, il faut signaler que l'action d'ALLAINCE Assurance remet en cause les deux principales hypothèses de cette étude : son action ne connaît pas de sous-évaluation. Cela est en contradiction avec la théorie de l'asymétrie d'information. En effet, la proportion du capital cédée est importante ; par contre, c'est une entreprise relativement jeune.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons d'abord suivi l'évolution des cours des actions, et nous remarquons que la plupart eux ont évolué d'une manière différente au l'évolution de l'indice, et au début de la cotation lorsque l'indice augmente fait monter les cours des actions, ne pas augmenter.

Nous avons montré qu'il y a une sous-évaluation au début de la cotation. Toutefois, l'existence de ce phénomène reste minime ; cela s'explique notamment par la taille de notre échantillon et par le nombre très faible de transactions sur le marché (nous avons été contraint de faire des calculs approximatifs pour apprécier la rentabilité hebdomadaire).

Ces deux éléments font en sorte que nos résultats sont peu probants même s'ils ne contredisent pas la problématique de la sous-évaluation. Nos conclusions sont des craintivement cohérentes avec les résultats mis en exergue dans les différentes études de ce phénomène, mais il est nécessaire de reprendre cette problématique avec une méthodologie plus adaptée à la bourse d'Alger pour des résultats plus précis.

Conclusion Générale

Conclusion Générale

Cette recherche avait pour l'objectif de répondre à la problématique suivante : est-ce que Les actions introduites en bourse sont sous évaluées, si oui comment nous, pouvons justifier l'existence de ce phénomène ? Cette question de recherche nous a permis de traiter deux sujets à la fois, l'introduction en Bourse et le phénomène de la sous-évaluation.

Au début, et après avoir présenté le marché financier et expliqué son importance pour l'économie, nous avons montré l'opération de l'introduction en bourse vu que c'est une étape majeure dans la vie de l'entreprise, cette opération passe par plusieurs étapes y compris l'évaluation de l'entreprise afin de déterminer un prix d'offre pour les actions.

L'évaluation d'une entreprise est une estimation faite à partir de critères objectifs et chiffrés qui permettent de connaître la valeur de cette entreprise, et cette valeur est estimée par trois grands approches : l'approche patrimoniale, l'approche analogique et l'approche prospective par actualisation, ces approches sont basées aussi bien sur le passé que sur le futur de l'entreprise.

Le phénomène de la sous-évaluation des entreprises nouvellement cotées, justifié par le rendement positif des actions lors des premiers jours de cotation, c'est-à-dire que le cours à l'introduction est supérieur au prix d'offre, cet écart appelé le degré de la sous-évaluation ; qui représente un manque à gagner pour l'entreprise émettrice, et une plus-value pour l'investisseur. Ce Phénomène peut être volontaire par l'entreprise émettrice ou il peut être dû à une erreur d'évaluation, et son degré et sa durée varient d'un pays à l'autre.

Il existe de nombreuses explications au phénomène de la sous-évaluation telles que les théories basées sur l'asymétrie de l'information, ces théories font référence au modèle de l'agent et du principal qui attribue la sous-évaluation des introductions en bourse à l'asymétrie d'information entre les deux parties, les théories de signaux indiquent que la sous-évaluation est utilisée par les émetteurs comme un moyen de signaler de qualité de leur action sur le marché, et la malédiction du vainqueur montre que la sous-évaluation est le résultat de l'asymétrie information entre les investisseurs dans le processus d'introduction en bourse. Les explications institutionnelles supposent que les entreprises émettrices procèdent délibérément cette sous-évaluation pour attirer l'attention des petits investisseurs uniquement et pour maintenir le contrôle sur les décisions par les anciens actionnaires.

Comme nous l'avons vu, La sous-évaluation ou « underpricing » des actifs financiers est un phénomène qui concerne les bourses du monde entier. En effet. Après avoir donc exposé la littérature pertinente à la question de la sous-évaluation des titres financiers des sociétés qui s'introduisent en bourse, il est présenté dans l'étude empirique, le résultat qui porte sur l'estimation et l'appréciation de l'importance de ce phénomène de la sous-évaluation dans la bourse d'Alger.

Notre travail porte sur toutes les introductions qu'a connues notre bourse depuis son lancement. Ainsi, notre échantillon comporte sept (07) sociétés, une taille d'échantillon extrêmement réduite d'une bourse qui demeure toujours à l'état embryonnaire. Cependant, et en dépit de cela, nous proposons, dans un premier temps, plusieurs méthodes pour estimer

Conclusion Générale

cette sous-évaluation ; et dans un deuxième temps, des modèles sont utilisés pour expliquer ce phénomène.

Nous avons étudié le rendement initial ; pour le premier jour la rentabilité moyenne était de 0.84%, et pour les vingt –cinq premières semaines nous avons remarqué que la plupart des actions avaient des rendements positifs par rapport au Dzairindex, puis pendant un mois après la première cotation, le rendement moyen était de 5.28%. Nous concluons qu'il existe une sous-évaluation et que la bourse d'Alger est similaire aux bourses mondiales malgré tous les problèmes et la complexité de cette Bourse.

Nous avons aussi essayé d'expliquer le phénomène avec deux variable : l'âge et la Proportion de capital introduit en bourse, D'autres variables ne seront pas prises en considération pour des raisons de non disponibilité d'informations, comme nous avons remarqué dans certains cas qu'il y a une relation négative entre l'âge et la sous-évaluation, et une relation positive entre la proportion de capital introduit en bourse et la sous-évaluation. Mais nous ne pouvons pas généraliser les résultats.

La sous-évaluation des actions introduites en bourse d'Alger est relativement mise en relief dans la présente étude. Elle est volontaire et nous pouvons l'expliquer avec un échantillon plus important.

Notre étude sur le marché algérien a prouvé que malgré la faible liquidité de ce dernier, la sous-évaluation existe et ce, même si son niveau reste faible. Toutefois, l'approfondissement de l'étude pour justifier et expliquer les causes de cette anomalie n'a pas été concluant en raison du nombre très faible d'entreprises et d'investisseurs composant ce marché.

Dans tous les cas, la sous-évaluation est un phénomène qui ne cesse de prendre de l'ampleur sur les marchés financiers du monde entier. Il doit de ce fait être pris en considération, être compris et maîtrisé par l'ensemble des pays pouvant être sujets à cette anomalie, y compris l'Algérie.

D'autre part, la compréhension de ce phénomène est essentielle également pour les investisseurs, qui sont les premiers à profiter de la sous-évaluation qui seront donc les perdants en cas de surévaluation.

Bibliographie

Bibliographie

Ouvrage :

- 1- BRILMAN Jean, Les meilleures pratiques de management, édition d'organisation, Paris, 2001.
- 2- CHOINEL Alain, ROUYER Gérard, Le marché financier : structures et acteurs, 8ème édition, Revue Banque Edition, Paris, 2002.
- 3- FLEURIET Michel, SIMON Yves, Bourse & Marchés Financiers, 2ème édition, Ed Economica, Paris, 2003.
- 4- GLIZ Abdelkader, L'évaluation de l'entreprise, BERTI Edition, Alger, 2020.
- 5- GITMAN Lawrence, JOEHNK Michael, Investissement et marchés financiers, 9eme édition, Pearson, États-Unis, 2005.
- 6-JACQUILLAT.B, SOLNIK.B, Marché financier : Gestion de portefeuille et des risques, 3eme édition, Dunod, Paris, 1998.
- 7- LEGROS Georges, L'évaluation des entreprises ; Méthodes et études de cas, 2ème édition, Dunod, Paris, 2011.
- 8- LANTZ Jean-S, Valorisation stratégique et financières, MAXIMA, Paris, 2004.
- 9-MORVAN Jérémy, Marchés et instruments financiers, Dunod, Paris, 2009.
- 10- PEYRARD Josette, La bourse, 8ème édition, Ed Vuibert, Paris.1999.
- 11- PALARD Jean-E, Frank IMBERT, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, EYROLLES, Paris, 2013.
- 12- PARIENTE Simon, Analyse financière et évaluation d'entreprise, 2eme édition, Pearson, Paris, 2009.
- 13- PRIOLON Joël, Les marchés financiers, Agro Paris Tech, Décembre 2012.
- 13- QUIRY.P, Le FUR.Y, Vernimmen.P, Finance d'entreprise. 14ème édition, Dalloz, Paris, 2016.
- 14- SENTIS Patrick, Introduction en Bourse, Ed Economica, Paris, 2004.
- 15- SPIESER Philippe, Informations économiques et marché financier, Ed Economica, Paris, 2000.
- 16- THAUVRON Arnaud, Évaluation d'entreprise, 2eme édition, Ed Economica, Paris, 2007.
- 17- VINCENT.J, GIRAUDON.P, ONNEE.S, Évaluation d'entreprises, Pearson, Paris, 2009.

Article :

- 1- ABDALLAH Oussama, « La performance et la sous-évaluation des introductions en bourse : étude des déterminants et des effets de la cotation sur le marché Euronext », Doctorat. Paris, 2017.
- 2- DUBIOS Michel, « Les entreprises qui s'introduisent en bourse sont-elles sous-évaluées ? », Journal de la société statistique de Paris, 1989.
- 3- Dominique DUFOUR – Eric MOLAY, SOUS-EVALUATION A L'INTRODUCTION EN BOURSE ET VALORISATION : L'EXEMPLE D'ALTERNEXT, Université de Nice-Sophia Antipolis – CRIFP – IAE de Nice, 2008.
- 4-FERNANDEZ Pablo. "Company Valuation methods: The most common errors in valuation", IESE Business School-University of Navarra, ESPAGNE, 2007.
- 5- GLIZ Abdelkader, « Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », les cahiers du CREAD N° 54/2000 p5. Cité par IHADADDENE. A : « problématique de l'évaluation des entreprises publiques en privatisation par l'investisseur privé algérien »,2000.
- 6- LJUNGQVIST Alexander, "IPO Underpricing: A survey". HANDBOOK IN CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE, B.Espen Eckbo, Ed forthcoming, United States, 2004.
- 7- MAGOURI Zied, El GHAK Teheni, « La sous-évaluations des OPIs TUNISIENNES : mise en évidence et explication ». Tunis, 2008.
- 8- OUATTARA Dienougo, "Underpricing on the stock exchange: case of listed companies on the BRVM market". Revue Française. Côte d'Ivoire, 2020.
- 9- REMIDI Djoummana, « Le marché boursier algérien Contraintes et perspectives », Mémoire, UNIVERSITE MOULOUD MAMMERI, TIZI-OUZOU, 2011.
- 10- RITTER Jay-R, mis à jours par l'article de Pacific-Basin Finance Journal.ai 22-03-2020.
- 11- RITTER Jay-R, "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", Journal of finance, United States, 2003
- 12- SENTIS Patrick, « Introduction en Bourse, Quelles stratégies pour l'entreprise candidate ». Revue française de gestion, France, 2005.
- 13- TALHI Imane, Les indice boursier, 2011, Données interne de la bourse d'Alger.
- 14- Thitima.S, "Understanding the Event Study". Journal of business administration, Dhurakij Pundit University, Inde, 2011.
- 15- WELCH Ivo, "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings", the journal of finance, United States, 1989.

Documents :

- 1-La notice Présentation de la Bourse d'Alger.
- 2-Notice d'informations des sociétés
- 3-Règlement COSOB n°12-01 du 12-01-2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18-11-1997 relatif au règlement générale de la Bourse des valeurs mobilières.
- 4-Guide d'introduction en bourse COSOB.
- 5-Rapport sur les avantages d'introduction en bourse.
- 6-Cours de Mr.Azouani Nacer, Chargé de cours au niveau de l'école supérieur de commerce.

Sites d'internet :

<https://www.memoireonline.com/>

<https://www.cosob.org/ar/>

<http://www.sgbv.dz/ar/>

<https://www.botraidors.com/>

<https://www.elwatan.com/>

<https://auris-finance.fr/>

www.investopedia.com

<https://www.google.com/finance>

<http://www.wikipedia.org/>

Logiciel utilise :

Word

Excel

Annexes

Annexe 01 : Cours de société ERIAD Sétif et l'indice de marché

date de séance	cours	Indice de marché
1999-09-13	2340	1000,000
1999-09-20	2340	1000,000
1999-09-27	2340	1000,000
1999-10-04	2340	1000,000
1999-10-11	2340	1000,000
1999-10-18	2300	989,975
1999-10-25	2300	989,975
1999-11-08	2300	987,469
1999-11-15	2300	977,444
1999-11-22	2300	977,444
1999-11-29	2300	977,444
1999-12-06	2310	979,950
1999-12-20	2305	978,697
1999-12-27	2305	961,153
2000-01-03	2300	962,406
2000-01-10	2300	977,444
2000-01-17	2300	977,444
2000-01-24	2300	964,912
2000-01-31	2300	959,900
2000-02-07	2300	969,925
2000-02-14	2330	983,303
2000-02-21	2300	976,614
2000-02-28	2325	982,188
2000-03-06	2305	977,729
2000-03-13	2350	987,763
2000-03-20	2300	975,722

Annexe 02 : Cours de société Groupe SAIDAL et l'indice de marché

Date de séance	Cours	indice de marché
1999-09-20	825	1000.000
1999-09-27	825	1000.000
1999-10-04	825	1000.000
1999-10-11	825	1000.000
1999-10-18	825	989.975
1999-10-25	825	989.975
1999-11-08	820	987.469
1999-11-15	800	977.444
1999-11-22	800	977.444
1999-11-29	800	977.444
1999-12-06	800	979.950
1999-12-20	800	978.697
1999-12-27	765	961.153
2000-01-03	770	962.406
2000-01-10	800	977.444
2000-01-17	800	977.444
2000-01-24	775	964.912
2000-01-31	765	959.900
2000-02-07	785	969.925
2000-02-14	800	983.303
2000-02-21	800	976.614
2000-02-28	800	982.188
2000-03-06	800	977.729
2000-03-13	800	987.763
2000-03-20	795	975.722
2000-03-27	800	977.952

Annexes

Annexe 03 : Cours de Société EGH EL AURASSI et l'indice de marché

Date de séance	Cours	indice de marché
2000-02-14	400	983.303
2000-02-21	400	976.614
2000-02-28	400	982.188
2000-03-06	400	977.729
2000-03-13	400	987.763
2000-03-20	405	975.722
2000-03-27	405	977.952
2000-04-03	400	977.729
2000-04-10	405	979.067
2000-04-17	405	977.952
2000-04-24	400	976.614
2000-05-08	400	976.614
2000-05-15	380	971.263
2000-05-22	390	973.938
2000-05-29	390	973.938
2000-06-05	390	962.790
2000-06-12	390	962.790
2000-06-26	390	956.101
2000-07-03	390	960.560
2000-07-10	380	971.263
2000-07-17	395	975.276
2000-07-24	380	953.425
2000-07-31	390	944.952
2000-08-07	395	948.520
2000-08-14	385	956.992
2000-08-21	380	962.344

Annexe 04 : Cours de Société ALLIANCE Assurances et l'indice de marché

date de séance	Cours	indice de marché
2011-03-07	830	1310.487
2011-03-14	830	1312.954
2011-03-21	830	1358.175
2011-03-28	830	1382.841
2011-04-04	830	1382.841
2011-04-11	830	1385.308
2011-04-18	830	1385.308
2011-04-25	830	1385.308
2011-05-02	830	1411.618
2011-05-09	830	1419.84
2011-05-16	830	1428.062
2011-05-23	830	1437.929
2011-05-30	830	1454.373
2011-06-06	830	1458.484
2011-06-13	830	1458.484
2011-06-20	830	1458.484
2011-06-27	830	1458.484
2011-07-04	830	1458.484
2011-07-11	830	1458.484
2011-07-18	830	1458.484
2011-07-25	830	1458.484
2011-08-01	830	1458.484
2011-08-08	830	1458.484
2011-08-15	830	1458.484
2011-08-22	830	1458.484
2011-08-29	830	1454.373

Annexes

Annexe 05 : Cours de Société NCA-ROUIBA et l'indice de marché

Date de séance	Cours	indice de marché
2013-06-03	400	1273.068
2013-06-10	400	1280.811
2013-06-17	405	1284.236
2013-06-24	405	1284.236
2013-07-01	400	1280.811
2013-07-08	405	1284.236
2013-07-15	405	1284.236
2013-07-22	400	1280.811
2013-07-29	400	1280.811
2013-08-05	400	1255.001
2013-08-12	400	1255.001
2013-08-19	400	1255.001
2013-08-26	405	1258.425
2013-09-02	400	1255.001
2013-09-09	405	1258.425
2013-09-16	405	1258.425
2013-09-23	405	1258.425
2013-09-30	405	1258.425
2013-10-07	405	1270.04
2013-10-14	405	1223.465
2013-10-28	405	1203.088
2013-11-04	405	1164.373
2013-11-11	405	1164.373
2013-11-18	405	1143.996
2013-11-25	405	1143.996
2013-12-02	405	1111.733

Annexe 06 : Cours de Société BIOPHARM et l'indice de marché

Date de séance	Cours	indice de marché
2016-04-20	1225	1242.151
2016-04-27	1225	1241.382
2016-05-04	1470	1398.372
2016-05-11	1400	1381.874
2016-05-18	1470	1424.248
2016-05-25	1470	1422.886
2016-06-01	1470	1422.886
2016-06-08	1470	1422.886
2016-06-15	1470	1422.886
2016-06-22	1470	1423.662
2016-06-29	1470	1423.662
2016-07-13	1325	1326.074
2016-07-20	1325	1326.074
2016-07-27	1325	1326.074
2016-08-03	1325	1326.074
2016-08-10	1320	1322.731
2016-08-17	1265	1322.731
2016-08-24	1300	1341.085
2016-08-31	1300	1341.085
2016-09-07	1300	1341.085
2016-09-14	1235	1296.373
2016-09-21	1235	1296.373
2016-09-28	1235	1298.798
2016-10-19	1225	1287.628
2016-10-26	1225	1288.844
2016-11-09	1225	1290.461

Annexe 07 : Cours de Société AOM Invest et l'indice de marché

Date de séance	Cours	indice de marché
2018-12-16	300	1407.345
2018-12-23	300	1407.345
2018-12-30	300	1407.345
2019-01-06	300	1407.345
2019-01-13	350	1431.572
2019-01-20	350	1407.902
2019-01-27	350	1399.371
2019-02-03	415	1423.041
2019-02-10	415	1391.644
2019-02-17	415	1398.428
2019-02-24	415	1406.155
2019-03-03	490	1398.149
2019-03-10	490	1391.209
2019-03-17	490	1391.209
2019-03-24	490	1391.488
2019-03-31	490	1391.179
2019-04-07	490	1391.179
2019-04-14	490	1390.064
2019-04-21	490	1386.566
2019-04-28	490	1394.456
2019-05-05	490	1394.735
2019-05-12	490	1394.735
2019-05-19	490	1394.735
2019-05-26	490	1458.132
2019-06-02	490	1461.732
2019-06-09	490	1461.732

Annexe 08 : Calendrier des dividendes

Entrepris	Exercice	Date de clôture du registre	Date de bourse de référence	Date de tenue AGO	Date ex-dividende	Date paiement	Dividendes (DZD)
ERIAD	1999	-	-	-	-	20/08/2000	230.00
	2000	01/08/2001	30/07/2001				230.00
SAIDAL	1999	31/05/2000	22/05/2000	25/06/2000	29/05/2000	02/07/2000	36.00
	2000	15/06/2001	05/06/2001	-	-	15/07/2001	20.00
AUR	1999	27/09/2000	18/09/2000	-	25/09/2000	10/10/2000	19.00
	2000	11/06/2001	11/06/2001	25/06/2001	11/06/2001	15/07/2002	20.00
ALL	2010	-	-	29/06/2011	-	15/08/2011	20.00
	2011	-	-	-	-	-	0.00
ROUIBA	2012	-	-	-		-	0.00
	2013	-	-	07/05/2014	14/05/2014	13/07/2014	10.00
BIO	2015	-	-	26/06/2016		15/08/2016	55.00
	2016	-	-	29/06/2017	-	-	66.00

Annexes

Annexe 09 : L'indice de marché pour les deux entreprises : ERIAD Sétif et Groupe SAIDAL

Date séance	ERAD		SAIDAL		indice
	Cours	CB	Cours	CB	
1999-09-13	2340				1000
1999-09-20	2340	2340000000	825	1650000000	1000.000
1999-09-27	2340	2340000000	825	1650000000	1000.000
1999-10-04	2340	2340000000	825	1650000000	1000.000
1999-10-11	2340	2340000000	825	1650000000	1000.000
1999-10-18	2300	2340000000	825	1650000000	989.975
1999-10-25	2300	2340000000	825	1650000000	989.975
1999-11-02	2340	2340000000	825	1650000000	1000.000
1999-11-08	2300	2340000000	820	1650000000	987.469
1999-11-15	2300	2340000000	800	1650000000	977.444
1999-11-22	2300	2340000000	800	1650000000	977.444
1999-11-29	2300	2340000000	800	1650000000	977.444
1999-12-06	2310	2340000000	800	1650000000	979.950
1999-12-14	2310	2340000000	800	1650000000	979.950
1999-12-20	2305	2340000000	800	1650000000	978.697
1999-12-27	2305	2340000000	765	1650000000	961.153
2000-01-03	2300	2340000000	770	1650000000	962.406
2000-01-10	2300	2340000000	800	1650000000	977.444
2000-01-17	2300	2340000000	800	1650000000	977.444
2000-01-24	2300	2340000000	775	1650000000	964.912
2000-01-31	2300	2340000000	765	1650000000	959.900

Annexes

Annexe 10 : l'indice lors de l'admission de l'action EGH EL AURASSI

Date séance	ERD		SAI		AUR		indice
	Cours	CB	Cours	CB/1000	Cours	CB/1000	
2000-02-14	2330	2330000	800	1600000	400	480000	983.303
2000-02-21	2300	2330000	800	1600000	400	480000	976.613
2000-02-28	2325	2330000	800	1600000	400	480000	982.188
2000-03-06	2305	2330000	800	1600000	400	480000	977.728
2000-03-13	2350	2330000	800	1600000	400	480000	987.7625
2000-03-20	2300	2330000	795	1600000	405	480000	975.722
2000-03-27	2300	2330000	800	1600000	405	480000	977.951
2000-04-03	2305	2330000	800	1600000	400	480000	977.728
2000-04-10	2305	2330000	800	1600000	405	480000	979.066
2000-04-17	2300	2330000	800	1600000	405	480000	977.951
2000-04-24	2300	2330000	800	1600000	400	480000	976.613
2000-05-02	2300	2330000	795	1600000	400	480000	974.384
2000-05-08	2300	2330000	800	1600000	400	480000	976.613
2000-05-15	2300	2330000	800	1600000	380	480000	971.262
2000-05-22	2300	2330000	800	1600000	390	480000	973.938
2000-05-29	2300	2330000	800	1600000	390	480000	973.938
2000-06-05	2300	2330000	775	1600000	390	480000	962.789
2000-06-12	2300	2330000	775	1600000	390	480000	962.789
2000-06-20	2300	2330000	740	1600000	390	480000	947.1817
2000-06-26	2300	2330000	760	1600000	390	480000	956.100
2000-07-03	2300	2330000	770	1600000	390	480000	960.560
2000-07-10	2300	2330000	800	1600000	380	480000	971.262
2000-07-17	2300	2330000	800	1600000	395	480000	975.276
2000-07-24	2300	2330000	760	1600000	380	480000	953.424
2000-07-31	2300	2330000	735	1600000	390	480000	944.952
2000-08-07	2300	2330000	740	1600000	395	480000	948.519
2000-08-14	2300	2330000	765	1600000	385	480000	956.992
2000-08-21	2300	2330000	780	1600000	380	480000	962.343
2000-08-28	2300	2330000	800	1600000	395	480000	975.276
2000-09-04	2300	2330000	800	1600000	380	480000	971.262
2000-09-11	2300	2330000	800	1600000	380	480000	971.262
2000-09-18	2300	2330000	800	1600000	395	480000	975.276
2000-09-25	2300	2330000	760	1600000	395	480000	957.438
2000-10-02	2300	2330000	765	1600000	400	480000	961.005
2000-10-09	2300	2330000	770	1600000	385	480000	959.222
2000-10-16	2300	2330000	770	1600000	375	480000	956.546
2000-10-23	2300	2330000	745	1600000	380	480000	946.735
2000-10-30	2300	2330000	740	1600000	380	480000	944.506
2000-11-06	2290	2330000	735	1600000	385	480000	941.384

$$K_i = 1 + 480000000 / (2300000000 + 1570000000) = 1.124031$$

Annexe11 : Les Rendements anormaux observés entre 1999 et 2018

Semaines	Rend ajustée ERD	Rend ajustée SAI	Rend ajustée AUR	Rend ajustée ALL	Rend ajustée ROUI	Rend ajustée BOI	Rend ajustée AOM
Semaine 1	0,04%	0,12%	0,00%	-0,82%	0,00%	-0,21%	0,36%
Semaine 2	0,00%	0,00%	0,68%	-0,19%	-0,61%	0,06%	0,00%
Semaine 3	0,00%	0,00%	-0,57%	-3,44%	0,98%	7,35%	0,00%
Semaine 4	0,00%	0,00%	0,45%	-1,82%	0,00%	-3,58%	0,00%
Semaine 5	0,00%	1,00%	-1,03%	0,00%	-0,97%	1,93%	14,95%
Semaine 6	-0,71%	0,00%	2,47%	-0,18%	0,98%	0,10%	1,65%
Semaine 7	0,00%	-0,17%	-0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,61%
Semaine 8	0,13%	-0,17%	-1,21%	0,00%	-0,97%	0,00%	16,88%
Semaine 9	0,13%	-1,42%	1,11%	-1,90%	0,00%	0,00%	2,21%
Semaine 10	1,02%	0,00%	0,11%	-0,58%	2,02%	-0,05%	-0,49%
Semaine 11	0,00%	0,00%	-1,10%	-0,58%	0,00%	0,00%	-0,55%
Semaine 12	0,00%	-0,26%	0,00%	-0,69%	0,00%	-1,50%	18,64%
Semaine 13	0,17%	0,06%	0,00%	-1,14%	0,98%	-1,50%	0,50%
Semaine 14	-0,05%	0,06%	-4,45%	-0,28%	-0,96%	0,00%	0,00%
Semaine 15	-0,05%	-2,58%	2,36%	0,00%	0,98%	0,00%	-0,02%
Semaine 16	1,79%	0,52%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
Semaine 17	-0,35%	2,33%	1,14%	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%
Semaine 18	-1,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%
Semaine 19	0,00%	-1,84%	0,35%	0,00%	-0,92%	1,38%	0,25%
Semaine 20	1,28%	-0,77%	0,35%	0,00%	3,67%	0,00%	-0,57%
Semaine 21	0,52%	1,57%	-0,47%	0,00%	0,83%	0,00%	-0,02%
Semaine 22	-1,04%	0,53%	-3,68%	0,00%	0,83%	-1,67%	0,00%
Semaine 23	-0,07%	0,68%	3,53%	0,00%	3,22%	0,00%	0,00%
Semaine 24	-0,61%	-0,57%	-1,56%	2,41%	0,00%	-0,19%	-4,55%
Semaine 25	0,52%	0,45%	3,52%	0,00%	1,75%	0,02%	-0,25%
Semaine 26	-0,41%	-1,03%	0,90%	0,28%	0,00%	0,02%	0,00%

Table des matières

Table des matières

Intitulé	Page
Sommaire	I
Liste des Tableaux	II
Liste des Figures	III
Liste des Annexes	IV
Liste des Abréviations	V-VI
Résumé	VII
Introduction Générale	A-C
Chapitre 01 : L'introduction en Bourse	1
Introduction	1
Section 01 : Généralité sur le marché financier	2
1- Présentation du marché financier	2
1-1- Les composantes du marché financier	3
1-1-1- Le marché primaire	3
1-1-2- Le marché secondaire	3
1-2- Le rôle du marché financier	4
2- Les titres négociables en bourse	5
2-1- Les actions	5
2-1-1- Caractéristiques de l'action	5
2-1-2- Les catégories de l'action	5
2-1-3- Les valeurs de l'action	7
2-2- Les obligations	7
2-2-1- Caractéristiques de l'obligation	7
2-2-2- Les catégories de l'obligation	7
Section 02 : Le marché boursier Algérien	9
1- Présentation de la Bourse d'Alger	9
2- Les intervenants de la Bourse d'Alger	9
3- La structure de la Bourse d'Alger	10
3-1- Marché des titres de capital	11
3-2- Marché des titres de créances	11
Section 03 : Processus, Procédures, Avantages et les contraintes d'introduction en bourse	12
1- Processus d'introduction en bourse	12
1-1- La phase a l'introduction	12
1-2- La phase de prés-introduction	13
1-3- La phase poste introduction	13
2- Procédures d'introduction en bourse	14
3- Avantages d'introduction en bourse	15
4- Contraints d'introduction en bourse	16
Section 04 : les conditions d'admission en bourse	17
1- Condition communes	17
2- Condition spécifiques	17
3- Condition d'introduction en bourse	18
Conclusion	19
Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation et le phénomène de la sous-évaluation	20
Introduction	21
Sections 01 : L'évaluation d'entreprise	22
1- Généralité sur l'évaluation d'entreprise	22
1-1- La notion d'évaluation d'entreprise	22

Table des matières

1-2- La différence entre valeur et prix	23
2- Les méthodes d'évaluation d'entreprise	24
2-1- Les méthodes patrimoniales	24
2-1-1- Actif net comptable	25
2-1-2- Actif net comptable corrigé	26
2-1-3- Good Will	26
2-2- Les méthodes des flux actualisé	28
2-2-1- La méthode de Gordon Shapiro	28
2-2-2- Le modèle de Bates	29
2-2-3- La méthode d'actualisation des free cash-flow	30
2-3- Les méthodes des multiples	31
2-3-1- Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise	32
2-3-2- Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres	33
Section 02 : les éléments justifiant la sous-évaluation des introductions en bourse	35
1- Les écarts des cours à l'introduction	35
2- L'intensité de la demande	36
Section 03 : les théories expliquent la sous-évaluation des introductions en bourse	39
1- Les modèles basés sur les informations asymétriques	39
1-1- Le modèle d'agent principal	39
1-2- La malédiction du vainqueur	40
1-3- La théorie des signaux	40
2- Explications institutionnelles	41
2-1- L'hypothèse de perte de contrôle	41
2-2- L'hypothèse d'assurance contre les poursuites et litiges éventuels	42
3- Explications comportementales	42
3-1- Le sentiment des investisseurs	42
3-2- Les informations en cascade	43
3-3- Les bruiteurs	43
Section 04 : Analyse le phénomène de la sous-évaluation	44
1- Le modèle mean adjusted return	44
2- Le modèle market adjusted return	45
3- Le modèle risk adjusted return	45
Conclusion	45
Chapitre 03 : Etude empirique du phénomène de la sous-évaluation	47
Introduction	48
Sections 01 : Présentation des sociétés cotées ou ayant cotées à la bourse d'Alger	49
1- ERIAD Sétif	49
2- Groupe SAIDAL	50
3- EGH EL AURASSI	51
4- ALLIANCE Assurance	52
5- NCA ROUIBA	52
6- BOIPHARM	53
7- AOM Invest	54
Section 02 : Evolution des cours boursiers par rapport l'évolution de l'indice de marché	56
1- Echantillonnage	56

Table des matières

2- Evolution des cours boursiers par rapport l'évolution de Dzairindex	56
2-1- Les cours de la société ALLAINCE Assurance lors de son introduction vs le cours de Dzairindex	57
2-2- Les cours de la société NCA ROUIBA lors de son introduction vs le cours de Dzairindex	57
2-4- Les cours de la société BOIPHARM lors de son introduction vs le cours de Dzairindex	58
2-5- Les cours de la société AOM Invest lors de son introduction vs le cours de Dzairindex	58
3- Evolution des cours boursiers par rapport l'évolution de l'évolution de l'indice de marché	59
3-1- Les cours de la société ERIAD Sétif lors de son introduction vs l'indice de marché	60
3-2- Les cours de la société Groupe SAIDAL lors de son introduction vs l'indice de marché	60
3-3- Les cours de la société EGH EL AURASSI lors de son introduction vs l'indice de marché	61
Section 03 : Mesure de la sous-évaluation par le rendement initiale	62
1- Mesure de la sous-évaluation pour le premier jour de cotation	62
2- Le rendement hebdomadaire des 25 premières semaines	62
2-1- Le rendement hebdomadaire de l'action ERIAD Sétif	64
2-2- Le rendement hebdomadaire de l'action Groupe SAIDAL	68
2-3- Le rendement hebdomadaire de l'action EGH EL AURASSI	69
2-4- Le rendement hebdomadaire de l'action ALLAINCE Assurance	70
2-5- Le rendement hebdomadaire de l'action NCA ROUIBA	71
2-6- Le rendement hebdomadaire de l'action BOIPHARM	73
2-7- Le rendement hebdomadaire de l'action AOM Invest	74
3- Les résultats de la recherche	76
Section 04 : Explication de la sous-évaluation	78
1- Etude de rendement d'une transaction pour un mois	78
2- Explication du phénomène de la sous-évaluation	79
2-1- Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation à l'introduction	79
2-2- Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation cas la Bourse d'Alger	80
Conclusion	82
Conclusion Générale	83
Bibliographie	85
Annexes	i-xi

