



Internationalisation et performance des PME : l'impact d'une cotation en Bourse

Dr. Nazik FADIL
Ecole de management de Normandie
Le Havre, France

n.fadil@ecole-management-normandie.fr

Résumé

Cet article s'interroge sur l'impact de la cotation en Bourse des PME sur leur degré d'internationalisation, en comparaison avec d'autres choix stratégiques. Il tente également d'expliquer l'évolution de certains indicateurs de la performance à travers les changements de la conduite stratégique des dirigeants. L'expansion géographique en est une composante majeure.

Après avoir brossé quelques travaux sur l'internationalisation et la PME et après avoir justifié l'approche théorique retenue, nous avons amorcé l'étude empirique en exposant la méthodologie et les principaux résultats obtenus.

Il en découle une amélioration du degré d'internationalisation des PME, à l'issue de l'introduction en Bourse. Ce choix stratégique, contrairement à d'autres, a contribué à atténuer l'effet négatif de la Bourse sur la performance économique et financière des sociétés de notre échantillon.

Introduction

Dans un contexte de mondialisation et de concurrence accrues, l'exploration de nouveaux marchés devient une nécessité notamment pour les PME. L'étranglement des débouchés nationaux et le risque d'opportunisme des divers partenaires les incitent à la diversification de leurs risques au-delà des frontières. Plusieurs facteurs peuvent entraver ou favoriser le développement d'une telle stratégie. L'attitude du dirigeant, les moyens financiers ou le contexte, de façon générale, constituent une composante.

Qu'en est-il du contexte particulier de la cotation en Bourse ? Ce dernier favorise la croissance et le développement des PME (Desroches et Jog, 1991) : il facilite l'accès aux ressources financières, il accroît la notoriété et le pouvoir de négociation vis-à-vis des divers partenaires (Levasseur et Quintart, 1998), il assure la mobilité du capital (Saada, 1996), il contrôle les dirigeants (Daigne et Joly, 1986) et favorise les stratégies de croissance externe (Levasseur et Quintart, 1998). Ceci étant, il n'est toutefois pas sans contrepartie : la cotation nécessite temps et énergies et représente un coût important pour une entreprise de dimension petite ou moyenne (Desjardin, 1999). Elle peut astreindre à distribuer régulièrement des dividendes et à répondre à des exigences de transparence et de conformité aux prévisions. Il en découle ainsi des avantages et des contraintes qui ne sont pas sans influence sur les choix stratégiques des dirigeants, notamment en matière d'internationalisation.

L'approche théorique qui paraît la mieux à même d'élucider cette problématique est la théorie de la gouvernance. Elle suppose que le marché financier est un mécanisme qui gouverne la conduite stratégique des dirigeants et qui réduit leur latitude managériale. La théorie de l'agence considère le marché financier comme un moyen qui renforce l'arsenal de contrôle des agents et qui les incite à prendre les décisions stratégiques créatrices de valeur. Les PME, même de type familial, ne sont pas épargnées des conflits d'agence. Van Loye (1991) atteste que « *même un actionnariat familial peut être source de dissensions et de turbulences pour l'entreprise. La cohésion est rarement parfaite entre membre d'une même famille, surtout face à des décisions d'investissement...* » (p.59). Schulz et al. (2001) confirment aussi l'existence de problèmes d'agence au sein de ces petites structures de type familial et insistent sur le rôle d'un système de gouvernement d'entreprise efficient pour améliorer la performance. Le marché financier en constitue une composante. Enfin, selon la théorie des signaux, le marché financier assure la transparence de l'information. Toute décision prise par les dirigeants sera aussitôt traduite en termes de variation de cours. Le dirigeant ne serait en quelques sortes plus « maître de ses choix ». Il doit rester constamment attentif aux réactions du marché financier.

A priori, il existerait un lien entre la cotation en Bourse, la conduite stratégique des dirigeants et la performance des PME. L'objectif de cet article est justement de nous éclairer sur cette trilogie en focalisant l'attention sur la stratégie d'internationalisation. Il tente de répondre à ces deux interrogations principales :

- **Comment évolue l'internationalisation des PME, par rapport aux autres éléments de la conduite stratégique, à l'issue de l'introduction en Bourse ?**
- **Comment l'internationalisation contribue-t-elle à l'évolution de la performance des PME, dans un contexte de cotation ?**

Afin d'apporter quelques éléments de réponse, nous proposons une étude empirique sur un échantillon de 65 PME cotées et un échantillon similaire de PME non cotées, sur un horizon

de sept ans, sous forme de données de panel. Avant de détailler les résultats de cette phase empirique, objet de la deuxième partie, il convient d'explicitier un tant soit peu l'approche théorique sous-jacente à la problématique de cette recherche et la méthodologie utilisée. Ceci fera l'objet de la première partie de cet article.

1. Cotation en Bourse, internationalisation et performance des PME : une approche théorique et méthodologique

1.1. L'internationalisation et la PME

« *L'internationalisation représente une expansion de marché ou une diversification d'activités de nature géographique. C'est une expansion de marché, lorsqu'il s'agit de développer une activité existante dans un autre espace géographique ; c'est une diversification lorsqu'il s'agit de proposer des produits nouveaux sur des marchés géographiques nouveaux.* » (Joffre, 1989). L'internationalisation concerne l'ensemble des relations avec l'étranger qui permettent à l'entreprise de poursuivre ses buts stratégiques. Cette définition implique deux conséquences. Premièrement, le développement international ne se limite pas à l'exportation, ni même à des formes plus complexes de présence commerciale à l'étranger ; il couvre également les autres fonctions de l'entreprise : l'achat, la production, la finance, etc. Deuxièmement, le développement international ne constitue pas une fin en soi, mais le moyen d'atteindre les objectifs de performance que l'entreprise s'est fixés. L'entreprise opte pour des activités internationales dès lors qu'elle y est incitée par l'étroitesse de son marché intérieur et par l'existence d'accords commerciaux favorisant l'ouverture des marchés. L'entreprise peut être motivée par la découverte d'opportunités sur des marchés étrangers lui permettant d'espérer des potentialités de profit. L'internationalisation constitue un choix susceptible de permettre l'exploitation de certaines économies de dimension et la réalisation d'une production industrielle de masse spécialisée. Cette option stratégique est de nature à combler ce qui ne peut être réalisé dans le cadre d'un marché intérieur restreint et à éviter les effets de la complexification de l'entité économique générés par une éventuelle diversification horizontale.

La détermination des modalités de l'internationalisation procède de considérations logistiques et de la politique du pays d'accueil. Elle dépend également de l'expérience de l'entreprise à l'étranger, des difficultés pour transférer des connaissances tacites spécifiques à l'entreprise aux partenaires locaux et du niveau d'investissement et de contrôle souhaité (Koenig 2004, p.430). Joffre (1997) distingue quatre modes d'entrées à l'étrangers dont les frontières sont de plus en plus imprécises : les modalités marchandes (exportation traditionnelle), les modalités intégrées (implantations productives et commerciales en pleine propriété ou copropriété) et les modalités concertées ou relationnelles faisant une large place à des contrats de long terme entre partenaires de nationalité différente (franchise ou joint-venture). L'internationalisation, sous sa forme traditionnelle d'exportation des produits à partir du marché domestique demeure, en dépit de l'augmentation de la variété des formes d'internationalisation, le vecteur privilégié du commerce international, le point de départ quasi inéluctable du parcours de l'entreprise qui s'ouvre sur les marchés étrangers. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous avons focalisé l'attention sur cet aspect de l'internationalisation.

En ce qui concerne l'internationalisation des PME, de nombreuses études ont analysé l'impact de la taille sur ce choix stratégique. Cavusgil et Nevin (1981) ont démontré que la très petite taille a, certes, une influence négative sur la propension à exporter. Il n'en reste

pas moins vrai qu'à partir d'un certain seuil, la petite dimension n'a plus aucune incidence. Calof (1994) a trouvé que la petite taille n'entrave pas l'internationalisation de la PME mais limite le nombre de marchés qu'elle peut pénétrer. Pour Coviello et McAuley (1999), la taille, entendu en termes de ressources, semble avoir une influence sur l'internationalisation des PME. De même, l'expérience étrangère et la connaissance des marchés et de la langue (Mehta, 1995) incitent souvent les PME à se diversifier géographiquement. Ainsi, les PME, tout comme les grandes entreprises, semblent préférer les marchés qu'elles perçoivent comme culturellement proches (Hitt et Bartkus, 1997). Plus que la taille de la firme, il semble pour Fletcher et Vyakarnam (1999) que c'est l'image que se font les entrepreneurs des affaires à l'étranger qui influence leur vision sur l'internationalisation. Par ailleurs, la performance des PME à l'international semble être positivement liée à la concentration en termes de produits et de marchés pénétrés ainsi qu'à la structure organisationnelle et aux processus managériaux permettant d'obtenir les informations nécessaires sur les marchés (Hitt et Bartkus, 1997; Zucchella, 2000). Wolff et Pett (2000) ont trouvé que ce sont surtout les très petites entreprises qui adoptent une stratégie de spécialisation. Les plus grandes (petites) firmes tentent des approches plus diversifiées et en adéquation avec l'étendue de leurs habiletés. Pour Julien (1995), ce sont les PME les plus actives sur le marché international qui diversifient progressivement leurs marchés. Il constate également que ce sont les PME qui font le plus d'innovations, qui disposent d'un service de R&D et qui évoluent dans des secteurs technologiques qui ont le plus de chance d'exporter.

En ce qui concerne la décision d'internationalisation des PME, plusieurs études ont montré l'importance de l'initiative prise de l'étranger (Kaynak et al. 1987; Thibodeau, 1994) ou de tout autre type de stimulus externe (Bilkey, 1978). D'autres études montrent que de nombreuses PME, travaillant surtout en sous-traitance, vont sur les marchés étrangers pour suivre leurs clients (Erramili et Rao, 1993). Ramangalahy (2000) et Zucchella (2000) considèrent que l'exportation constitue la forme essentielle de l'implication des PME à l'étranger. C'est pour cela que nous retenons cette variable comme indicatrice du degré d'internationalisation des PME. Il semble en effet que l'exportation en tant que mode d'entrée, convient aux capacités et ressources des PME en leur permettant une grande flexibilité, un engagement minimum de ressources et une exposition limitée aux risques (Young et al., 1989; Leonidou et Katsikeas, 1996; Wolff et Pett, 2000). Pour Wolff et Pett (2000), la décision d'exporter peut être mue par la détection d'une opportunité et la volonté de la saisir ou encore par la pression de la concurrence (Reid, 1981 ; Fletcher et Vyakarnam, 1999). Beamish et al (2000) considèrent que cette décision peut être motivée par des raisons réactives ou proactives même si Joyal (1996) estime que la réactivité l'emporte sur la proactivité. Cependant, Bilkey et Tesar (1977) font remarquer que les PME qui exportent spontanément sont deux fois et demie plus grandes que celles qui le font d'une manière réactive. Reid (1981) rappelle la pertinence des conclusions d'Aharoni (1966) en ce qui concerne la connaissance du marché et les préférences du décideur. Reid en conclut que, quel que soit le type du stimulus à l'exportation, sa reconnaissance et influence sur la décision d'exportation sont fonction du savoir, des attitudes et des motivations managériales. Face à l'internationalisation, les dirigeants de PME arborent des comportements et attitudes très variés allant de l'indifférence totale à l'engagement complet. Allali (2002) distingue trois catégories : attitude positive qui prédispose le dirigeant à s'engager activement ou «pro activement» dans l'internationalisation, attitude négative qui consiste à refuser systématiquement toute ouverture internationale et attitude passive qui se traduit par une indécision quant à l'internationalisation et qui réagit par rapport à un stimulus.

L'ensemble de ces études s'intéresse aux déterminants de la décision d'internationalisation. A notre connaissance, aucune étude ne s'est penchée à l'influence du système de gouvernement d'entreprise. Nous entendons dans ce qui suit étudier un mécanisme particulier de la gouvernance à savoir le marché financier. Il s'agit d'appréhender son impact sur quelques aspects de la conduite stratégique des dirigeants, dont l'internationalisation est une composante majeure. Mieux encore, il s'agit d'étudier la contribution de ce choix stratégique à la création (ou à la destruction) de la valeur dans un contexte de cotation. Ainsi, pour rebondir sur les suggestions d'Allali (2002) quant à l'attitude des dirigeants vis-à-vis de la stratégie d'internationalisation, nous supposons que la présence en Bourse constituerait un stimulus qui favoriserait une attitude plutôt favorable aux stratégies d'internationalisation. En effet, l'ouverture du capital au public et l'adhésion à un marché financier transparent développerait probablement une culture d'entreprise marquée par la volonté d'innover, de croître et d'étendre son marché au-delà des frontières. Aussi, faut-il rappeler l'effet de signal que peut générer une telle stratégie sur l'évolution des cours boursiers. De même, la possibilité d'accroître les ressources financières, que ce soit par augmentation de capital ou par négociation d'emprunt à des taux avantageux, et la notoriété accrue favoriseraient l'extension à l'étranger. Ceci n'est pas l'apanage exclusif de la Bourse. Sa particularité réside dans son mode de gouvernance.

1.2. La gouvernance au sein de la PME

Le concept de gouvernement d'entreprise (GE) renvoie à l'influence des décisions stratégiques sur la création de valeur. Dans la mesure où la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur est placée sous leur responsabilité. Charreaux (1997) définit le GE comme: « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Le marché financier constitue, de ce fait, un mécanisme spontané et non spécifique du système de gouvernance qui contraint les dirigeants à prendre des décisions stratégiques porteuses de signaux positifs. Comme le notait Manne (1965): « *C'est le libre fonctionnement des marchés financiers et de la bourse ainsi que la concurrence que se livrent les managers pour le contrôle des entreprises qui est le meilleur gage d'un contrôle efficace* » (p.110-120). Ceci est d'autant plus vrai dans le cas des grandes entreprises où la menace d'OPA est plus pesante du fait de l'atomisation de la structure d'actionnariat. Qu'en est-il du cas particulier des PME, souvent de type familial, avec un actionnariat concentré et un dirigeant-proprétaire ?

Charreaux (1998) remarque que : « *Dans le cas des PME, on considère souvent, un peu hâtivement, que la relation actionnaires-dirigeants n'est pas une source de conflits, ce qui est apparemment logique puisqu'il n'y a pas de séparation entre la fonction de propriété et celle de la direction. Pour mieux comprendre le comportement des PME, il faudrait nuancer cette conclusion pour tenir compte du fait que les PME sont organisées selon différents statuts juridiques. Les PME ouvrent leur capital à des actionnaires externes, notamment financiers, lorsqu'elles sont introduites sur le Second ou le Nouveau marché ; dans ce cas, il y a modification des relations traditionnelles.* » (p.111) Ainsi, nombreuses sont les recherches qui présentent la firme familiale comme étant celle qui génère les moindres coûts d'agence et qui représente les formes de gouvernance les plus efficaces (Daily et Dolinger, 1992 ; Kang, 2000). Jensen et Meckling (1976) vont plus loin en considérant qu'il n'est pas nécessaire d'instaurer des mécanismes de gouvernance dans les firmes familiales. Ces dépenses ne sont pas sans réduire leurs performances. Schulz et al. (2001) ne partagent pas cet avis. Ils

affirment que les dirigeants–propriétaires exposent les firmes au risque moral surtout lorsqu'ils sont libérés de la discipline des marchés (Jensen, 1998). En effet, l'échec du marché financier dans son rôle de contrôle permet aux propriétaires internes (dirigeants) de privilégier leurs propres intérêts au détriment des autres actionnaires externes (ou minoritaires). L'absence d'un marché liquide accroît la menace de hold-up. En utilisant le droit de vote et de contrôle des ressources spécifiques de la firme, les dirigeants peuvent spolier les autres actionnaires « pris en otage ». Ainsi, les problèmes d'agence peuvent bien exister avec la possibilité d'autocontrôle. Par ailleurs, du fait de l'existence de motivations non pécuniaires, les managers-propriétaires peuvent adopter des actions allant à l'encontre de leurs intérêts économiques (Jensen, 1998). Aussi, puisque le pouvoir n'est pas symétriquement distribué dans une firme, le dirigeant-propriétaire peut-il être amené à exploiter ses subordonnés. Perrow (1986, p. 227) parle de l'opportunisme du propriétaire. Ces firmes sont également exposées à la menace de la sélection adverse du fait de l'inefficience du marché des cadres dirigeants et de la propriété du capital (absence de possibilité de révocation du dirigeant-propriétaire). Enfin, l'altruisme modifie les structures de motivation des PME de type familial. Par exemple, Simon (1993) et Eshel et al. (1998) notent que l'altruisme incite les parents, chefs d'entreprise, à s'occuper prioritairement de leurs enfants, encourage les membres de la famille à prendre en considération les autres et rend les relations familiales très précieuses au point de promouvoir et soutenir les engagements familiaux au détriment de l'intérêt de la firme. Schulz et al. (2001) concluent que les dirigeants-propriétaires ne minimisent pas les coûts d'agence. Il n'en reste pas moins vrai qu'ils croient en l'existence d'une relation positive entre les coûts d'agence générés par la firme de type familial et la performance si le système de gouvernement d'entreprise est efficient. Le marché financier en constitue une composante. Quel impact a-t-il sur la conduite stratégique, notamment en matière d'internationalisation, et sur la performance des PME ?

1.3. La méthodologie utilisée

Afin d'apporter quelques éléments de réponse, nous avons opté pour une étude de nature longitudinale, sur une période de sept ans (trois ans avant la cotation, l'année de la cotation, et trois ans après). L'étude a porté sur un échantillon de 65 PME¹ cotées et sur un échantillon témoin de 38 PME (similaires en termes de taille, secteur d'activité, effectif, capital, etc.) non cotées². Elle s'est déroulée en deux étapes correspondant aux deux procédures inspirées de l'étude d'Alexandre et Charreaux (2004). La première étape a principalement permis de tester l'«évolution statique» de quelques aspects de la conduite stratégique et de la performance. Il s'agit de suivre l'évolution des indicateurs en moyenne, avant/après cotation (comparaison longitudinale) et PME cotées/ PME non cotées (comparaison transversale). Des tests paramétriques de différence de moyenne ont permis de voir si la variation est discernable. Les indicateurs de performance retenus sont ceux de la rentabilité économique et financière, de la profitabilité et de l'évolution de l'activité. Quant aux indicateurs stratégiques, nous focaliserons l'attention sur la stratégie d'internationalisation approximée, à la lumière de ce

¹ Nous avons fixé une limite supérieure de 80 millions d'euros à la date d'introduction en Bourse. Un tel critère laisse à désirer vu la variété des secteurs d'activité auxquels appartiennent les entreprises. Une attention minutieuse a été portée à chaque société, quant à son chiffre d'affaires, son effectif, sa structure d'actionnariat et son secteur d'activité. Les informations collectées ont été recueillies de la base de données Dianne, CD-pro, Dafsaliens et complétées par les rapports annuels disponibles au centre de documentation de l'AMF.

² Pour les PME non cotées, nous avons retenu l'horizon 1995 – 2001. Puisque l'essentielle des PME cotées de notre échantillon ont été introduites en 1998, la comparaison avec un groupe témoin nous astreint à retenir le même intervalle temporel pour éviter le biais lié au temps ou à la conjoncture. D'où le choix de cet horizon : 1998 – 3 = 1995 et 1998 + 3 = 2001 (cf. tableau 1).

qui a été dit, par le taux d'exportation, le pouvoir de négociation des clients, des fournisseurs (mesuré en termes de délai de paiement) et du banquier (taux d'intérêts), le taux d'investissement (actif immobilisé/ total bilan), la stratégie de croissance interne (Immobilisations corporelles/total immobilisation), la stratégie de croissance externe (Immobilisations financières/total immobilisations), le taux d'innovation technologique (R&D/total immobilisations), la politique de financement et de dividendes. Afin de mieux appréhender la dynamique temporelle, des tests complémentaires ont été effectués sur les valeurs des mêmes indicateurs en opposant successivement les années extrêmes -3 /+3, puis -3/0 (période de pré cotation) et, enfin, 0/+3 (période de post-cotation). Toujours est-il, l'effet dynamique de la cotation n'est perçu que très imparfaitement.

Pour pallier cette carence, à l'instar d'Alexandre et Charreaux (2004), nous avons eu recours à la procédure qui permet de décrire de façon plus explicite la dynamique temporelle. Il s'agit tout d'abord de mesurer dans un premier modèle de régression (modèle1), les taux d'accroissement de l'exportation et de la performance par entreprise. Pour cela, les principaux indicateurs ont été régressés sur trois variables : 1) le temps T (les valeurs de 1 à 7 désignant les sept années) ; cette variable permet de prendre en compte l'effet indubitable du temps et de voir si le taux d'exportation (et la performance) s'améliore au fil des années ; 2) une variable muette COT traduisant la cotation (égale 1 si l'entreprise est cotée, 0 sinon) : grâce à cette variable nous saurons, *a priori*, si la cotation est une variable significativement explicative de l'exportation (et de la performance) ; et 3) une variable TC égale au produit de la variable « temps » et de la variable muette « cotation ». Cette variable nous donnerait une idée sur l'évolution de l'exportation (et de la performance) au fil des années après la cotation. En effet, les conséquences de l'introduction en Bourse ne sont pas instantanées mais elles s'étalent sur une période plus longue. Enfin, pour améliorer la qualité du modèle, deux variables de contrôle ont été introduites : la taille et le cycle économique. On suppose, à l'instar d'Alexandre et Charreaux (2004), que l'effet de ces deux dernières variables est le même quelle que soit la société. Les coefficients associés (β_4 et β_5) sont donc identiques. La réalisation d'un panel permet également de contrôler l'hétérogénéité qui est souvent source de biais statistiques et d'identifier les déterminants observables des différences de comportements. Compte tenu de la double dimension des données, la régression a porté sur 455 observations (65 entreprises sur 7 ans).

La deuxième phase de cette procédure (modèle 2) consiste à expliquer les mécanismes à travers lesquels la cotation en Bourse influence la performance. Il s'agit de régresser l'accroissement de la performance (les coefficients de TC) sur les variables stratégiques retenues. Une attention particulière sera portée au développement international affecté probablement à la suite de l'introduction en Bourse.

2. Cotation en Bourse, internationalisation et performance des PME : les résultats empiriques

2.1. Les résultats de l'étude statistique : l'«évolution statique»

Le tableau 1 présente les résultats des tests de la première procédure concernant les PME cotées (respectivement non cotées). Pour chaque indicateur, sont indiquées les moyennes calculées sur les 65 sociétés étudiées à l'année -3 (c'est-à-dire la troisième année avant introduction) ; 0 (l'année de l'introduction) ; +3 (troisième année après introduction) ainsi que

la moyenne des trois années avant et après cotation. Les colonnes suivantes font apparaître les tests de différence de moyenne. Ce test nous indique si la différence est discernable ou pas.

Au vu des ratios de rentabilité, la cotation semble avoir un effet négatif sur la performance. En effet, les deux indicateurs de performance, *stricto sensu* : la rentabilité des capitaux propres (mesurée par le résultat courant ou par le résultat net) et la rentabilité économique, montrent une détérioration discernable de l'année (-3) à l'année (+3) ; de la moyenne avant cotation à la moyenne après cotation et surtout de l'année 0 à l'année (+3). Ceci s'explique, certes, par une augmentation des capitaux propres (ou des capitaux investis); confirmée par l'évolution des ratios d'autonomie financière. Mais surtout, par une détérioration discernable des résultats confirmée par la baisse du taux de marge bénéficiaire. Ce dernier a chuté significativement de l'année (-3) à (+3) ; -3/0 et 0/+3. Cette baisse signifie une régression plus proportionnelle du résultat net par rapport au chiffre d'affaires. Cette tendance est tout au mieux non discernable sinon contraire pour l'échantillon « témoin » des PME non cotées. Peut être, pourrions-nous conclure que **la cotation a eu un effet négatif sur les indicateurs de performance stricto sensu**. Ces résultats confirment ceux des études réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994) ; Mikkelson et al. (1997), sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002)) et sur le marché français (Sentis, 2001). Ces différentes recherches retiennent comme explication du déclin de performance économique constaté soit : l'hypothèse d'agence qui stipule que la présence sur le marché financier réduirait le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et les conduirait à un comportement opportuniste contraire à la performance globale ; soit celle du *timing* qui suppose que les dirigeants choisiraient d'introduire leur entreprise en Bourse au moment où les performances économiques sont anormalement élevées et donc non récurrentes. Ces études ne vont pas plus loin dans l'explication du comportement stratégique des firmes à l'issue de leur cotation.

Certes, la variation du chiffre d'affaires est positive, ce qui signifie un accroissement du chiffre d'affaires d'une année à une autre. Il n'en reste pas moins vrai qu'il se fait à un taux décroissant, c'est pourquoi la variation du chiffre d'affaires a diminué par rapport à la situation d'avant cotation. Cette baisse est discernable en moyenne avant/après cotation et à la troisième année après cotation. Le niveau d'activité de l'entreprise semble régresser après son introduction en Bourse. Ceci étant, **le niveau d'exportation s'est accru significativement après cotation**. Probablement parce que l'entreprise dispose de plus de moyens financiers lui permettant d'accroître sa part de marché à l'étranger ou dans un souci d'améliorer son image vis à vis des investisseurs et de refléter des perspectives d'avenir florissantes affectant positivement l'évolution des cours boursiers. Ceci étant dit, cette évolution est similaire à celle de l'échantillon témoin. Toute conclusion à ce stade de l'étude peut être hâtive. Par ailleurs, contrairement aux prédictions théoriques, la cotation ne semble avoir aucun effet positif sur le pouvoir de négociation de l'entreprise vis à vis de ses clients, de ses fournisseurs ni de son banquier, du moins en termes de délai de paiement ou de taux d'intérêts. La notoriété prétendue après cotation ne renforce pas, *a priori*, l'image de l'entreprise vis à vis de ses partenaires.

En ce qui concerne les ratios d'investissement, la cotation semble avoir un effet discernable sur la politique d'investissement de l'entreprise. En effet, son ratio immobilisations /total bilan s'est accru de -3 à +3 ; de 0 à +3 et de moyenne avant et après cotation. Cette tendance est tout à fait contraire chez les PME non cotées. L'essentiel des investissements concerne la croissance externe. Le ratio immobilisations financières / total immobilisations n'a pas cessé de croître. Toutefois, les investissements en immobilisations corporelles et incorporelles (notamment la recherche et développement) ont diminué de façon discernable. Les dirigeants,

semble-t-il, favorisent, après leur introduction en Bourse, les stratégies de croissance externe au détriment de la croissance interne et de l'innovation. Quant au financement, nous constatons une amélioration discernable du ratio d'autonomie financière entre l'année -3 et 0 et une baisse discernable de l'endettement. Avant son introduction en Bourse, l'entreprise augmenterait ses capitaux propres pour refléter une santé financière solide et un respect des conditions d'équilibre à long terme ($FR > 0$). Cependant, après son introduction, la tendance se renverse. L'entreprise recourt davantage à l'endettement réduisant ainsi significativement son indépendance financière (voir la variation 0 /+3). Enfin, concernant la politique de dividende, rares sont les PME qui en distribuent. Dans cette minorité, qui ne concerne que les PME cotées, le taux de distribution s'accroît significativement après l'introduction en Bourse. En effet, les dirigeants continuent à distribuer des dividendes même en dégageant un résultat déficitaire. Si on suppose que ce ratio témoigne de la discipline exercée par les actionnaires, celle-ci semble se renforcer après la cotation.

Cette étape a permis principalement de suivre l'évolution de la performance, en moyenne, de manière statique, sans pouvoir appliquer la règle du « toutes choses égales par ailleurs ». En effet, les différences, même discernables, ne peuvent pas être systématiquement attribuées au phénomène de cotation. Pour cette raison, l'étude empirique a été prolongée par une analyse qui explicite l'impact de la cotation pour chaque entreprise tout en introduisant la variable « temps » dans une perspective plus dynamique.

Tableau 1: Test de l'effet de la cotation sur les différents indicateurs pour les PME cotées et non cotées (comparaisons longitudinale et transversale)

Indicateurs des PME cotées	moyenne à -3	moyenne avant	moyenne à 0	moyenne après	Moyenne à +3	test avant/après	test -3/+3	test-3/0	test 0/+3
Ratios de performance (en %)									
Résultat net / Capitaux propres	18.31	23.53	16.97	5.32	- 2.2	-3.10***	-2.56*	-0.34	-2.96***
Résultat courant/ Capitaux propres	28.91	40.27	29.68	18.3	9	-3.26***	-2.54***	0.13	-3.54***
Renta. éco = Résultat d'exploitation/ CI t-1	15.28	29.81	31.76	15.25	16.58	-2.56***	0.17	1.76*	-1.92**
Résultat net/ CAHT	5.48	6.24	7.4	0.59	-5	-2.47***	-2.49***	1.51	-2.93***
CA t - CA t-1 / CA t-1	0.95	0.54	0.19	0.15	0.1	-2.10**	-1.58	-1.40	-2.85***
Ratios stratégiques									
Internationalisation : EXPORT (en %)	19.11	21.56	22.25	23.54	27.27	0.82	2.72***	1.36	2.58***
Pouvoir de négociation du client (en J)	93.44	90.34	93.65	99.77	100.57	1.78*	1.15	0.04	1.53
Pouvoir de négociation vav du fournisseur (J)	78	76	83	78	81	0.90	0.36	0.45	-0.89
Pouvoir de négociation du banquier (%)	5.49	3.46	2.97	4.55	7.63	0.82	0.66	-1.38	1.64*
Taux d'investissement (%)	26.68	25.59	25.25	31.91	33.85	3.18***	2.82***	-0.74	4.55***
Croissance externe (%)	28.06	28.11	39.77	47.61	50.96	5.61***	5.92***	3.66***	3.64***
Croissance interne (%)	60.19	58.4	47.18	38.21	34.57	-6.73***	-6.87***	-3.72***	-4.43***
Innovation technologique (%)	3.34	3.15	1.74	1.01	0.98	-1.78*	-1.25	-0.80	-1.07
Endettement (%)	23.74	19.61	14.06	18.55	19.87	-0.41	-0.71	-1.94**	2.36**
Autonomie financière (%)	36.56	38.29	48.75	46.88	46.07	4.00***	2.87***	6.17***	-0.95
Dividendes (en K euros)	40.93	21.95	13.56	51.03	64.88	2.76**	2.66**	-1.99**	2.55**

Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence des moyennes à 10% ; (** à 5%) ; (***) à 1%)

Indicateurs des PME non cotées	Moyenne 1995	moyenne (95 ;96 ;97)	moyenne 1998	moyenne (99 ;00 ;01)	Moyenne 2001	test avant/après	test 95/01	Test95/98	test 98/01
Ratios de performance (en %)									
Résultat net / Capitaux propres	4.48	14.07	6.28	21.23	30.75	0.97	2.55***	1.99	2.08**
Résultat courant/ Capitaux propres	13.79	24.24	17.11	36.12	47.08	1.32	3.29***	2.06	2.29***
Renta. éco = Résultat d'exploitation/ CI t-1	16.89	16.52	18.09	16.83	20.69	0.02	0.66	0.66	0.98
Résultat net/ CAHT	0.47	2.37	1.89	0.19	2.80	-0.78	0.48	1.08	1.28
CA t - CA t-1 / CA t-1	0.48	0.29	1.86	0.12	0.16	-1.17	-0.92	0.80	-1.00
Ratios stratégiques									
Internationalisation : EXPORT (en %)	14.65	14.99	17.53	18.54	16.29	0.73	0.49	1.47	-0.45
Pouvoir de négociation du client (en J)	85.70	82.56	71.54	83.06	81	0.04	-0.35	-1.08	1.99**
Pouvoir de négociation vav du fournisseur (J)	86.04	82.34	70.88	92.58	103.48	1.21	1.19	-1.06	2.19**
Pouvoir de négociation du banquier (%)	7.67	5.83	5.39	3.27	3.40	-1.32	-1.49	-0.67	-0.91
Taux d'investissement (%)	26.22	27.14	23.00	23.58	23.78	-0.03	-0.93	-1.14	0.44
Croissance externe (%)	28.22	28.68	27.11	26.21	25.63	-0.93	-0.88	-0.23	-0.46
Croissance interne (%)	55.35	52.49	49.29	50.91	49.64	-0.60	-1.31	-1.63	0.08
Innovation technologique (%)	0.30	0.75	0.62	0.25	0.55	-0.70*	0.40*	0.66*	-0.08*
Endettement (%)	23.51	21.45	20.98	14.99	15.28	-2.19*	-1.96*	-0.93	-1.35
Autonomie financière (%)	31.43	31.56	28.73	27.75	27.33	-0.86	-0.73	-0.60	-0.33
Dividendes (en K euros)	0	0	0	0	0	nd	nd	nd	nd

2.2. Les résultats de l'étude économétrique : l'«évolution dynamique»

L'introduction de la variable temporelle se justifie par le fait qu'il est peu vraisemblable que l'effet de la cotation soit immédiat. En effet, les entreprises, même de petite taille, sont des systèmes relativement rigides, à forte inertie. Il faut du temps pour que les nouvelles orientations stratégiques ou les modifications organisationnelles, suite à l'introduction en Bourse, produisent des effets. Ainsi, pour mieux rendre compte de l'effet de la cotation, il faudrait mesurer l'évolution de la performance et de l'internationalisation de façon progressive et non pas uniquement à travers un saut quantitatif se produisant à la date de

cotation. La procédure que nous appliquons permet justement de mieux percevoir cette évolution de façon plus dynamique. Par la suite, nous testons la significativité des variables pouvant expliquer cette évolution.

Modèle1 : l'évaluation dynamique de la performance et de l'internationalisation

Le premier modèle de régression se présente ainsi :

$$PERF_{it} = \alpha_i + \beta_1 T_{it} + \beta_2 COT_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 taille_{it} + \beta_5 cycle_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$X_{it} = \alpha_i + \beta_1 T_{it} + \beta_2 COT_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 taille_{it} + \beta_5 * cycle_{it} + \varepsilon_{it}$$

$PERF_{it}$: la performance de la firme i à l'année t

X_{it} : le taux d'exportation de la société i à l'instant t

T_{it} : le temps pour la firme i (valeur allant de 1 à 7)

COT_{it} : une variable muette de cotation prenant la valeur 1 pour l'année t de cotation de l'entreprise i, et 0 sinon

TC_{it} : une variable exprimant l'interaction des deux variables précédentes

$Taille_{it}$: une variable de contrôle, mesurée par le chiffre d'affaires

$Cycle_{it}$: le taux de croissance du PIB, l'année t pour la firme i ³

ε_{it} : le terme d'erreur

Les tableaux 2 et 3 présentent un extrait des résultats obtenus pour la rentabilité économique et le taux d'exportation, variables que nous estimons les plus représentatives, respectivement, de la performance globale et de l'internationalisation. Il s'agit ici d'une régression linéaire sur des données de panel portant sur 455 observations (65 entreprises sur sept ans). La méthode qui nous a paru la plus appropriée est celle des moindres carrés pondérés, appliquée sur le logiciel Eviews.

Pour mieux comprendre le contenu du tableau 2, prenons l'exemple de la société N°12 (Digigrame), entreprise pour laquelle tous les coefficients sont statistiquement différents de zéro. Le coefficient lié à la variable T est positif traduisant, en moyenne, une hausse de la rentabilité économique sur l'ensemble des sept années. Le coefficient de la variable COT, également positif, représente une hausse de la rentabilité lors de la cotation. Enfin, le coefficient négatif de TC, signifie que la performance dynamique baisse. En d'autres termes, la rentabilité économique de cette société se détériore au fil des années après cotation. Quant à sa stratégie d'internationalisation (tableau 3), la cotation semble avoir un effet statique négatif. Son évolution dans le temps après l'introduction en Bourse n'est pas significative.

³ Etant donné la réalisation d'une régression sur des données de panel et la nécessité d'une présentation sous forme matricielle, nous étions amenée à reproduire le cycle économique de sept années sur l'ensemble des sociétés (i= 65).

Tableau 2 : Extrait des résultats du test de l'effet dynamique de la cotation sur la rentabilité économique des PME cotées de l'échantillon

Dependent Variable: RECO?

Sample: 1901 1907

Method: GLS (Cross Section Weights)

Total panel (unbalanced) observations 451

C	0.405091	7.236323***				
LTAILLE?	-0.063323	(-7.636378)***				
CYCLE?	1.634959	2.987740***				
Sociétés	Coefficient T	t-Statistic	Coefficient C	t-Statistic	Coefficient TC	t-Statistic
_5 BELVEDERE	0.077225	1.504615	1.486233	3.121891***	-0.347793	(-3.508870)***
_10 CYBERNETIX	0.031462	1.194358	0.394723	1.654187*	-0.098755	(-1.972927)**
_11 DEBUSCHER	-0.004320	-0.112844	0.763118	2.160258**	-0.161120	(-2.187584)**
_12 DIGIGRAME	0.207564	6.079355***	0.619711	1.992032**	-0.295981	(-4.544871)***
_24 LEXIBOOK	0.343566	4.710775***	1.481970	2.176376**	-0.608403	(-4.297255)***
_25 MECATHERM	0.068135	2.176266**	0.598235	2.103858**	-0.118566	(-1.992278)**
_26 NETRA SYST	0.007371	0.121673	-1.088988	(-1.933330)**	0.270942	2.311854**
_27 OLITEC	-0.012951	-0.201482	2.459164	4.105933***	-0.380796	(-3.055537)***
_29 PETIT BOY	0.048692	3.982743***	0.176973	2.015127**	-0.083222	(-4.281452)***
Weighted Statistics						
R-squared		0.910707	Prob(F-statistic)		0.000000	
F-statistic		13.09838	Sum squared resid		64.11382	
			S.E. of regression		0.503403	

Tableau 3 : Extrait des résultats du test de l'effet dynamique de la cotation sur le taux d'exportation des PME cotées de l'échantillon

Dependent Variable: X?		Sample: 1901 1907				
Method: GLS (Cross Section Weights)		Total panel (unbalanced) observations 451				
Variable	Coefficient T	t-Statistic	Coefficient C	t-Statistic	Coef TC	t-Statistic
C	41.08274	23.06510***				
LTAILLE?	-5.424970	(-17.36332)***				
CYCLE?	41.90103	5.221551***				
_1AIROX	-0.337570	-0.350827	-19.51855	(-2.239204)***	3.925577	2.151255**
_2APEM	13.42935	3.374763***	126.2371	3.382886***	-34.81665	(-4.493406)***
_7CEGEDIM	-5.793001	(-36.54190)***	-19.61234	(-33.42335)***	6.507841	36.68967***
_12DIGIGRAM	10.81528	7.284621***	-25.26672	(-1.839909)*	-0.137622	-0.048100
_19ILOG	4.609329	6.100117***	-17.83615	(-2.644625)***	5.353755	3.768107***
_29PETIT BOY	5.107062	2.056342**	-43.00293	(-1.851591)*	3.336765	0.691543
_33SIMO	-4.819077	(-2.595111)***	-60.21938	(-3.486076)***	18.28420	5.086415***
_37WALTER	3.130897	2.475768**	19.45525	1.661748*	-4.574607	(-1.875125)*
_56PRONUPTIA	11.86548	4.448612***	72.40513	2.906135***	-23.22839	(-4.486558)***
_60STACI	-0.302939	-0.771414	-8.952900	(-3.590687)***	2.241257	3.951723***
Weighted Statistics						
R-squared		0.989746		Prob(F-statistic)		0.000000
				Sum squared resid		52432.23
F-statistic		123.9631		S.E. of regression		14.39590

Le coefficient de la variable C fournit une information de nature statique assez proche de celle que les tests paramétriques de différence de moyennes ont fournie. Cependant dans ce cas, l'information est donnée entreprise par entreprise. L'effet de la cotation est positif pour 44 entreprises sur les 65 de l'échantillon. Toutefois, même si l'effet seuil apparaît positif pour une majorité de sociétés cotées, il n'est positif et significatif que pour 15 entreprises seulement (contre 6 coefficients négatifs significatifs). Pour analyser la performance dynamique, il faut considérer les coefficients de la variable TC. Ils sont positifs pour 20 entreprises sur 65, mais ne sont positifs et significatifs que pour deux entreprises seulement. Les coefficients négatifs sont en revanche, plus conséquents (45 coefficients négatifs et 26, négatifs et significatifs). Ces résultats signifient que la cotation a eu un effet statique positif et significatif plus présent mais qui décline au fil des années. Sentis (2001), en utilisant une méthodologie différente, aboutit à des résultats opposés. L'auteur met en évidence que les sociétés introduites en Bourse enregistrent un déclin de leur performance économique qui se réduit avec le temps. Ceci étant, ses résultats étaient globalement moins significatifs que ceux obtenus sur le marché américain. En termes de performance dynamique, le gain attribué à la cotation est loin d'être systématiquement confirmé au vu de la performance des firmes de

l'échantillon sur l'horizon retenu (les autres indicateurs de performance conduisent à des conclusions similaires).

En ce qui concerne l'internationalisation, il ressort un effet positif de la cotation dans 24 PME sur 65. Cet effet n'est significatif que dans 5 cas. Il est, cependant, négatif pour 43 PME dont 13 cas significatifs. L'effet statique de la cotation sur le pourcentage d'exportation paraît plutôt négatif. Ceci est en contradiction avec les résultats statistiques qui confirment une évolution positive de ce ratio en moyenne. Certainement parce que si l'on prend chaque entreprise, au cas par cas, nous constatons plus d'effets négatifs de la cotation sur le pourcentage d'internationalisation. En revanche, ces effets négatifs ont eu un poids faible tel que le taux d'exportation en moyenne a augmenté significativement. Quant à l'effet dynamique de la cotation sur cette stratégie, il est positif dans 37 cas dont 23 significatifs et négatif dans 28 cas dont 13 significatifs. Ces résultats nous conduisent à conclure que **la cotation semble avoir un effet positif sur la stratégie d'internationalisation, surtout dans une perspective dynamique.**

Modèle 2 : L'explication des effets dynamiques de la cotation.

Après avoir étudié l'impact de la cotation en Bourse sur l'internationalisation et sur la performance des PME. Il nous a paru intéressant d'étudier la contribution de cet aspect de la stratégie des PME, en comparaison avec d'autres, à la variation de la performance. D'autres variables contextuelles, organisationnelles et de gouvernance ont été également introduites.

Ainsi, nous avons retenu comme variables stratégiques, outre l'internationalisation approximée par la variation du taux d'exportation (**VEXPORT**), les stratégies de croissance interne (**VCD**)⁴; la croissance externe (**VCE**); les efforts d'innovations technologiques (**VINNOV**). Des indicateurs de stratégies concurrentielles ont été partiellement pris en compte à travers l'évaluation du pouvoir de négociation vis-à-vis des clients (**VPNCLT**), du pouvoir de négociation des fournisseurs (**VPNFR**) et du pouvoir de négociation du banquier (**VPNBQ**). La structure financière constitue également un facteur explicatif de la performance. Rappelons à ce sujet les propositions des auteurs classiques en finance, notamment celles de Modigliani et Miller (1963) et Miller (1977). Vraisemblablement, l'introduction en Bourse offre la possibilité de recourir davantage à l'augmentation du capital (**VINDEFI**). Ceci signifie, à toutes choses égales par ailleurs, une baisse relative de l'endettement (**VENDET**)⁵. En termes de gouvernance, ce résultat pourrait traduire un effet de substitution entre les disciplines exercées respectivement par les créanciers et par les actionnaires. Dans le même ordre d'idées, toujours en ce qui concerne la gouvernance, la cotation est censée impliquer une discipline nouvelle imposée par le marché financier⁶, une reconfiguration de l'actionnariat et un renforcement du pouvoir des actionnaires. Nous retiendrons, de ce fait, le taux de distribution des dividendes (**VPNACTA**), la géographie du capital (**FAMI, MANA**)⁷ et le compartiment du marché boursier (**COMPART2**,

⁴ Nous raisonnons en termes de variation absolue entre la date +3 et 0. Les indicateurs sont explicités dans 1.3 Méthodologie.

⁵ Ceci est confirmé au vu de la matrice de corrélation. Le coefficient est négatif et très élevé.

⁶ Il est clair que les contraintes imposées aux entreprises cotées diffèrent selon leur marché de cotation. Les exigences du second marché ne sont pas les mêmes que celles du nouveau marché et encore moins celles du marché libre. C'est la raison pour laquelle nous avons introduit dans notre modèle le compartiment boursier dans lequel chaque entreprise est cotée.

⁷ Nous avons retenu la répartition de Charreaux (1997).

COMPART3)⁸ comme variables explicatives. Enfin, l'amélioration de la performance après la cotation est vraisemblablement conditionnée par le cycle économique à la date d'introduction en Bourse (**CYCLE0**) mesuré en termes de taux de croissance du PIB, par le secteur d'activité auquel appartient la PME (**SECTEURi**)⁹, par sa complexité organisationnelle et par son niveau de performance initial. Plus l'entreprise est complexe ou plus son niveau de performance initiale est faible, plus il sera probablement long et difficile de mener à bien le processus de cotation et d'obtenir des gains de performance. Pour rendre compte de ce phénomène, nous avons introduit l'effectif (**EFF0**) comme variable, certes discutable, de la complexité, et le niveau de performance initiale (**RE0**) mesurée par la rentabilité économique à la date d'introduction en Bourse.

Bref, sans faire une étude exhaustive des processus par lesquels la cotation influence la performance, objectif auquel ne peut prétendre cette recherche et qui est vraisemblablement au-delà des possibilités ouvertes par les études économétriques, on peut cependant poser l'hypothèse que la cotation a un effet sur la performance des PME en modifiant leurs données stratégiques. Cette modification s'appréhende au travers des dimensions suivantes : la possibilité de s'internationaliser, de réaliser des augmentations de capital par appel public à l'épargne, celle de recourir davantage à la croissance, à l'innovation...

Le modèle 2 s'écrit de la manière suivante :

$$\text{VARPERF}_i = \alpha + \sum_{k=1}^k \beta_k V_{ik} + \varepsilon_i$$

Avec

VARPERF_i : la valeur de la pente de la variable TC dans le modèle (1) pour la firme i

V_{ik} : la valeur de la k^{ème} variable explicative pour l'entreprise i¹⁰

β_k : le coefficient associé à la k^{ème} variable explicative

Afin d'améliorer la qualité de ce modèle, nous étions amenée à éliminer certaines variables, soit parce qu'elles n'étaient pas significatives telles que la structure d'actionnariat de type managérial (MANA) ou le 4^{ème} secteur d'activité; soit parce qu'elles entraînaient de sérieux problèmes de corrélation. C'est le cas de la variation de la croissance externe (VCE), de la variation de l'indépendance financière (VINDEFI) et du compartiment du Second Marché (COMPART2). Après avoir éliminé l'essentiel des problèmes liés à la multicolinéarité, le modèle suivant semble pouvoir être accepté :

⁸ L'étude étant réalisée sur l'horizon temporel : 1991-2003, les compartiments boursiers dédiés aux PME étaient : 2nd Marché, Nouveau Marché et Marché libre OTC. En 2005, ces compartiments ont disparu en faveur d'une liste commune de valeurs classées par ordre alphabétique et mentionnant la catégorie de capitalisation boursière (Eurolist by Euronext).

⁹ (i=1 secteur santé ; i=2 Service hôtellerie/restauration ; i=3 Autres services ; i=4 Industrie électronique et autres ; i=5 Service informatique)

¹⁰ Ces variables sont explicitées en caractère gras dans les paragraphes précédents.

Tableau 4 : Résultat final des mécanismes d'impact de la cotation sur l'évolution de la performance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COMPART3	-1.638000	0.259421	-6.314065	0.0000
CYCLE0	-9.009919	8.198515	-1.098970	0.2787
EFF0	0.000590	0.000946	0.624342	0.5355
FAMI	0.113824	0.113824	1.315674	0.1962
RE0	-0.457624	0.123482	-3.706002	0.0006
SECTEUR1	-0.992081	0.201568	-4.921808	0.0000
SECTEUR2	0.484732	0.151690	3.195539	0.0025
SECTEUR3	0.082343	0.389305	0.211513	0.8334
VCI	0.964604	0.291535	3.308706	0.0020
VENDET	-0.026469	0.003771	-7.018776	0.0000
<u>VEXPORT</u>	<u>0.024926</u>	<u>0.008437</u>	<u>2.954162</u>	<u>0.0049</u>
VINNOV	11.83802	6.379822	1.855541	0.0699
VPNACTA	0.000398	0.000527	0.754665	0.4543
VPNBQ	-0.209762	0.055009	-3.813207	0.0004
VPNCLT	-0.002246	0.002235	-1.004863	0.3202
VPNFR	0.011375	0.001587	7.167978	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.992541	Akaike info criterion	1.096521
Adjusted R-squared	0.990109	Schwarz criterion	1.645459
S.E. of regression	0.375500	F-statistic	408.0855
Sum squared resid	6.486021	Prob(F-statistic)	0.000000
Log likelihood	-17.99215	Durbin-Watson stat	1.981780

Selon ce modèle, l'évolution de la rentabilité économique après la cotation dépendrait de façon significative du degré d'internationalisation, du mode de croissance, des efforts d'innovations technologiques, de la politique de financement, du niveau de performance initial, du secteur d'activité, du compartiment boursier et de l'évolution du pouvoir de négociation du banquier et vis-à-vis des fournisseurs.

Le coefficient associé au niveau de performance initiale (RE0) est négatif. Ce qui signifie que plus l'entreprise est performante à son introduction en Bourse, plus il lui serait difficile d'améliorer sa performance dans le futur. La cotation sur le nouveau marché (COMPART3) présente également un signe négatif ce qui signifie que les contraintes imposées sur ce compartiment, fussent-elles minimales comparativement au premier ou au second marché, entravent l'amélioration de la performance des PME. Donc, la présence sur un marché financier réglementé réduit probablement, la latitude discrétionnaire des dirigeants, conformément aux théories de la gouvernance, mais dans un sens négatif, tel que nous l'avons constaté dans les résultats statistiques et économétriques précédents. Nous pouvons supposer¹¹ à l'instar de Jain et Kini (1994) et Kim et al. (2002) que la présence en Bourse favorise la dilution du capital, accroît les conflits d'intérêts et conduit les dirigeants à prendre

¹¹ Nous ne pouvons pas affirmer avec certitude notre assertion car nous n'avons pas pu suivre l'évolution du taux de rétention du capital du dirigeant à la suite de l'introduction en Bourse. Il est probable, par ailleurs, que le dirigeant, sous la pression de la Bourse, adopterait une conduite « maladroite » qui ne favoriserait pas l'amélioration de la performance. Sa conduite, loin d'être inspirée par des motifs basement opportunistes, peut être guidée par la pression du marché financier.

des décisions contraires à l'amélioration de la performance. Enfin, le coefficient associé à l'endettement (VENDET) est négatif, ce qui signifie que la variation de la rentabilité économique après la cotation est négative lorsque le niveau d'endettement augmente.

Par ailleurs, il s'est avéré que les entreprises appartenant au secteur hôtellerie/restauration, avaient plus de facilité par rapport aux autres PME (notamment celles du secteur santé) pour accroître leur rentabilité économique après la cotation. Conformément à l'intuition, le secteur d'activité conditionne l'évolution de la performance. Aussi, la variation du pouvoir de négociation vis à vis des fournisseurs (VPNFR) affecte-t-elle la rentabilité des PME. Ce résultat n'a rien de surprenant puisque ces firmes de petite dimension dépendent inéluctablement de leurs partenaires (clients, fournisseurs, banque...). Plus leur pouvoir de négociation est élevé, pour une raison ou une autre, plus les délais de paiement des fournisseurs sont longs et plus encore les prix sont bas. Il en est de même pour le banquier et inversement pour les clients. Ceci n'est pas sans effet sur la marge bénéficiaire de l'entreprise. Nous avons bel et bien constaté la baisse de ce ratio après cotation. La présence en Bourse n'a pas eu l'effet escompté en termes de notoriété vis à vis de ses partenaires.

Les coefficients de la variation du taux d'exportation (VEXPORT) et de l'innovation (VINNOV) sont positifs et significatifs. La rentabilité économique s'améliore avec de tels investissements. La variation de la croissance interne (VCI) présente également un signe positif, ce qui signifie que la performance s'améliore avec de tels choix stratégiques. Cet effet significatif nous explique, en partie, la détérioration constatée des ratios de rentabilité, alors qu'en même temps, la croissance interne diminue de façon significative dans tous nos tests. L'abandon d'une telle stratégie en faveur de la croissance externe, simplifiée par la présence en Bourse, semble non adaptée pour les PME.

Enfin, notons que les variables cycle économique (CYCLE0), effectif (EFF), structure d'actionnariat, pouvoir de négociation des actionnaires (VPNACTA)...ne semblent avoir aucun effet significatif sur l'évolution de la performance après cotation. En dépit de la non significativité de certaines variables, ce modèle nous paraît approprié. Il nous permet d'aboutir à des conclusions plus ou moins proches des tests précédents et surtout d'expliquer l'évolution négative de la performance, constatée de façon quasi-unanime dans l'ensemble de nos tests. Ceci est d'autant plus vrai que la significativité de l'ensemble des variables est très forte au vu du test de Fisher, la statistique du Durbin Watson est proche de 2 et le R² est de l'ordre de 99% (l'évolution de la performance après cotation est expliquée à raison de 99% par les variables retenues).

Conclusion

Au terme de cette étude, que pourrions-nous dire sur le développement international des PME à l'issue de leur introduction en Bourse ? et comment contribue-t-il à l'évolution de la performance après cotation ?

Au premier abord, l'examen statistique de l'évolution des principaux indicateurs laisse imaginer une baisse substantielle de la rentabilité des capitaux propres et des capitaux investis, de la marge bénéficiaire et du niveau d'activité. Les entreprises cotées, après leur introduction en Bourse, se sont plus orientées vers les stratégies de croissance externe et leur niveau d'endettement s'est accru. Si le pouvoir de négociation vis à vis de leurs partenaires peut être considéré comme stable (voire négatif) en moyenne, leur pourcentage

d'internationalisation s'est renforcée. Enfin les actionnaires ont vu leur taux de dividendes s'accroître malgré des résultats déficitaires. Un examen plus approfondi et plus critique de ces résultats montre, cependant, qu'il n'est pas sûr que ces évolutions, même significatives, soient systématiquement attribuées au phénomène de cotation. Nous étions amenés à utiliser un modèle économétrique pour tester la significativité de ces variables et voir si effectivement elle influence la rentabilité des entreprises, *ceteris paribus*, et dans quel sens.

Il s'est avéré que la cotation a eu un effet négatif sur la performance de la majorité des PME de notre échantillon. L'évolution de l'internationalisation à l'issue de l'introduction en Bourse est plutôt positive surtout dans une perspective dynamique. Les résultats obtenus par le modèle explicatif de l'évolution de la performance après cotation (modèle2) conduisent à des conclusions qui apportent quelques éléments de réponse à nos questions. En effet, d'après ce modèle, l'évolution de la performance dépend positivement et significativement de la stratégie d'internationalisation, de l'innovation, de la croissance interne et du pouvoir de négociation vis à vis des fournisseurs. Hormis l'exportation où l'évolution est plutôt favorable, les autres variables ont accusé une baisse significative après la cotation dans l'ensemble des tests réalisés. Ceci explique donc, la chute de performance constatée. De même, la variation de la performance après cotation dépend négativement de la stratégie de croissance externe, du pouvoir de négociation des clients et de l'endettement (coefficient significatif). Ces variables ont accusé une hausse, au vu des tests précédents. La performance s'en est donc affectée.

En résumé, le développement international des PME de notre échantillon s'améliore après l'introduction en Bourse. En même temps, les indicateurs de performance accusent une baisse significative après cotation. Cela ne signifie aucunement un effet négatif de la stratégie d'internationalisation sur la performance des PME cotées. Bien au contraire, avec sa contribution positive, elle atténue les conséquences d'une conduite stratégique « maladroite ». Ceci étant dit, nous convenons parfaitement que l'horizon retenu est très court pour pouvoir évaluer l'effet de la cotation sur la conduite stratégique des dirigeants. Les stratégies de croissance, d'innovation et d'internationalisation ont été mises en évidence, certes. Mais leurs conséquences ne se verront qu'à un horizon plus lointain. De plus, les mesures de performance retenues et les outils d'analyse ne sont pas épargnés des critiques. Il semble, ainsi, que pour mieux comprendre les effets de la cotation sur la performance des PME, il faille, dans le cadre de l'extension de cette recherche, recourir à des études qualitatives plus approfondies. Il serait également intéressant de recourir à des études comparatives avec des grandes entreprises cotées afin de mieux ressortir la spécificité des PME, ou avec des PME étrangères ou cotées dans d'autres places financières...

Bibliographie

- Alexandre, H. et G. Charreaux, « L'efficacité des privatisations françaises : une vision dynamique à travers la théorie de gouvernance », *Revue économique*, vol.55, n°4, 2004.
- Allali, B., « Vision des dirigeants et internationalisation des PME : ébauche d'un cadre conceptuel », *6^{ème} CIFPME*, HEC Montréal, octobre 2002.
- Beamish, P.W., A.J., Morrison, P.M. Rosenzweig et A.C. Inkpen, *International Management Text and cases*, 4th Ed. McGraw-Hill, 2000.
- Bilkey, W.J., "An Attempted Integration of the Literature on the Export Behavior of Firms", *Journal of International Business Studies*, pp 33-46, Spring 1978.
- Bilkey. W. J. et G. Tesar, "The Export Behavior of Smaller Sized Wisconsin Manufacturing Firms" *Journal of International Business Studies*, pp 93-98, spring/summer 1977.
- Cai, J., J.Wei, "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Offerings", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.5, pp 389-417, 1997.
- Calof, J.L., "The Relationship between Firm Size and Export Behaviour Revisited", *Journal of International Business Studies*, vol.25, n°2, pp 367-387, 1994.
- Cavusgil, S.T. et J.R. Nevin, "Internal Determinants of Export Marketing Behavior: An Empirical Investigation". *Journal of Marketing Research*, vol.18, n°1, pp 114 – 119, February 1981.
- Charreaux, G., *Le gouvernement des entreprises : Théories et faits*, Paris, Economica, 540 p, 1997.
- Charreaux, G., « Gouvernance des PME-PMI », in *PME-PMI : le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement*, Paris, Economica, p. 109-116, 1998.
- Coviello, N.B., A. McAuley, "Internationalisation and the Smaller Firm: A Review of Contemporary Empirical Research", *Management International Review*, vol. 39, n°3, pp 223-22, 1999.
- Daigne, J-F., et X. Joly, *Le second marché : un atout pour l'entreprise*, Paris, Les éditions d'organisation, p.5-75, 1986.
- Daily, C.M., M.J., Dolinger, « An emperical examination of ownership structure in family and professionally-managed firms », *Family Business Review*, vol. 5, n°2, p. 117-136, 1992.
- Desjardin, C., « S'introduire en Bourse: Combien ça coûte? », *option Finance*, n°565, p.12-17, 1999.
- Desroches, J. et V. Jog, *La PME & le financement public*, Montréal, Institut de recherches politiques, 110 p,1991.
- Erramilli, M.K. & C.P., Rao, "Service Firms International Entry-Mode Choice: A Modified Trabsaction-Cost Analysis Approach", *Journal of Marketing*, vol.57, n°3, pp 19-38, 1993.
- Eshel, I., L. Samuelson, A., Shaked, « Altruists, Egoists and holligans in a local interaction model », *American Economic Review*, vol.88, n°1, p.157-179, 1998.
- Fletcher, D., S. Vyakarnam, "Enacting Globalization and Mapping Growth in Small Entrepreneurial Firms", in *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College (Modified version provided by Fletcher), 1999.

- Hitt, M.A. & B.R. Bartkus, "International Entrepreneurship". In Katz J.A. (Ed.). *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence, and Growth*, vol. 3. London: Jai Press Inc. 7-30, 1997.
- Ibbotson, R., J. Jaffe, "Hot Issue Markets", *Journal of Finance*, vol.30, n°5, pp1027-1042, 1975.
- Jain, B.A., O. Kini, "The Post-issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, vol.49, n°5, 1699-1726, 1994.
- Jensen, M.C., *Self interest, altruism, incentives, and agency*, Foundations of Organizational Strategy, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1998.
- Jensen, M.C. et W.H. Meckling, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and owner structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305 –360, 1976.
- Joffre, P., « Internationalisation de l'entreprise », in *Encyclopédie de gestion*, Economica, pp 1556-1586, 1989.
- Joffre, P., « Globalisation de l'entreprise », in *Encyclopédie de gestion*, Economica, pp 1627-1651, 1997.
- Joyal, A., *Des PME et le défi de l'exportation*, Presse Inter Universitaires (Québec) et éditions 2 continents (Casablanca), 1996.
- Julien, P.A., « Globalisation de l'économie et PME », *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol.12, n°3, pp 58-72, 1995.
- Kang, D., *The impact of family ownership on performance in public organisations : A study of the US fortune 500, 1982-1994*, Toronto, Academy of Management Meetings, 2000.
- Kaynak, E.; P.N. Ghauri, & T. Olofsson-Bredenklo, "Export Behavior of Small Swedish Firms", *Journal of Small Business Management*, vol. 25, n°2, p.26-32, 1987.
- Kim, K., P. Kitsabunnarat, L.J. Nofsinge, "Ownership Control and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance*, vol.156, pp 1-27, 2002.
- Koenig, G., *Management stratégique*, Dunod, Paris, 2004.
- Leonidou, L.C. & C.S. Katsikeas, "The Export Development Process: An Integrative Review of Empirical Models". *Journal of International Business Studies*, vol. 27,n°3, 1996.
- Levasseur, M., et A. Quintart, « L'entreprise et la Bourse », dans *Finance*, Paris, Economica, p.609-636, 1998.
- Manne, H.G., « Mergers and the market for corporate control», *Journal of Political Economy*, avril, p : 110-120, 1965.
- Mehta, S.N., "Enterprise: Small and Midsize Firms Scale Back Hopes for Doing Business with Mexico", *Wall Street Journal*, 1,September 1995.
- Mikkelsen, W.H., M.M. Partch, K. Shah, "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", *Journal of Financial Economics*, vol. 44 , pp 281-307, 1997.
- Miller, M., "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, pp 337-347, May 1977.

- Modigliani, F., M. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction", *American Economic Review*, pp 433-443, 1963.
- Perrow, C., *Complex Organisations*, New York, Random House, 1986.
- Ramangalahy, C., *Capacité d'absorption de l'information, compétitivité et performance des PME exportatrices : une étude empirique*, Thèse de doctorat en administration, HEC Montréal, 2000.
- Reid, S.D. "The Decision-Maker and Export Entry and Expansion", *Journal of International Business Studies*, (Fall), pp 101-12, 1981.
- Saada, C., «L'entreprise et la Bourse», *Cahiers Français*, n°27, p.73-80, 1996.
- Schulz, W., M. Lubatkin et R. Dino, «Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence», *Organisation Science*, vol. 12, n°2, pp 99-116, 2001.
- Sentis, P., « Performances opérationnelles et boursières des sociétés introduites en Bourse: le cas français 1991-1995 », *Finance*, vol.22, n°1, pp 87-118, 2001.
- Simon, H.A., «Altruism and Economics, *American Economic Review*», n°83, pp156-161, 1993.
- Thibodeau, J. *Les facteurs de succès à l'exportation chez les PME manufacturières du Québec: une étude de cas multiples*. Essai de maîtrise. FSA, Université Laval, Québec, 1994.
- Van Loye, G., « Organisation du pouvoir et financement des PME », *Revue Direction et Gestion*, n° 132-133, pp 47-62, Décembre 1991.
- Wolff, J.A., T.L. Pett, "Internationalization of Small Firms: An Examination of Export Competitive Patterns, Firm Size, and Export Performance", *Journal of Small Business Management*, vol. 38, n°2, pp 34-47, 2000.
- Young, S., J. Hamill, C. Wheeler & R. Davies, *International Market Entry and Development*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1989.
- Zucchella, A., "Firm Size and Internationalization", in *ASAC-IFSAM 2000 Conference Proceedings*, 21(8), pp 67-78. Montréal, 2000.