

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LES PLACEMENTS PRIVÉS AU CANADA ET L'HYPOTHÈSE DE LA
MANIPULATION DES RÉSULTATS

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
SIHEM MEKADA

JANVIER 2007

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENT

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude envers mon directeur de recherche, monsieur Maher Kooli, pour ses conseils avisés et son appui tout au long de ce mémoire.

J'adresse également mes sincères remerciements à madame Marie Hélène Noiseux et monsieur Komlan T. Sedzro, membres du jury, qui ont bien voulu évaluer ce travail.

Je remercie mon mari pour son appui et ses encouragements.

Je termine par un grand remerciement à ma famille, en particulier à mes parents qui m'ont apporté un soutien énorme malgré un éloignement difficile.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	v
LISTE DES TABLEAUX.....	vi
RÉSUMÉ.....	vii
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
DESCRIPTION DU PROCESSUS D'ÉMISSION DES PLACEMENTS PRIVÉS	3
1.1 Définitions.....	3
1.2 Processus d'émission d'un placement privé aux États-Unis	9
1.3 Processus d'émission d'un placement privé au Canada	13
CHAPITRE II	
REVUE DE LITTÉRATURE	15
2.1 Le choix entre les émissions publiques ou privées.....	15
2.2 La performance des placements privés à court terme	18
2.2.1 L'escompte.....	18
2.2.2 Rendements anormaux à court terme.....	23
2.3 Performance des placements privés à moyen et long terme.....	28
2.4 Dimension méthodologique	32
2.4.1 Approche événementielle.....	32

2.4.2 Approche calendaire	35
2.5 L'hypothèse de la manipulation des résultats	38
2.5.1 La relation entre la gestion des résultats et la performance à long terme des émissions privées et publiques (initiales et subséquentes)	40
2.5.2 Méthodes de gestion des résultats.....	43
2.5.3 Détection des manipulations comptables.....	45
CHAPITRE III	
DONNÉES ET MÉTHODES.....	49
3.1 Données.....	49
3.2 Méthodes.....	59
CHAPITRE IV	
RÉSULTATS EMPIRIQUES	60
4.1 Les résultats de la performance à long terme des placements privés sur le marché canadien	60
4.1.1 L'approche événementielle.....	60
4.1.2 L'approche en temps calendaire	64
4.2 L'analyse des accruals courants discrétionnaires.....	67
CONCLUSION.....	70
BIBLIOGRAPHIE.....	72

LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 Les choix de financement par capitaux propres des entreprises ouvertes.....	4
Figure 3.1 Distribution de l'échantillon par année (avec chevauchement).....	51
Figure 3.2 Distribution de l'échantillon par année (sans chevauchement).....	56
Figure 4.1 Rendements anormaux cumulés (0, +36 mois), 1996-2005	61

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 2.1 Synthèse des études portant sur l'escompte	22
Tableau 2.2 Synthèse des études portant sur la performance à court terme.....	27
Tableau 2.3 Synthèse des études portant sur la performance à moyen et long terme	31
Tableau 3.1 Distribution de l'échantillon par année (avec chevauchement)	51
Tableau 3.2 Distribution de l'échantillon par classe de taille	52
Tableau 3.3 Caractéristiques de l'échantillon des placements privés de 1996 à 2005	54
Tableau 3.4 Distribution de l'échantillon par année (sans chevauchement).....	56
Tableau 3.5 Distribution de l'échantillon (sans chevauchement) par classe de taille	57
Tableau 3.6 Caractéristiques de l'échantillon des placements privés de 1996 à 2005 (sans chevauchement).....	58
Tableau 4.1 Rendement anormal estimé selon l'approche en temps événementiel, 1996-2005	61
Tableau 4.2 L'évolution du rendement anormal cumulé moyen, 1996-2005	62
Tableau 4.3 Le rendement anormal cumulé par secteur, 1996-2005	63
Tableau 4.4 Le rendement anormal cumulé (RAC) par quartiles de taille, 1996-2005	64
Tableau 4.5 Résultats du modèle de Fama et French (1993), 1996-2005	66
Tableau 4.6 Résultats du modèle de Carhart (1997), 1996-2005	66
Tableau 4.7 Accruals courants discrétionnaires (ACD) pour les placements privés entre 1996-2004.....	67
Tableau 4.8 Caractéristiques des placements privés dans l'année d'émission selon les quartiles d'accruals courants discrétionnaires (ACD), 1996-2004	68
Tableau 4.9 Le rendement anormal cumulé (RAC) par quartiles d'accruals courants discrétionnaires (ACD), 1996-2004	69

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude est d'analyser en première étape la performance financière à long terme des placements privés au Canada. Nous utilisons un échantillon composé de 434 entreprises canadiennes ayant procédé à un placement privé d'actions ordinaires entre 1996 et 2005. En utilisant le modèle de Fama et French (1993), nous calculons un rendement anormal mensuel de -1.23 % (statistique- $t = -2.09$). Avec le modèle de Carhart (1997), nous confirmons également la contre-performance à long terme des placements privés. Le rendement anormal mensuel calculé est de -1.14 % (statistique- $t = -1.84$). Dans une deuxième étape, nous examinons l'hypothèse de la manipulation des résultats comme explication possible au comportement à long terme des placements privés. Nous observons que pour les entreprises qui ont procédé à une gestion agressive des résultats, le rendement anormal cumulé sur 36 mois suivant l'émission est égal à -9.89 % (statistique- $t = -2.37$). Nos résultats corroborent avec ceux de Chou, Gombola et Liu (2005) qui observent un comportement similaire chez les émetteurs de placements privés aux États-Unis.

Mots clés : placements privés, performance à long terme, manipulation des résultats, accruals.

INTRODUCTION

Dans un contexte de marché imparfait, certaines opérations financières influencent la valeur de l'entreprise en affectant ses décisions d'investissement ou ses opportunités de croissance. Une entreprise qui désire procéder à une augmentation de capital, à une émission d'obligations convertibles, ou d'obligations remboursables en actions, peut envisager d'émettre un placement privé. Il s'agit d'un mode alternatif au financement par émission boursière subséquente. Celle-ci s'adresse à un grand nombre d'investisseurs et leur est offerte à sa valeur marchande. Le placement privé par contre est réservé exclusivement à un nombre restreint d'investisseurs et leur est offert à un prix inférieur à celui du marché. La transaction est conclue assez rapidement puisqu'elle ne nécessite pas la production d'un prospectus¹. Selon le TSX règlement 4-1, l'acceptation est généralement accordée en quelques jours ouvrables.

Depuis quelques années, nous assistons à un certain engouement envers les émissions privées. Aux États-Unis, elles représenteraient 8 % du total des émissions d'actions, le phénomène demeure donc quand même marginal. Au Canada par contre, selon le Financial Post Datagroup, c'est un mode de financement souvent utilisé par les entreprises de petite taille.

La performance suivant l'annonce d'une émission publique subséquente aux États-Unis a été observée par différents chercheurs (Hansen et Crutchley (1990), Spiess et Affleck-Graves

¹ Un prospectus est un document à l'intention des investisseurs, qui contient une information détaillée sur une entreprise. Il doit être approuvé par une autorité financière compétente et diffusé ensuite auprès des investisseurs.

(1995), Loughran et Ritter (1997)). Ces auteurs constatent qu'en moyenne, ces émissions sous performant à court, moyen et long terme. Pour les placements privés, les résultats sont différents. Ils sur performant à court terme mais sous performant à moyen et long terme ((Hertzel et al. (2002), Krishnamurthy et al. (2004)). Il est à noter que très peu d'études ont été réalisées sur la performance des placements privés au Canada.

Cette recherche s'impose également en raison de la sensibilité des résultats antérieurs aux outils méthodologiques (Brav (2000) et Barber et Lyon (1997)).

Cela nous motive davantage à entreprendre notre étude d'autant plus que les placements privés aux Canada diffèrent en terme de taille de ceux aux États-Unis. Cette recherche propose un test hors échantillon en utilisant différentes approches méthodologiques.

Nous proposons également de tester l'hypothèse de la manipulation des résultats comme explication possible au comportement à moyen et long terme des placements privés. Plusieurs travaux de recherche ont en effet montré qu'il existe une relation significative entre les émissions publiques et la gestion des résultats et il serait intéressant de vérifier cette relation au niveau des placements privés.

Le premier chapitre de ce travail décrit le processus d'émission des placements privés. Le deuxième chapitre porte sur la revue de littérature. Le troisième chapitre présente nos données et méthodes. Le quatrième chapitre présente les résultats de l'étude empirique. Le dernier chapitre est la conclusion de ce travail.

CHAPITRE I

DESCRIPTION DU PROCESSUS D'ÉMISSION DES PLACEMENTS PRIVÉS

1.1 Définitions

Les placements privés représentent un mode de financement de plus en plus répandu au Canada. Il s'agit des placements émis dans le cadre de dispense de la réglementation des valeurs mobilières. Dans le cas de placement en capitaux propres, nous pouvons distinguer les placements privés effectués dans les sociétés publiques.

Dans ce travail, nous nous intéressons en particulier aux émissions privées d'actions ordinaires. Il s'agit d'une émission en blocs, réalisée par une société cotée en bourse, destinée à un nombre restreint d'acquéreurs considérés avertis. L'entreprise échappe ainsi aux règles contraignantes de l'appel public à l'épargne (contrôle des autorités de marché, obligations de diffusion d'information) et s'octroie rapidement des fonds sous forme de capitaux propres ou quasi capitaux propres qui lui permettent de financer sa croissance.

La figure 1.1 illustre les choix offerts à une entreprise publique qui veut se financer par capitaux propres : elle peut opter pour l'émission publique et viser un large bassin d'investisseurs ou choisir d'émettre des placements privés qui sont destinés un nombre restreint d'investisseurs.

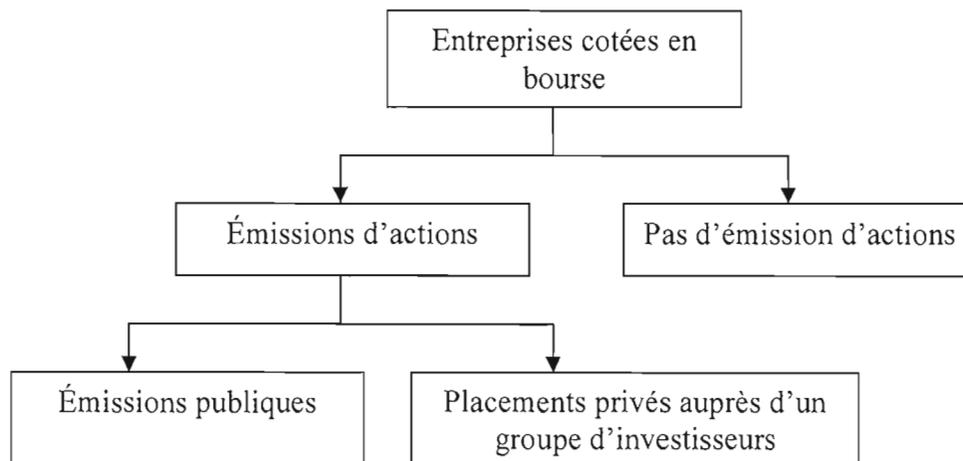


Figure 1.1 Les choix de financement par capitaux propres des entreprises ouvertes

Les acquéreurs d'un placement privé sont réputés être en mesure d'évaluer correctement la valeur des placements. Le recours à des placements privés repose sur l'hypothèse selon laquelle les investisseurs éventuels, dans certaines circonstances, n'ont pas besoin de renseignements aussi détaillés que ceux qui figurent dans un prospectus officiel (un prospectus comprend une description des activités de la compagnie, l'usage qu'elle fera du produit de la vente et ses états financiers). On tient pour acquis qu'ils sont parfaitement au courant des affaires de l'entreprise ou qu'ils possèdent l'expérience voulue pour négocier pour eux-mêmes, sont conscients des risques et sont prêts à assumer d'éventuelles pertes. Les intervenants peuvent être regroupés en trois grandes catégories :

- organisme bancaire financier ou d'assurance;
- particulier fortuné (surface financière d'au moins 300 000 \$);
- individu dont les intérêts convergent avec ceux de l'entreprise émettrice (famille, anciens dirigeants).

L'émission est normalement lancée au moyen d'une notice d'offre. L'émetteur n'est pas obligé de déposer un prospectus auprès de la commission des valeurs mobilières compétente. Ainsi, une documentation est nécessaire, elle est cependant plus légère que le rapport exigé dans le cas d'un placement public. Elle doit comporter les principales caractéristiques de l'emprunt ainsi qu'un certain nombre de renseignements relatifs à l'émetteur.

Les placements privés sont assujettis à des conditions de revente : les acquéreurs doivent les détenir pendant une certaine période (au moins quatre mois). De plus, l'acquéreur du placement privé doit émettre un prospectus s'il veut le vendre à d'autres investisseurs, sauf si ces derniers peuvent aussi se prévaloir de dispenses.

Il est à noter que les placements privés sont en moyenne vendus à escompte par rapport au prix au marché des actions. Ce dernier constitue un coût indirect dans l'émission subséquente. Par contre pour les placements privés, l'escompte est le principal constituant des coûts d'émission, étant donnée la faible part des coûts directs. L'importance relative de ces coûts dépend de la taille, du timing de l'émission, du risque et de la nature des titres émis.

Avantages des placements privés pour l'émetteur²

Les placements privés offrent plusieurs avantages à l'émetteur :

- Ne nécessitent pas l'émission d'un prospectus;
- Permettent une meilleure flexibilité de la taille de la transaction (de 1 million de \$ à plus de 200 millions de \$) que pour les émissions subséquentes;
- Améliorent la force de bilan et la flexibilité financière;
- Offrent une plus grande confidentialité et élimine les baisses de prix observées à la suite d'un appel public à l'épargne (effet d'annonce négatif);
- Requièrent une préparation minimale avant l'émission;
- Permettent - par un processus de marketing ciblé - de réduire le temps alloué par le management;

² D'après les informations disponibles sur le site :
http://www.hlh.com/main.asp?p=CORP_PIPEProductOverview

- Permettent de garder la confidentialité de la situation financière et des activités de l'émetteur.

Inconvénients des placements privés

- Le fait que le prospectus ne soit pas obligatoire rend la vérification de l'information sur le placement privé difficile. L'entreprise émettrice peut fournir une information optimiste aux investisseurs privés;
- Les placements privés diminuent la liquidité du marché (Silber (1991)), ce qui augmente le coût de capital des entreprises;
- Le placement privé réduit l'information transmise au marché, ce qui augmente le taux de rendement exigé.
- En Amérique du Nord, les placements privés sont assujettis à des restrictions de revente.

Pourquoi des entreprises ouvertes émettent-elles des placements privés?

De nombreuses entreprises recourent aux placements privés pour s'octroyer le financement qui leur est nécessaire, préférant ainsi ce mode à celui des émissions publiques. Dans cette section, nous fournissons certaines explications qui peuvent motiver ce choix.

- **Les économies de temps et d'argent**

Les émissions publiques requièrent une divulgation assez contraignante via la publication d'un prospectus. La procédure est à la fois longue et coûteuse, car l'approbation préalable par une autorité compétente est requise. En effet, la préparation d'un prospectus peut engendrer des frais considérables, notamment : les frais d'avocat, de comptabilité, de traduction et d'impression, les commissions des mandataires ou des syndicats financiers qui présentent les titres au public. Vu que le processus d'émission publique nécessite plusieurs mois, une entreprise qui a besoin de financement peut préférer les émissions privées.

Le placement privé est négocié directement entre l'émetteur et l'investisseur, et il est exempté de la publication d'un prospectus, ce qui se traduit par des coûts moindres comparativement à l'émission subséquente (Carpentier, L'Her et Suret (2005)).

Mola et Loughran (2004) indiquent une augmentation substantielle des frais associés aux émissions subséquentes, sous la forme d'escomptes qui n'ont pas été compensés par la diminution des frais de courtage. Ces frais ne sont pas négligeables, et peuvent expliquer l'attrait pour les émissions privées.

- **L'asymétrie d'information**

Hertzel et Smith (1993) notent que les entreprises sont plus enclines à choisir l'émission privée lorsque le degré d'asymétrie d'information est élevé. Les entreprises émettent des titres par voie privée à des investisseurs accrédités, mieux informés ou qui sont en mesure de produire de l'information d'une manière plus efficace, et ainsi estimer correctement la valeur de l'entreprise. De plus, comme les placements privés sont sujets à des restrictions de revente, l'émetteur va généralement accorder un escompte à l'acquéreur, ce qui constitue un coût au signal que l'émetteur voudrait envoyer au marché, le rendant plus efficace.

Les émetteurs de placements privés chercheraient alors une certification auprès d'investisseurs informés (Cronqvist et Nilsson (2005)).

Certaines entreprises préfèrent les placements privés par ce qu'elles peuvent se prévaloir de l'exemption du prospectus, et éviter ainsi de divulguer des informations confidentielles et protéger leurs découvertes, notamment dans les secteurs à fort apport en recherche et développement (technologie et biotechnologie). Les entreprises bien connues vont préférer les émissions publiques, alors que celles caractérisées par une forte asymétrie d'information vont choisir les émissions privées (Wu (2004)). Lors d'un appel public, l'entreprise doit s'assurer d'attirer un large bassin d'investisseurs, ce qui n'est pas le cas lors d'une émission privée. Donc étant donné un certain degré d'asymétrie d'information, elle devra assumer des coûts conséquents de production d'information si elle choisit d'émettre publiquement. C'est pourquoi les entreprises où l'asymétrie d'information est forte vont épargner les coûts de production d'information en procédant à des émissions privées.

De plus, lors d'un placement privé, l'émetteur négocie d'une manière privée la vente de ses titres directement avec un petit groupe d'investisseurs. La transaction n'est pas divulguée publiquement tant qu'elle n'est pas complétée, ce qui élimine toute incertitude de la part des investisseurs - typique lors des émissions subséquentes - quant au nombre ou au prix des actions à émettre. Le placement privé empêche donc les détenteurs ou les arbitragistes de vendre leurs parts en espérant racheter les actions à un prix moindre comme c'est souvent le cas lors des émissions subséquentes. De plus, la nature confidentielle des placements privés permet à l'émetteur de vendre les actions en se basant sur les compétences de l'entreprise et ses opportunités futures, sans se préoccuper des inquiétudes du marché.

- **Le monitoring**

Lorsqu'une entreprise procède à une émission privée, son actionnariat devient plus concentré, ce qui peut concilier les intérêts du management avec ceux des détenteurs de blocs (Wruck (1989)). Les placements privés contribueraient alors à atténuer les problèmes d'agence.

Goh *et al.* (1999) et Wu (2004), soulignent que l'hypothèse du monitoring ne peut être pertinente que dans la mesure où les acquéreurs des placements privés sont actifs (fonds de pension ou fonds de capital risque) et assument un rôle d'experts ou de conseillers auprès de la direction. Le placement privé peut donc constituer un moyen de surveillance des gestionnaires. Wruck (1989) explique que le manque de liquidité des placements privés, incite les détenteurs de blocs à surveiller les gestionnaires, ce qui est favorablement perçu par le marché et se traduit par un effet d'annonce positif.

- **Dernier recours et enracinement du dirigeant**

Une situation assez commune qui amène une entreprise à procéder à des émissions privées et non publiques est sa petite taille, et le risque inhérent à ses activités. Une telle

entreprise n'est pas bien évaluée par le marché boursier, et ne peut pas envisager l'émission publique.

Certains arbitrages entre les impôts, le profit et la détresse financière peuvent ainsi motiver le choix des émissions privées. Autrement dit, les placements privés constitueraient une sorte d'option ultime pour des entreprises en difficulté qui ne sont pas en mesure de se prévaloir des modes conventionnels de financement.

L'enracinement des gestionnaires peut aussi expliquer le choix d'une entreprise qui décide de procéder à une émission privée. La nature même du placement privé fait en sorte que c'est l'entreprise elle-même qui sollicite les investisseurs.

Si les investisseurs sont passifs, ou ont des intérêts convergents avec ceux des gestionnaires, ces derniers peuvent voir en l'occasion des placements privés un moyen de s'enrichir et de diluer le pouvoir des anciens actionnaires. Plusieurs travaux (Barclay, Holderness et Sheehan (2003), Hertz et Smith (1993) et Wu (2004)) confirment cette hypothèse, en documentant un escompte substantiellement plus élevé quand ce sont des initiés qui acquièrent le placement privé. La perception conventionnelle qui considère les placements privés comme un mécanisme qui améliore le monitoring externe a ainsi été remise en question.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003), notent que les placements privés peuvent aider les gestionnaires à se soustraire du marché de contrôle corporatif, puisqu'il est plus commode de placer les titres à la disposition d'investisseurs conciliants que de vendre publiquement des blocs d'actions et courir le risque d'une acquisition hostile.

En conclusion, nous pouvons dire que les raisons qui justifient le choix des émissions privées par les entreprises sont différentes et varient selon le secteur d'activité et la structure de l'entreprise.

1.2 Processus d'émission d'un placement privé aux États-Unis

Le placement privé tire son principal avantage - coûts d'émission moindre comparativement aux émissions subséquentes - du fait qu'il soit exempté des nombreuses exigences d'inscription et de report au niveau fédéral et conformément à chaque état. Il

permet à l'entreprise d'effectuer une transaction plus complexe tout en assurant la confidentialité, puisque les acquéreurs sont en nombre restreint et averti. De plus, le placement privé procure à l'émetteur un accès rapide au marché des capitaux. Avant d'entreprendre une telle transaction, l'émetteur doit comprendre les lois régissant les valeurs mobilières au niveau fédéral et les particularités de chaque état.

Les lois fédérales régissant les valeurs mobilières

Le placement privé constitue la transaction la plus répandue bénéficiant d'exemption de la *Section 5 of the Securities Act* de 1933. Celle-ci exige des compagnies de remplir un formulaire d'inscription auprès du SEC avant d'offrir ou de vendre des titres en valeurs mobilières. L'enregistrement sous la section 5 est un processus qui demande beaucoup d'argent et de temps. L'émetteur est aussi obligé de reporter périodiquement ses résultats financiers et toute autre information pertinente. Si l'information publiée est frauduleuse ou trompeuse, l'émetteur fera face à de graves pénalités.

L'entreprise qui effectue un placement privé doit le faire conformément à une des différentes catégories d'exemption disponibles. Par exemple la Section 4 (2), considère l'exemption accordée au conseil de direction; la Section 3 (a) (11) est destinée aux transactions à l'intérieur du même état (intrastate offering); ou le plus commun, la *Regulation D*, qui spécifie à son tour trois exemptions distinctes. Dans ce qui suit, nous présentons chacune de ces catégories d'exemption.

Section 4 (2)

En vertu du paragraphe 4 (2), l'entreprise doit satisfaire les recommandations suivantes :

- L'offre doit être effectuée directement aux investisseurs éventuels sans le recours à aucune sollicitation ou publicité;
- Le nombre d'acquéreurs doit être restreint;

- L'offre doit se limiter aux initiés (comme les directeurs de la compagnie ou des membres de leurs familles), ou des investisseurs sophistiqués qui ont une relation préétablie avec le directeur ou l'entreprise;
- L'investisseur éventuel doit recevoir certains renseignements financiers, une liste de facteurs de risque et un accès aux informations de l'entreprise.

Section 3 (a) (11)

Le paragraphe 3 (a) (11) offre une exemption d'enregistrement pour les émissions offertes et vendues aux personnes résidentes dans le même état par un émetteur qui réside et oeuvre dans ce même état. L'émetteur devra s'assurer de satisfaire les lois de l'état en question.

Regulation D, Rule 504 : Un million, tous les investisseurs

Selon cette règle, l'émission ne doit pas dépasser un million de dollars durant une période de 12 mois, pour tout émetteur non assujéti aux exigences d'enregistrement selon l'Exchange Act of 1934 (the "Exchange Act"), et qui n'est pas une compagnie d'investissement. La règle 504 ne fixe pas de limite sur le nombre ou la nature des investisseurs qui participent à la transaction. Une compagnie dispose de 15 jours après la première vente, pour déposer un Form D auprès du SEC.

Une entreprise en croissance qui cherche des capitaux selon la règle 504 doit examiner les lois de l'état très attentivement. Bien que plusieurs états aient adopté des lois de valeurs mobilières similaires à la loi D, plusieurs de ces lois n'incluent pas une telle exemption. Un mémorandum peut être requis.

Regulation D, Rule 505 : Cinq millions, investisseurs accrédités

Plusieurs entreprises préfèrent émettre des titres selon cette règle, étant donné que ses exigences sont cohérentes avec les lois de plusieurs états. La règle 505 permet de vendre des titres pour un montant de 5 millions de dollars sur une période de 12 mois, et ce, à un nombre illimité d'investisseurs accrédités et jusqu'à 35 investisseurs non accrédités (sans égard à

leurs fortunes, revenus ou compétences). Un investisseur accrédité est une personne appartenant à une des huit catégories énoncées dans la règle 501 (a) de la *regulation D*.

Plusieurs similitudes sont notées entre la règle 505 et la règle 504 en ce qui a trait à certaines restrictions ou documents (Form D). De plus, elle interdit toute forme de publicité ou de sollicitation en vue d'émettre les titres. Par ailleurs, une entreprise qui a fait l'objet de poursuites ou sanctions disciplinaires, administratives, civiles ou criminelles, ne peut se qualifier selon cette règle.

Regulation D, Rule 506 : aucun montant limite

Cette règle est similaire à la précédente sauf que les investisseurs non accrédités doivent être sophistiqués, c'est à dire répondant aux caractéristiques d'une des huit catégories spécifiées dans la loi 501 (a), et considérés par l'émetteur comme possédant une connaissance et une expérience dans les questions financières et organisationnelles qui les rendent capables d'évaluer par eux-mêmes les avantages et les risques inhérents à la transaction. Cette règle vient éliminer toute nécessité de préparer un document à l'intention des investisseurs. Cette règle est très attirante pour les entreprises qui cherchent de grands montants de capital, puisqu'elle n'établit pas de plafond maximal.

Les lois relatives aux états

L'émetteur doit s'assurer de rencontrer non seulement les lois fédérales, mais aussi les lois de son état. La loi D a été conçue dans le but d'uniformiser les lois fédérales et locales. Toutefois, ce n'est pas le cas dans tous les états. Chacun bénéficie d'un certain statut dans la réglementation des transactions de valeurs mobilières, certains ont des exigences très rigoureuses de divulgation alors que d'autres sont plus souples.

Une fois l'entreprise émettrice et les investisseurs s'entendent sur les termes de la transaction, l'entreprise annonce sommairement dans les médias la description du placement privé à sa fermeture. Parallèlement, elle émet un *8-K form* auprès du SEC, qui contient de l'information plus détaillée sur les termes du placement privé et les investisseurs impliqués.

C'est principalement à l'aide de ce formulaire de divulgation que les placements privés sont rendus publics et sont répertoriés sur le site de Placementtracker.com

1.3 Processus d'émission d'un placement privé au Canada

Les lois qui régissent le commerce des valeurs mobilières reposent sur trois grands principes : l'efficacité des marchés financiers, leur intégrité et la protection de l'investisseur. Au Canada, la réglementation du commerce des valeurs mobilières relève des provinces. Les lois sont similaires, mais non identiques. Une entreprise qui procède à des émissions dans plusieurs juridictions devait s'assurer de respecter les différents règlements. Depuis septembre 2005, la loi 45-106 a été introduite. Elle vise à harmoniser les régimes de dispenses et d'inscription à travers le Canada. On s'attend à une réduction des coûts d'émission des placements privés.

Auparavant, la majorité des dispenses prévues à la LVMQ (Loi sur les valeurs mobilières au Québec) nécessitait le dépôt d'une demande formelle d'informations ou d'une notice d'offre, de même que l'octroi d'une dispense par l'AMF (Autorité des marchés financiers), avant qu'un émetteur puisse effectuer le placement.

Le nouveau régime prévu au Règlement 45-106 ne requiert généralement plus le dépôt d'une demande formelle, d'informations ou d'une notice d'offre avant le placement, mais plutôt le dépôt d'un avis et de certains autres documents par l'émetteur, dans un délai spécifique après la clôture du placement.

Il est à préciser que les règles des bourses prévoient généralement l'obligation pour les sociétés inscrites de déposer un avis et, dans certains cas, d'obtenir l'approbation de la bourse avant de compléter un placement. Cette obligation demeure et n'est pas affectée par l'entrée en vigueur du Règlement 45-106.

Les lois sur les valeurs mobilières au Canada procurent certaines exemptions des exigences de prospectus permettant des placements privés sous des conditions spécifiques.

Généralement, un placement privé n'est pas soumis à des procédures obligatoires contraignantes, mis à part la présentation d'une notice et le paiement des frais requis.

En plus des gouvernements et des institutions financières, les exemptions s'adressent aux investisseurs accrédités incluant les individus qui ont des actifs financiers nets d'impôts de plus d'un million de dollars.

Finalement, nous rappelons que les placements privés doivent être détenus par l'acquéreur pour une période minimale de 4 mois.

CHAPITRE II

REVUE DE LITTÉRATURE

Dans ce chapitre, nous présentons les résultats des recherches antérieures portant sur les placements privés. D'abord, nous abordons la question de choix entre les placements privés et les émissions publiques subséquentes. Ensuite, nous présentons les résultats sur la performance à court terme des placements privés. Nous examinons également, les résultats sur la performance à long terme. La section suivante, présente une discussion sur la dimension méthodologique. La dernière section est consacrée à l'hypothèse de la manipulation des résultats.

2.1 Le choix entre les émissions publiques ou privées

Plusieurs chercheurs se sont intéressés aux caractéristiques des entreprises qui émettent des placements privés versus des émissions publiques. Gomes et Phillips (2005) examinent cette question en analysant un échantillon composé de 13 000 émissions d'actions ordinaires, de dette et d'obligations convertibles aux États-Unis. Les émissions privées présentent la moitié de leur échantillon. L'étude s'étend de janvier 1995 à décembre 2003. Les auteurs démontrent que les placements privés sont de plus en plus répandus, notamment chez les entreprises de petite taille, où l'asymétrie d'information et le risque sont élevés. Ils indiquent que les entreprises, dont les prévisions des analystes financiers sont les plus erronées et dispersées, sont les plus portées à émettre des placements privés.

Ainsi, le choix entre les émissions privées ou publiques serait en partie expliqué par l'asymétrie d'information.

Hertzel et Smith (1993) analysent un échantillon de 106 émissions privées. L'étude s'est déroulée de 1980 à 1987 et porte sur des entreprises américaines. Les auteurs confirment également que les placements privés sont utilisés par des petites entreprises où prévaut une forte asymétrie d'information. Les placements privés seraient un moyen d'envoyer un signal au marché indiquant que l'entreprise émettrice est sous-évaluée. Par ailleurs, les auteurs précisent que les émissions privées peuvent constituer une alternative pour résoudre le problème de sous-investissement³ que rencontrent les entreprises de petite taille.

Chaplinsky et Haushalter (2003) étudient un échantillon de 1 062 entreprises américaines ayant procédé à des émissions privées d'actions entre 1995-2000. Ils notent qu'environ 75 % des émetteurs accusent des pertes et plus de 50 % sous performant le marché durant l'année précédant l'émission. Ce qui indique que la majorité des émetteurs de placements privés sont des entreprises en mauvaise situation financière et dont la performance boursière est médiocre. Les auteurs concluent que les placements privés sont normalement utilisés par les entreprises qui ne peuvent pas se prévaloir des formes traditionnelles de financement. Il est à noter que malgré la performance médiocre des émetteurs de placements privés, les investisseurs obtiennent en général des rendements positifs sur leurs investissements. Il semble donc que les placements privés réussissent à établir une structure qui permet aux entreprises rencontrant certaines incertitudes de lever du capital sans exposer pleinement les investisseurs à leurs risques.

Folta et Janney (2002) analysent un échantillon de 328 entreprises américaines du secteur technologique (semi-conducteurs, communication, électronique, logiciels et bio-

³ Selon le modèle de Myers et Majluf (1984), les émissions publiques d'actions indiquent que l'entreprise est surévaluée. Si l'entreprise est sous-évaluée, qu'elle a des opportunités d'investissement favorables, mais qu'elle ne dispose pas de ressources financières suffisantes, les gestionnaires vont préférer ne pas émettre de nouvelles actions. En ne procédant pas à une émission, les gestionnaires choisissent de renoncer à des opportunités d'investissement.

technologies). Dans cet échantillon, ils répertorient 695 placements privés et 293 émissions publiques effectués entre 1973-1998. Cela indique la prépondérance des émissions privées comme mode de financement des entreprises hautement technologiques où l'asymétrie d'information est relativement forte.

Hertzel et *al.* (2002) considèrent un échantillon de 619 entreprises américaines, ayant procédé à des émissions privées entre 1980-1996. Dans leur échantillon, 55 % des entreprises appartiennent aux six industries suivantes : Produits chimiques, équipements électriques et électroniques, holding et autres bureaux d'investissement, instruments et produits connexes, machines et équipement industriels et services. Cette étude nous renseigne sur la répartition sectorielle des émetteurs de placements privés sur le marché américain.

Dans le contexte canadien bien que le phénomène des placements privés est une pratique largement répandue chez les entreprises, à notre connaissance, les études sont peu nombreuses.

D'après Carpentier, L'Her et Suret (2005), ce phénomène a pris de l'importance aux États-Unis, mais demeure marginal comparativement au financement par émission publique. Ils notent qu'au Canada, au Canada, 70 % des entreprises listées émettent des placements privés, ces derniers excédant en nombre les émissions subséquentes. Cela peut s'expliquer par la rapidité de la procédure d'émission d'un placement privé. En effet, ces transactions ont l'avantage de se conclure en quelques jours ou semaines puisqu'elles ne nécessitent pas la préparation d'un prospectus. Ceci n'est pas le cas pour les émissions subséquentes, qui requièrent quelques mois.

Carpentier et Suret (2003) rapportent également que 70 % des investissements dans les placements privés au Canada ont été réalisés par des entreprises de courtages affiliées aux six principales banques canadiennes durant l'année 2001.

Carpentier, L'Her et Suret (2004) examinent un échantillon de 4 724 placements privés et 3 502 émissions subséquentes effectuées par des entreprises canadiennes entre 1993-2003. Ils notent que les placements privés sont utilisés dans plusieurs secteurs, mais principalement

dans celui des ressources naturelles (qui représente 62 % de leur échantillon). Ceci reflète une forte concentration sectorielle relativement à la répartition des placements privés dans l'industrie américaine. De plus, l'étude permet de constater que les entreprises du secteur des ressources naturelles utilisent plus fréquemment le placement privé que les émissions subséquentes.

Carpentier, L'Her et Suret (2004) précisent qu'au Canada, les entreprises publiques utilisent plus souvent les placements privés que les émissions publiques. Ils rapportent 2 186 entreprises qui ont émis un placement privé, et 1 663 entreprises qui ont procédé à des émissions subséquentes depuis 1993. Toutefois, le montant des placements privés est de 5 fois inférieur à celui obtenu par les émissions subséquentes.

Les placements privés seraient donc offerts surtout par des petites entreprises, à forte asymétrie d'information, et souvent affichant une mauvaise situation financière. Par ailleurs, ils pourraient constituer un financement adéquat pour les besoins de moyenne amplitude. Toutefois, nous ne pouvons pas généraliser les résultats précités dans les études américaines dans le contexte canadien étant donné les différences structurelles à la fois au niveau du marché et des firmes.

2.2 La performance des placements privés à court terme

Un autre volet qui a suscité de l'intérêt au niveau de la littérature est l'analyse de la performance à court et à long terme des placements privés, ce que nous présentons dans ce qui suit.

2.2.1 L'escompte

Les placements privés d'actions sont généralement vendus à un prix inférieur à celui de l'action sur le marché boursier. L'écart entre le prix de l'action émise via un placement privé et le prix de l'action cotée est appelé escompte. Généralement, le prix de l'action cotée est relevé 10 jours après l'annonce.

Autrement dit : $L'escompte = (\text{Prix}_{\text{jour}+10} - \text{Prix du placement}) \div \text{Prix}_{\text{jour}+10}$ (1)

Plusieurs études (majoritairement américaines) ont calculé l'escompte qui caractérise les placements privés. Hertz et Smith (1993) calculent un escompte moyen sur les placements privés de l'ordre de 20 % pour des émissions effectuées entre 1980-1987. Toutefois dans leur échantillon, pour 21 entreprises (sur un total de 106) identifiées comme étant en situation de détresse financière, l'escompte sur les placements privés émis atteint 34.8 %. De plus, les auteurs notent que l'escompte accordé aux gestionnaires est supérieur à celui accordé aux autres investisseurs (respectivement 44 % et 19 %). Ils notent aussi que les escomptes sont inversement reliés à la taille de l'entreprise.

Hertz et *al.* (2002), mesurent un escompte moyen d'environ 16 % sur les placements privés émis par les 619 entreprises de leur échantillon entre 1980-1996.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) étudient 594 placements privés effectués par des entreprises américaines entre 1979-1997. Ils identifient trois catégories d'investisseurs, soit les investisseurs actifs, gestionnaires et passifs. Cette dernière catégorie est la plus grande de leur échantillon (83 %). Les résultats obtenus indiquent un escompte moyen égal à 18.7 %. L'escompte accordé aux investisseurs affiliés (gestionnaires) est comparable à celui accordé aux investisseurs passifs (-24 % et -21 %, respectivement), mais celui consenti aux investisseurs actifs est beaucoup plus faible (seulement -1.8 %).

Les auteurs notent également que 14 % des entreprises ont émis des placements privés au pair ou à un prix supérieur à celui du marché.

Wu (2004) considère un échantillon composé de 360 placements privés et 728 émissions publiques réalisées par des entreprises américaines oeuvrant dans le secteur de la haute technologie. La période de l'étude se situe entre 1986-1997. L'escompte obtenu est égal à 8.7 % pour les placements privés et 3.1 % pour les émissions publiques.

Au Canada, Carpentier, L'Her et Suret (2005) se basent sur un échantillon de 2 108 placements privés et 1 990 émissions publiques réalisés entre 1993-2003, pour comparer les deux types d'émissions. L'étude indique un escompte moyen de 10 % pour les placements

privés et 5 % pour les émissions subséquentes, ce qui demeure cohérent avec les résultats américains.

Selon ces études, nous pouvons dire que les placements privés sont généralement vendus à un escompte se situant entre 9 % et 20 % par rapport au prix sur le marché. Dans le tableau 3.1, nous proposons une synthèse de ces études. Dans ce qui suit, nous élaborons les principales explications théoriques qui pourraient justifier l'escompte sur les placements privés.

Hertzel et Smith (1993) suggèrent que l'escompte reflèterait les économies d'échelle dans la production d'information. Les entreprises qui choisissent les émissions privées envoient un signal positif au marché quant à leurs opportunités futures. En effet, les placements privés permettent aux gestionnaires de négocier avec un petit groupe d'investisseurs et de les convaincre que l'entreprise est sous-évaluée et que sa croissance future est bonne, en leur donnant accès à de l'information privilégiée. En souscrivant à des placements privés, ces investisseurs compétents certifient que l'entreprise est de bonne qualité, c'est ce qu'on appelle l'hypothèse de certification.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) attribuent l'escompte sur les placements privés à une compensation pour leurs détenteurs en contrepartie de leur non-implication (passivité) dans l'entreprise, contribuant de la sorte à l'enracinement des dirigeants. L'étude de Wu (2004) va dans le même sens. L'auteur suggère que l'escompte est accordé aux investisseurs en contrepartie de leur non-ingérence, permettant ainsi aux gestionnaires de s'enraciner et de tirer des avantages privés.

Wu (2004) note que le coût total d'un placement privé - qui inclut aussi bien l'escompte que les frais directs - est approximativement deux fois le coût total d'une émission subséquente. Cependant, l'émission subséquente ne permet pas aux gestionnaires de contrôler qui va détenir les actions. Le placement privé, quant à lui, leur permet de choisir les détenteurs – du moins au début - et empiriquement il a été prouvé que les détenteurs vont passivement garder les actions. Ce qui donne du crédit à l'hypothèse d'enracinement.

Carpentier, L'Her et Suret (2005) expliquent qu'il peut être rationnel pour une entreprise émettrice de céder 4 % de leurs revenus bruts (sous forme d'escompte) pour réduire le temps d'émission de 6 mois, notamment celles dont le coût du capital est élevé.

Plusieurs chercheurs pensent que l'escompte constitue une sorte de rémunération pour les avantages qu'apportent les investisseurs par la certification et le monitoring, alors que d'autres l'attribuent à une compensation pour l'enracinement des dirigeants. Nous dénotons par ce fait, un manque de consensus sur la raison d'être de l'escompte dans la littérature existante.

Tableau 2.1 Synthèse des études portant sur l'escompte

Auteur(s);Revue	Échantillon	Résultats
Hertzel et Smith (1993); <i>Journal of Finance</i>	106 émissions privées (entreprises américaines de petite taille), durant la période 1980-1987.	Escompte moyen = 20.1 .1%. Pour les entreprises en détresse financière, l'escompte atteint 34.8 %.
Hertzel et al. (2002); <i>Journal of Finance</i>	619 entreprises publiques américaines qui ont annoncé des placements privés durant la période 1980 à 1996.	Escompte moyen = -16 %
Barclay, Holderness et Sheehan (2003); AFA 2004 San Diego Meetings, Document de travail	594 placements privés américains, divisés en 3 catégories d'investisseurs: Actif (12 %), managérial (5 %) et passif (83%), période : 1979-1997.	Escompte moyen = -18.7 % Escompte moyen accordé aux gestionnaires = -24.2 % Escompte moyen accordé aux investisseurs passifs = -20.8 % Escompte moyen accordé aux investisseurs actifs = -1.8 %
Wu (2004); <i>Journal of Financial Economics</i>	360 placements privés et 728 émissions publiques (entreprises américaines, du secteur de haute technologie), entre 1986-1997	Escompte moyen pour les placements privés = 8.7 % versus 3.1% pour les émissions publiques.
Carpentier, L'Her et Suret (2005); CIRANO Document de travail	2108 placements privés et 1990 émissions publiques, effectués par des entreprises canadiennes, entre 1993-2003.	Escompte moyen pour les placements privés = 9.99 % versus 5.33 % pour les émissions subséquentes.

2.2.2 Rendements anormaux à court terme

Maintenant, nous proposons d'examiner les résultats de la littérature sur la performance à court terme des placements privés. Le tableau 3.2 présente une synthèse de ces résultats empiriques.

Wruck (1989) analyse un échantillon de 128 placements privés effectués par des entreprises américaines entre 1979-1985. Le rendement anormal obtenu est positif, il est de 4.41 % pour une fenêtre de 4 jours. De plus, l'étude souligne une non-linéarité entre le rendement anormal associé au placement privé et le degré de concentration de la propriété. La relation est positive lorsque la concentration est très forte ou très faible, et négative ailleurs.

Alli et Thompson (1993) considèrent un échantillon de 49 placements privés composé de 12 émissions offertes par des entreprises listées et 37 entreprises hors bourse, aux États-Unis durant la période 1982-1989. Ils notent que les placements privés sont en moyenne associés à des rendements positifs anormaux (environ 2%) statistiquement significatifs durant la période suivant immédiatement l'émission (2 jours). De plus, l'ampleur de la réaction du marché est généralement corrélée négativement à l'escompte du placement privé et à la taille de l'émission.

Brophy, Ouimet et Sialm (2004), se basent sur un échantillon de 5 260 placements privés américains émis entre 1995-2002. Les auteurs distinguent entre deux catégories de placements privés : les placements structurés, qui représentent le tiers de leur échantillon, et les placements traditionnels qui représentent le reste. Les placements privés traditionnels sont des placements d'actions ordinaires ou d'obligations convertibles, à des prix ou des ratios de conversion prédéterminés. Les investisseurs de ce type de placements reçoivent un nombre déterminé d'actions ordinaires ou peuvent convertir leurs obligations en un nombre déterminé d'actions de la compagnie émettrice. Ils sont attirés par ses émissions en particulier à cause des escomptes généralement accordés comparativement au prix sur le marché. Les placements structurés, quant à eux, sont des placements de titres convertibles à des ratios de

conversions qui dépendent de la performance du titre sous-jacent après l'émission du placement privé. Les placements structurés permettent aux investisseurs de convertir les titres acquis en un grand nombre d'actions ordinaires si le titre sous performe après la date d'émission, les protégeant ainsi contre les baisses de prix.

L'étude indique un rendement anormal moyen à court terme de 3.87 % pour une fenêtre de réponse de 10 jours, aux alentours de la date de fermeture de la transaction. Le rendement anormal moyen est de 5.49 % pour les placements privés traditionnels et de 0.40 pour les placements privés structurés.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) trouvent aussi un rendement anormal positif pour leur échantillon de 594 placements privés sur une fenêtre de calcul (-1 jour, 0). Le rendement anormal varie selon les catégories d'investisseurs : les investisseurs actifs obtiennent 5 %, alors que les passifs obtiennent 1.4 %. Les investisseurs affiliés (gestionnaires) ont un rendement anormal cumulé négatif.

Krishnamurthy et *al.* (2004) calculent le rendement anormal obtenu dans un échantillon formé de 397 émissions privées proposées par des entreprises américaines entre 1983-1992. Les résultats indiquent un rendement moyen cumulé égal à 2.21 % sur une fenêtre de calcul (-3 jours, 0). Les auteurs procèdent à une catégorisation des placements privés, selon qu'ils sont en détresse financière ou non, et si les investisseurs sont affiliés ou non.

En excluant les entreprises en détresse financière, le rendement anormal lors de l'annonce disparaît. De plus, lorsque les placements privés sont achetés par des investisseurs affiliés, le rendement anormal est de 3.68 %, contre 1.39 % obtenu quand les investisseurs sont non affiliés.

Hertzel et Smith (1993) considèrent le rendement anormal ajusté par rapport à l'escompte afin de mesurer les effets d'information des annonces de placements privés. L'effet d'annonce serait une mesure de l'effet d'information net des coûts de placement. Autrement dit, le rendement ajusté par rapport à l'escompte renseigne sur le rendement réalisé par les investisseurs du placement privé (alors que le rendement non ajusté donne le rendement pour l'ensemble du public investisseur). Leur étude indique un rendement anormal ajusté de 8.2 %

Hertzel et Smith (1993) calculent le rendement anormal ajusté par rapport à l'escompte selon la formule suivante :

$$RA_{\text{ajusté}} = [1/(1 - \alpha)][RA] + [\alpha/(1 - \alpha)][(Pb - Po)/Pb] \quad (2)$$

où

RA est le rendement anormal du titre pour une fenêtre de 4 jours,

α est le ratio des actions placées sur les actions émises après le placement,

Pb est le prix au marché à la fin du jour précédant la fenêtre d'évènement,

et Po est le prix du placement.

Ces différentes études indiquent qu'en général le rendement anormal est positif lors de l'annonce des placements privés de l'ordre de 2%. Plusieurs explications ont été avancées pour expliquer cette performance, nous en rappelons quelques-unes.

Les résultats obtenus par Hertzel et Smith (1993) confirment l'hypothèse de la certification qui stipule que les investisseurs informés valident l'évaluation de l'entreprise par le marché en participant à un placement privé. Les placements privés seraient favorablement perçus par le marché, d'où l'effet d'annonce positif.

Alli et Thompson (1993) notent que les rendements positifs observés lors de l'annonce d'un placement privé, vont à l'encontre de ce qui est observé dans le cas des émissions subséquentes, mais demeurent cohérents compte tenu de la nature de la négociation. Les auteurs pensent que ce genre de contrat peut susciter une moindre asymétrie d'information entre l'émetteur et les acquéreurs étant donné que ces derniers sont réputés compétents.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) relient cette performance positive à court terme à l'implication des investisseurs (investisseurs actifs) notamment l'annonce de *joint venture*. Ils stipulent que l'effet positif de l'annonce d'un placement privé est induit par l'annonce en parallèle, d'un partenariat stratégique d'affaires.

Krishnamurthy et *al.* (2004) précisent qu'étant donné que les investisseurs affiliés (président de l'entreprise, directeur, ou détenteurs de blocs de contrôle) sont mieux informés pour estimer la vraie valeur de l'entreprise, ils devraient donc être les premiers à investir dans les placements privés lorsque l'entreprise est sous-évaluée. De plus, lorsqu'ils détiennent plus de parts de l'entreprise, cela contribue à aligner les intérêts des gestionnaires avec ceux des actionnaires. Les auteurs rejettent l'hypothèse de l'enracinement, ils pensent plutôt que leurs résultats démontrent que les investisseurs affiliés apportent des avantages à la firme, associés à la certification et le monitoring.

Tableau 2.2 Synthèse des études portant sur la performance à court terme

Auteur(s);Revue	Échantillon	Méthodologie	Résultats
Wruck (1989); <i>Journal of Financial Economics</i>	128 placements privés effectués par des entreprises américaines de grande taille, entre 1979 et 1985.	Rendements anormaux cumulés (RAC)	Pour une fenêtre (-3 jours, 0), le rendement anormal = 4.41 %
Alli et Thompson (1993); <i>Financial Review</i>	49 placements privés, dont 12 effectués par des entreprises américaines listées et 37 over the counter, durant la période 1982-1989.	RAC	Pour une fenêtre (0, +1 jour), le rendement anormal (RA) = 1.9%
Hertz et Smith (1993); <i>Journal of Finance</i>	106 émissions privées (entreprises de petite taille américaines), durant la période 1980-1987.	RAC ajusté par rapport à l'escompte	Pour une fenêtre (-3 jours, 0), RAC ajusté par rapport à l'escompte = 8.2%
Barclay, Holderness et Sheehan (2003); AFA 2004 San Diego Meetings, Document de travail	594 placements privés américains, divisés en 3 catégories d'investisseurs : Actif (12%), managérial (5%) et passif (83%), période : 1979-1997.	RAC	Pour une fenêtre (-1 jour, 0) : RAC moyen = 1.7% RAC pour les investisseurs actifs = 5% RAC pour les investisseurs affiliés = - 0.7% RAC pour les investisseurs passifs = 1.4%
Brophy, Ouimet et Sialm (2004); NBER Document de travail	5260 placements privés américains (dont 1/3 représente des placements structurés, et le reste des placements traditionnels), durant la période 1995-2002.	1) Approche événementielle : Achat-détention (BHAR) 2) Approche calendaire : Coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs	Pour une fenêtre (-4 jours, +5 jours), RA = 3.87%
Krishnamurthy et al. (2004); <i>Journal of Financial Intermediation</i>	397 émissions privées effectuées aux États-Unis, durant la période 1983-1992. Catégories selon affiliation de l'investisseur, et détresse financière de la firme.	RAC	Pour une fenêtre (-3 jours, 0) : RAC moyen = 2.21% RA non affilié = 1.39 vs RA affilié = 3.68% RA ajusté par rapport à l'escompte = 9.2%

2.3 Performance des placements privés à moyen et long terme

Cette section est consacrée à la présentation des résultats sur la performance à moyen et long terme des placements privés. Plusieurs chercheurs documentent en moyenne un rendement anormal négatif à long terme.

Hertzel et *al.* (2002) évaluent la performance anormale à long terme en utilisant un échantillon de 619 entreprises. Pour ce faire, ils utilisent deux approches, soit l'approche événementielle et l'approche calendaire. Une explication détaillée de ces approches fera l'objet de la prochaine section. Mais la principale distinction réside dans le fait que l'approche en temps calendaire se base sur la date réelle de l'évènement, alors que dans l'approche événementielle, le temps est défini en fonction d'un évènement (soit un placement privé dans notre étude).

La mesure utilisée dans l'approche événementielle est le rendement anormal selon l'achat-détention (Buy and hold abnormal return ou BHAR). La mesure utilisée dans l'approche calendaire est le coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs. Les résultats des deux approches sont similaires. Ils indiquent un rendement anormal moyen négatif de -23 % sur 3 ans de l'émission. Les auteurs notent également une relation négative entre le rendement moyen à long terme réalisé par les émetteurs et le rendement obtenu à court terme.

Brophy, Ouimet et Sialm (2004) procèdent d'une manière similaire à celle d'Hertzel et *al.* (2002). Les deux méthodes convergent aussi, le rendement anormal est négatif sur une période de 2 ans. Il est de -11 % pour les placements traditionnels et de -36 % pour les placements structurés.

Krishnamurthy et *al.* (2004) utilisent le BHAR pour calculer le rendement anormal des investisseurs non participants au placement selon que celui-ci est acheté par des investisseurs affiliés à l'entreprise ou des investisseurs non affiliés. Ils remarquent que lorsque les investisseurs sont non affiliés, le rendement anormal est négatif sur trois ans (-47 %). Si les investisseurs sont affiliés, les résultats sont non significatifs, le rendement à long terme est normal.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) utilisent le rendement anormal cumulé (RAC) pour mesurer la performance à moyen terme. Le RAC moyen sur une fenêtre (-1 jour, +120 jours) est -9.4 %. Le RAC des gestionnaires est largement plus élevé que le RAC obtenu par les investisseurs passifs (16.8 % versus -13.2 %).

Chaplinsky et Haushalter (2003) utilisent la méthode RAC pour mesurer le rendement anormal sur un an des placements privés émis par les 1 062 entreprises de leur échantillon. Ils obtiennent un RAC négatif d'une valeur de -26.7 %.

À notre connaissance, aucune recherche canadienne n'a examiné la performance à long terme des placements privés. Dans l'ensemble, les études américaines indiquent que le rendement anormal à moyen et long terme des placements privés est négatif. Plusieurs explications ont été avancées pour comprendre cette contre-performance.

Hertzel et *al.* (2002) infirment l'hypothèse de la théorie comportementaliste, selon laquelle le rendement à long terme devrait aller dans le même sens que le rendement à court terme. Ils attribuent cette sous-performance à un optimisme démesuré de la part des acquéreurs des placements privés.

Barclay, Holderness et Sheehan (2003) expliquent la contre-performance des placements privés par la passivité généralement observée chez les souscripteurs des placements privés. Ces derniers ne contribuent pas à augmenter la valeur de l'entreprise à travers une meilleure surveillance du processus de l'émission.

Krishnamurthy et *al.* (2004), et Brophy, Ouimet et Sialm (2004), expliquent que le rendement des placements privés qui engagent des investisseurs affiliés (institutions affiliées, ou dirigeants), ne baisse pas à long terme comparativement au rendement à long terme obtenu dans les placements privés qui n'impliquent pas ce type d'investisseurs. Ceci indique que les investisseurs affiliés ne participent pas dans les placements offerts par les firmes surévaluées, pour éviter d'éventuelles poursuites judiciaires de la part des autres investisseurs ne participant pas dans le placement (à cause de l'escompte accordé aux investisseurs affiliés).

Il importe à ce stade de signaler que le rendement des anciens actionnaires ordinaires d'une entreprise émettrice de placement privé n'est pas identique à celui des investisseurs de placements privés, tel que documenté dans la littérature, notamment dans l'article de Chaplinsky et Haushalter (2003). C'est justement parce que les souscripteurs de placements privés sont en mesure de différencier leurs rendements par rapport aux anciens actionnaires de l'entreprise émettrice qu'ils consentent à financer l'entreprise. Dans le cas des placements privés non protégés, c'est à dire qui ne sont pas assortis d'une protection contre la baisse du prix de l'action après la signature du placement, les titres sont généralement accompagnés de bons de souscription. Ces bons de souscription peuvent potentiellement engendrer des flux monétaires élevés. Si on considère de plus l'escompte accordé aux acheteurs du placement privé, ces derniers peuvent obtenir un rendement positif malgré la contre-performance de l'entreprise émettrice.

En conclusion, les entreprises qui procèdent à des émissions privées semblent sous-performer à moyen et long terme et les chercheurs ne s'entendent pas sur les raisons qui expliqueraient cette tendance. De plus, les études ont été effectuées principalement aux États-Unis, aucune étude à notre connaissance n'a été faite au Canada. Enfin, nous dénotons certaines faiblesses méthodologiques qui ont pu biaiser les résultats. Nous proposons donc une analyse de la dimension méthodologique dans la section suivante.

Tableau 2.3 Synthèse des études portant sur la performance à moyen et long terme

Auteur(s); <i>Revue</i>	Échantillon	Méthodologie	Résultats
Hertzel et al. (2002); <i>Journal of Finance</i>	619 entreprises publiques américaines qui ont annoncé des placements privés durant la période 1980 à 1996.	1) Approche événementielle : Achat-détention (BHAR) 2) Approche calendaire : Coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs	Les résultats obtenus par les 2 méthodes convergent : rendement anormal moyen négatif sur 3 ans = -23%
Barclay, Holderness et Sheehan (2003); AFA 2004 San Diego Meetings, Document de travail	594 placements privés américains, divisés en 3 catégories d'investisseurs: Actif (12%), managérial (5%) et passif (83%), période : 1979-1997.	Approche événementielle : RAC	Pour une fenêtre (-1 jour, +120 jours) : Le RAC moyen pour tous l'échantillon = -9.4% Seuls les placements des investisseurs passifs affichent un rendement à LT négatif (-13.2%), RAC gestionnaires = 16.8%
Chaplinsky et Haushalter (2003); U.of virginia Document de travail	1062 entreprises américaines ayant émis des placements privés, période : 1995-2000.	Approche événementielle : RAC	Rendement anormal moyen sur 1 an = -26.7%
Brophy, Ouimet et Sialm (2004); NBER Document de travail	5260 placements privés américains (dont 1/3 représente des placements structurés, et le reste des placements traditionnels), durant la période 1995-2002.	1) Approche événementielle : Achat-détention (BHAR) 2) Approche calendaire : Coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs	Rendement anormal négatif sur 2 ans (pour les placements traditionnels) = -10.9% Pour les placements structurés, le rendement anormal = -36.1%
Krishnamurthy et al. (2004); Journal of Financial Intermediation	397 émissions privées effectuées aux États-Unis, durant la période 1983-1992. Catégories selon affiliation ou non de l'investisseur.	Approche événementielle : Achat-détention (BHAR)	Le rendement anormal sur 3 ans de détention : Rendement anormal investisseurs non participant (lorsque placements achetés par les investisseurs affiliés) = -47%

2.4 Dimension méthodologique

La littérature financière et économique avance plusieurs explications à la contre-performance à long terme des entreprises. Le choix du portefeuille de référence, la longueur de la fenêtre d'observation sur laquelle la performance est mesurée, ainsi que les critères de sélection de l'échantillon et la méthode de mesure des rendements anormaux peuvent expliquer les divergences des résultats obtenus.

Dans cette section, nous abordons les approches généralement utilisées pour évaluer la performance anormale à long terme, et nous indiquons leurs limites afin de choisir adéquatement la méthode que nous adopterons pour notre analyse empirique.

2.4.1 Approche évènementielle

L'approche évènementielle suppose que les marchés de capitaux sont suffisamment efficaces pour évaluer l'impact d'une nouvelle information (évènement) sur les profits futurs de l'entreprise.

Nous pouvons résumer cette approche par les cinq étapes suivantes :

- 1) Identifier les évènements et la définition de la fenêtre d'évènement
- 2) Sélectionner un échantillon d'entreprises pour mener l'analyse
- 3) Prédire le rendement normal durant la fenêtre d'évènement en l'absence de l'évènement
- 4) Estimer le rendement anormal durant la fenêtre d'évènement, où le rendement anormal est défini comme la différence entre le rendement actuel et prédit
- 5) Tester si le rendement anormal est statistiquement différent de zéro

Dans cette approche, le temps est défini en fonction d'un évènement qui s'est produit au temps 0.

Pour savoir si une entreprise émettrice a généré un rendement anormal, son rendement est comparé à celui d'un portefeuille de référence. Fama et French (1992) notent que le ratio valeur aux livres sur valeur marchande des fonds propres (VL/VM) et la taille de l'entreprise influencent la variation des rendements en coupe transversale. Il est donc recommandé de tenir compte de ces deux paramètres lors de la sélection de portefeuilles de contrôle.

L'approche événementielle utilise généralement deux mesures pour estimer la performance anormale moyenne, soit les rendements anormaux moyens cumulés (RAC) et les rendements moyens découlant de l'achat-détention (Buy-and-hold abnormal returns ou BHAR).

- **Rendements anormaux moyens cumulés (\overline{RAC})**

Le rendement anormal à long terme, $RA_{i,m}$ ajusté de la performance normale du taux de rentabilité, pour l'entreprise i sur une période de m mois du calendrier après le premier mois de négociation, se calcule par la relation suivante :

$$RA_{i,m} = R_{i,m} - E(R_{i,benchmark}) \quad (3)$$

où $E(R_{i,benchmark})$ représente la performance normale du taux de rendement sur la même période m .

Le rendement moyen d'un portefeuille constitué de n titres pour le mois événement m est calculé de la manière suivante :

$$\overline{RA}_m = \frac{1}{n_m} \sum_{i=1}^{n_m} RA_{i,m} \quad (4)$$

Le rendement anormal cumulé entre le mois événement m jusqu'au mois événement q , $RAC_{i,q}$ (qui suppose implicitement le rééquilibrage mensuel du portefeuille) est la somme des rendements moyens ajustés du benchmark

$$\overline{RAC}_q = \sum_{m=1}^q \overline{RA}_m \quad (5)$$

▪ **Rendements anormaux moyens découlant de l'achat-détention ($\overline{\text{BHAR}}$)**

Le rendement découlant de l'achat-détention est une mesure qui reflète une stratégie d'investissement consistant à acheter et détenir des actions pendant une certaine période de temps. Pour calculer le rendement à long terme de l'entreprise i de l'échantillon durant le nombre de mois q s'écrit :

$$R_{i,q} = \prod_{i=1}^q (1 + R_{i,q}) \quad (6)$$

La moyenne de rendement achat-détention (aucun rééquilibrage n'est supposé dans ce calcul) pour l'ensemble des entreprises de chacun de nos deux échantillons (entreprises émettrices et portefeuille de contrôle), durant les mois q après l'émission du placement privé, est simplement égale à la moyenne des rendements de chaque entreprise sur la même période :

$$R_q = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,q} \quad (7)$$

où n est le nombre d'entreprises dans l'échantillon.

Le rendement anormal achat-détention ajusté de la performance normale du rendement du benchmark ($R_{\text{benchmark}, m}$) sur la même période est défini par :

$$\text{BHAR}_{i,q} = \left[\prod_{m=1}^q (1 + R_{i,t}) - \prod_{m=1}^q (1 + R_{\text{Benchmark},m}) \right] \quad (8)$$

Le BHAR moyen de l'échantillon est égal à la somme pondérée des n BHAR

$$\overline{\text{BHAR}}_q = \sum_{i=1}^{nq} w_{i,q}^* \text{BHAR}_{i,q} \quad (9)$$

La pondération w^* est égale à $1/nq$ si les rendements anormaux sont équipondérés (*equal-weighted*) et égale à $MV_{iq} / \sum_{i=1}^{nq} MV_{iq}$ s'ils sont pondérés par leur capitalisation boursière (*value-weighted*) au mois événement. MV et nq représentent respectivement la capitalisation boursière et le nombre d'entreprises sur la période correspondante.

2.4.2 Approche calendaire

L'approche en temps calendaire (temps réel) tient compte de la date d'entrée en vigueur de l'évènement. Les deux principales mesures utilisées pour calculer le rendement anormal en temps calendaire sont la moyenne mensuelle (rendement anormal en temps calendaire ou *RATC*) et le coefficient alpha d'une régression en série temporelle (modèle de Fama et French à trois facteurs).

- **Rendements anormaux moyens en temps calendaire (\overline{RATC})**

Pour chaque mois de la période de l'étude, il faut procéder au calcul du rendement anormal, nous calculons le rendement anormal ($RA_{i,t}$) pour chaque titre i en utilisant les rendements sur les portefeuilles de référence (R_{pt}) sur la même période :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{pt} \quad (10)$$

Pour chaque mois du calendrier t , il faut calculer la moyenne des rendements ($\overline{RA_T}$) des entreprises dans le portefeuille, autrement dit il faut recomposer le portefeuille mensuellement :

$$\overline{RA_T} = \sum_{i=1}^{n_t} w_{i,t} RA_{i,t} \quad (11)$$

où

T est le nombre de mois qui définissent la période calendaire,

n_t est le nombre d'entreprises dans le portefeuille durant le mois t ,

w_{it} est la pondération des rendements anormaux des titres, égale à $1/n_t$ s'ils sont équipondérés et $MV_{it}/\sum_{i=1}^n MV_{it}$ s'ils sont pondérés par leur capitalisation boursière.

Le nombre de portefeuilles en temps calendaire varie d'un mois à un autre. Si durant un mois donné le portefeuille ne contient aucune entreprise, on ne considère pas le mois en question. Le $\overline{RA_T}$ mensuel est normalisé en utilisant comme estimateur l'écart-type de portefeuille. Ainsi, il est possible de contrôler le problème d'hétéroscédasticité. Et cela permet d'accorder plus d'importance aux périodes caractérisées par de lourdes activités événementielles par rapport aux périodes de faibles activités.

Finalement, le \overline{RATC} se calcule selon l'équation suivante :

$$\overline{RATC} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \overline{RA_{(normalisé)_t}} \quad (12)$$

- **Coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs (TFPM)**

Hertzel et *al.* (1993 et 2002) et Loughran et Ritter (1997) utilisent le modèle à trois facteurs de Fama et French pour analyser les rendements anormaux des entreprises selon la méthode du calendrier. Selon cette méthode, le rendement anormal est mesuré par le paramètre alpha (α) de la régression suivante :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p [R_{m_t} - R_{f_t}] + s_p SMB_t + h_p HML_t + e_{pt} \quad (13)$$

$[R_{m_t} - R_{f_t}]$ représente l'excédent du rendement de marché par rapport à celui de l'actif sans risque. Le premier terme R_{m_t} représente la rentabilité moyenne des titres constituant l'indice. Le deuxième terme R_{f_t} représente le rendement sur l'actif sans risque, correspondant au rendement mensuel des bons de trésors sur trois mois.

SMB_t (small minus big) est la différence de chaque mois t entre la moyenne des rendements d'un portefeuille d'entreprises de faible capitalisation boursière et un autre à forte capitalisation.

HML_t (High minus Low) est la différence de chaque mois t entre la moyenne des rendements sur le portefeuille avec un ratio VL/VM élevé et la moyenne des rendements sur le portefeuille avec un ratio VL/VM faible.

α_p, β_p, s_p et h_p représentent les paramètres à estimer de la régression en série temporelle sur la période calendaire. L'estimation de coefficient α_p de la régression indique le rendement anormal mensuel moyen de l'échantillon.

- **Coefficient alpha du modèle d'évaluation à quatre facteurs**

Le modèle à quatre facteurs revient au modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) auquel Carhart (1997) propose d'ajouter un quatrième facteur lié à l'effet « momentum » des titres.

L'équation devient :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p [R_{m_t} - R_{ft}] + s_p SMB_t + h_p HML_t + p_p PRIYR_t + e_{pt} \quad (14)$$

Pour un mois t donné, $PRIYR_t$ correspond à la différence entre le rendement mensuel moyen du portefeuille des firmes gagnantes et le rendement mensuel moyen du portefeuille de firmes perdantes.

Avantages et limites des différentes méthodes

Barber et Lyon (1997) recommandent l'utilisation de la méthode BHAR plutôt que le RAC. Le principal avantage du BHAR est qu'il permet de mesurer l'expérience de l'investisseur sur la période étudiée. Par contre, selon Brav (2000), le BHAR est plus sensible au problème de dépendance entre les entreprises de l'échantillon. De plus, le recours au portefeuille de référence pour calculer les rendements anormaux rend la distribution de ces derniers asymétrique (skewness), ce qui donne lieu à des tests de Student biaisés. Barber et Lyon (1997) notent aussi que le biais de skewness des rendements, devient plus important en fonction de la longueur de l'horizon de l'étude, mais proposent un test de Student ajusté (Skewness-adjusted t-statistic) pour le contourner.

Fama (1998) recommande l'approche calendaire. Celle-ci offre deux avantages par rapport à l'approche événementielle. Le premier est qu'elle élimine le problème de dépendance en coupe transversale des rendements entre les entreprises de l'échantillon, car les rendements sur les entreprises qui constituent l'échantillon sont agrégés dans un seul portefeuille. Le second est qu'elle rend les tests statistiques plus robustes. Néanmoins, l'auteur indique que l'approche calendaire ne permet pas de mesurer l'expérience de l'investisseur. Lyon, Barber, et Tsai (1999) affirment également que la méthode calendaire ne permet pas de détecter la performance anormale, car elle calcule la moyenne sur les mois événements et ne prend pas en compte le phénomène des fenêtres d'opportunité (à savoir les périodes de forte activité versus les périodes de faible activité). Pour résoudre le problème, Mitchell et Stafford (2000) proposent de standardiser les séries des rendements anormaux obtenues par la méthode des « calendar-time » en utilisant comme estimation l'écart-type du portefeuille. D'autre part, Mitchell et Stafford (2000) contestent les résultats de Loughran et Ritter (2002) préconisant la méthode BHAR. Ils confirment que l'approche « calendar-time » est robuste et surmonte tous les sérieux problèmes statistiques.

En conclusion, nous pouvons remarquer qu'il n'y a pas de méthode optimale qui se démarque pour mesurer la performance à long terme d'un titre. La validation statistique des différentes mesures reste un sujet à explorer, mais dépasse le cadre de notre présente recherche. Aux fins de notre étude, nous proposons d'utiliser plusieurs méthodes pour mesurer les rendements anormaux à long terme des émetteurs de placements privés. Ainsi, nous pourrions tester la robustesse de nos résultats quant aux choix méthodologiques.

2.5 L'hypothèse de la manipulation des résultats

Plusieurs études américaines notamment Teoh, Welch et Wong (1998a et b), Teoh et Wong (2002) et Rangan (1998) expliquent la contre-performance à long terme des émissions publiques par les manipulations comptables. Selon cette hypothèse, les émetteurs procéderaient sciemment à des manipulations comptables en vue d'accroître les bénéfices lors des émissions d'actions. Après la transaction et au fur et à mesure que l'information arrive sur les marchés, les investisseurs révisent leurs attentes à la baisse et c'est ce qui

explique la chute du titre par la suite. Dans le cas des émissions publiques, il prévaut une importante asymétrie d'information entre le public investisseur et l'entreprise émettrice, ce qui procure une certaine marge aux gestionnaires qui désirent fournir des résultats opérationnels plus attrayants pour leurrer les investisseurs. Dans le cas des placements privés, ceux-ci s'adressent à des investisseurs institutionnels ou accrédités, qui ont accès à de l'information privilégiée. De prime abord, étant donné la moindre asymétrie informationnelle qui existe entre les investisseurs et les émetteurs d'un placement privé, il est peu probable que les gestionnaires puissent procéder à des manipulations comptables. Pourtant, selon une récente étude de Chou, Gambola et Liu (2005), la performance négative à long terme de certains émetteurs de placements privés peut être expliquée par une gestion agressive des résultats.

La gestion des résultats est utilisée pour augmenter les revenus. Cette augmentation est obtenue soit en accélérant la constatation des revenus ou en retardant la constatation des dépenses. La gestion des résultats pourrait également prendre la forme de changements des méthodes comptables ou des changements dans la structure de capital.

Les différences entre les revenus reconnus et les honoraires réellement perçus ou entre les dépenses reconnues et les sorties réelles d'argent créent des charges et des produits comptabilisés, mais n'ayant pas encore fait l'objet de flux financiers réels (*accruals*⁴). En effectuant de telles manipulations, les gestionnaires peuvent améliorer substantiellement les bénéfices courants de l'entreprise, toutefois, les bénéfices futurs seront moindres.

Guenther (1994) et Healy (1985) parmi d'autres identifient deux catégories d'*accruals* selon le court et le long terme. En général, les gestionnaires peuvent agir selon leur volonté sur les ajustements impliquant des actifs et des passifs à court terme, autrement dit qui interviennent dans les opérations quotidiennes de l'entreprise. La latitude dont disposent les gestionnaires dans la gestion des résultats renvoie à la notion des *accruals* discrétionnaires. Autrement dit, les *accruals* discrétionnaires concernent les postes qui

⁴ *Accruals* est un terme générique sans équivalent en français, qui désigne les charges et les produits enregistrés dans la comptabilité, mais n'ayant pas encore fait l'objet de flux financiers réels.

peuvent être manipulés par les gestionnaires selon leur jugement, afin de gonfler les bénéfices. Pour ce qui est des ajustements des postes à long terme comme l'amortissement, les principes comptables exigent une continuité sur plusieurs années au niveau de la méthode de calcul, ce qui rend difficile leur manipulation par les gestionnaires, il s'agit des *accruals* non discrétionnaires. Par opposition aux *accruals* discrétionnaires ou gérés, les *accruals* non discrétionnaires peuvent être qualifiés de « normaux » en ce sens qu'ils correspondent à une application sincère et régulière des principes comptables.

Dans ce qui suit, nous présentons les principales études qui analysent l'impact éventuel de la gestion des résultats sur la performance ex post des émissions d'actions publiques et privées. Ensuite, nous décrivons les principales méthodes employées dans la gestion des résultats. Finalement, nous détaillons la procédure qui permet de détecter ces manipulations comptables.

2.5.1 La relation entre la gestion des résultats et la performance à long terme des émissions privées et publiques (initiales et subséquentes)

L'objectif de cette section est d'aborder l'impact de la gestion des résultats sur la performance à long terme des émissions d'actions en général et des placements privés en particulier. Comme nous l'avons mentionné précédemment, de nombreuses études indiquent une contre-performance suivant l'émission d'actions. Une des explications serait l'optimisme démesuré de la part des investisseurs par rapport aux opportunités futures de la firme (Loughran et Ritter (1995) et Hertz et *al.* (2002)). En général, les entreprises émettrices réalisent une performance décevante à moyen et long terme, ce qui incite les investisseurs à réviser leurs attentes à la baisse. Plusieurs études, notamment Teoh, Welch et Wong (1998a et b), Teoh et Wong (2002), Rangan (1998) et Chou, Gombola et Liu (2005) se sont intéressés à la raison de cet optimisme. Ils l'attribuent à la gestion des résultats comptables. La gestion des résultats survient lorsque le gestionnaire a la possibilité d'une part de choisir entre plusieurs méthodes comptables, et d'autre part d'en interpréter les règles selon différentes façons. De plus, le fait de se conformer aux normes comptables ne suffit pas à garantir que la présentation des états financiers envoie une image fidèle de l'entreprise.

La gestion des résultats est donc possible à cause de la latitude dont disposent les gestionnaires dans l'utilisation des règles comptables.

Teoh, Welch et Wong (1998b) considèrent un échantillon composé de 1 649 entreprises américaines, ayant entrepris un premier appel public à l'épargne (PAPE), durant la période 1980-1992. Ils évaluent l'impact de la gestion des résultats sur le rendement anormal à long terme des actions suivant une émission initiale. Ainsi, ils divisent l'échantillon en quatre quartiles selon les *accruals* discrétionnaires. Ces derniers étant sous le contrôle des gestionnaires et constituent une mesure de la gestion des résultats. Des *accruals* élevés font accroître les bénéfices rapportés. Lorsque les *accruals* discrétionnaires sont faibles, la gestion des résultats est dite conservatrice, et lorsque les *accruals* discrétionnaires sont élevés, la gestion des résultats est dite agressive. Les résultats de l'étude indiquent qu'en moyenne les *accruals* discrétionnaires sont élevés pour les entreprises qui procèdent à un PAPE, comparativement aux entreprises non émettrices. De plus, l'étude indique que plus les *accruals* discrétionnaires sont élevés, plus la performance à long terme est négative dans les trois ans suivant le PAPE. Ainsi, la performance sur trois ans d'une entreprise appartenant au quartile de gestion agressive des résultats est en moyenne de 15 à 30 % pire que la performance d'une entreprise appartenant au quartile de gestion conservatrice.

Teoh, Welch et Wong (1998a) étudient la relation entre la gestion des résultats et la performance à long terme des émissions publiques subséquentes. Leur échantillon se compose de 1 265 entreprises ayant procédé à une émission subséquente d'actions entre 1976-1990. Les entreprises émettrices ont une croissance accrue du bénéfice net au cours de l'année de l'émission comparativement aux entreprises homologues non émettrices, mais elles ont un rendement moindre à la suite de l'émission. De plus, au cours de l'année de l'émission, les ajustements discrétionnaires moyens excèdent ceux des entreprises homologues non émettrices (2.9 % du total des actifs), laissant croire que ce sont les ajustements qui justifient la croissance du bénéfice.

Une autre étude qui traite de la relation entre la gestion des résultats et la performance à long terme des émissions subséquentes est celle de Rangan (1998). L'auteur se base sur un

échantillon de 230 émissions publiques subséquentes réalisées aux États-Unis entre 1987 - 1990. Il trouve des résultats similaires à ceux de Teoh, Welch et Wong (1998a). Il démontre que les *accruals* discrétionnaires durant la période de l'émission permettent de prévoir en partie la faible performance boursière. En effet, la corrélation entre les *accruals* discrétionnaires et la performance sur un an est négative. L'auteur conclut que le marché ne peut pas évaluer correctement l'impact des *accruals* discrétionnaires sur les bénéfices futurs. Le marché semble extrapoler la croissance des bénéfices associée aux *accruals* discrétionnaires et par ce fait surévaluer les firmes émettrices. Après l'émission, quand les ajustements des *accruals* causent la diminution des bénéfices, les investisseurs sont surpris et corrigent leur évaluation. L'auteur précise que certains *accruals* discrétionnaires reflètent une gestion délibérée des bénéfices par les gestionnaires et conclut que les firmes émettrices sont en mesure de manipuler le prix de leurs actions par la gestion des résultats.

Ces études indiquent que les gestionnaires des entreprises qui désirent procéder à un PAPE ou une émission publique subséquente saisissent la latitude dont ils bénéficient dans l'application des normes comptables pour gonfler artificiellement leurs résultats et attirer les investisseurs. La gestion des résultats est rendue possible notamment à cause de la forte asymétrie d'information qui prévaut dans le contexte de telles émissions destinées à un large public investisseur. Dans le cas des placements privés, les émissions sont destinées à un nombre restreint d'investisseurs avertis, l'asymétrie d'information entre les gestionnaires et les investisseurs est donc limitée.

Chou, Gombola et Liu (2005) étudient la relation entre la gestion des résultats et la performance à long terme des placements privés. Pour ce faire, ils forment un échantillon de 289 placements privés américains, pour la période entre 1980-2000. Leurs résultats indiquent que pour l'échantillon au complet, il ne semble pas y avoir de relation statistiquement significative entre la gestion des résultats et la performance à long terme. Mais en isolant le quartile des entreprises qui procèdent à une gestion agressive des résultats, ils trouvent une corrélation positive entre la gestion des résultats et la contre-performance de ces entreprises. Le rendement anormal sur trois ans dans le quartile des entreprises qui utilisent une gestion

agressive des résultats, est de - 54 % (calculé avec l'alpha du modèle à trois facteurs de Fama et French).

Ces études indiquent le recours des gestionnaires à de la manipulation comptable sous forme de gestion des résultats, durant la période précédant une émission publique d'actions. Pour ce qui est des placements privés, peu d'études à notre connaissance se sont intéressées à ce sujet, mais les résultats de l'étude de Chou, Gombola et Liu (2005), laissent entrevoir l'éventualité d'une telle manipulation malgré la faible asymétrie informationnelle qui existerait entre les contreparties.

2.5.2 Méthodes de gestion des résultats

Les bénéfices comptables peuvent être manipulés à cause de différents traitements comptables qui peuvent être utilisés, et demeurer quand même conformes aux PCGR⁵. En effet, comme le soulignent Teoh, Welch et Wong (1998 b), le choix de la méthode comptable, son application, et son timing ont un impact sur le bénéfice.

Le choix de la méthode comptable

Le choix de la méthode comptable détermine le moment de la constatation des revenus et dépenses. Les choix qui accélèrent la constatation des revenus et retardent celle des dépenses contribuent à augmenter le bénéfice rapporté. Par exemple, lorsque le prix d'un produit diminue, le coût des marchandises vendues selon la méthode DEPS⁶ (dernier entré-premier sorti) est inférieur au coût selon la méthode FIFO (first-in-first-out).

⁵ PCGR : Principes comptables généralement reconnus.

⁶ PEPS est l'équivalent de l'acronyme anglais LIFO (last-in-first-out) et DEPS est l'équivalent de FIFO (first-in-first-out).

L'application de la méthode comptable

Lorsque les gestionnaires optent pour une méthode comptable, ils disposent d'une certaine latitude dans la manière avec laquelle ils appliqueront les principes y afférents. Par exemple, ils estiment à leur discrétion la durée de vie et la valeur résiduelle à attribuer aux biens amortissables, la durée des actifs intangibles, le degré d'accomplissement des projets à long terme pour la constatation des revenus, les taux d'intérêt pour les plans de retraite, etc.

Le timing de la méthode comptable

Les gestionnaires peuvent choisir quand et comment reconnaître un événement comme un événement comptable devant être divulgué dans les états financiers. Par exemple, ils peuvent décider à leur discrétion du moment et du montant des créances douteuses à passer en perte. De même, ce sont les gestionnaires qui estiment la valeur au marché quand ils appliquent la méthode d'inventaire selon le moindre coût. Ils peuvent aussi classer un coût indirect en tant que coût direct de production pour éviter de mentionner la dépense dans l'état des résultats, ou encore ne pas divulguer une cessation inhabituelle de biens immobiliers.

La répartition chronologique des acquisitions/disposition peut également affecter la gestion des résultats : Les gestionnaires peuvent choisir quand et combien investir en recherche et développement, publicité et les coûts de maintenance. Ces trois catégories de coûts sont des dépenses constatées durant la période où elles sont encourues. Les gestionnaires peuvent décider de devancer ou de retarder la date de la vente d'une propriété, d'une installation ou d'équipements pour accélérer ou retarder la constatation de gain ou de perte. De même en ce qui a trait à la date de livraison de la marchandise aux clients, laquelle date influence les échéances de paiement. Les gestionnaires peuvent aussi agir sur leur propre plan de rémunération pour l'ajuster quand celui-ci est reconnu en tant que revenu.

2.5.3 Détection des manipulations comptables

La divulgation de l'information financière vise principalement à communiquer l'information d'une manière crédible et en temps opportun. À cette fin, les gestionnaires disposent de certaines opportunités leur permettant d'exercer leur jugement en matière de divulgation, c'est ce qu'on appelle la gestion des résultats. Ils peuvent se baser sur leurs connaissances des affaires pour améliorer l'efficacité des états financiers en tant que moyen de communication avec les investisseurs potentiels. Toutefois, la gestion des résultats peut aussi amener à de la manipulation. En effet, les gestionnaires peuvent tromper les utilisateurs de l'information financière étant donné la latitude qui leur est accordée dans les choix comptables.

Dans la mesure où la gestion des résultats est difficilement mesurable, plusieurs méthodes d'approximation ont été développées. Certaines sont basées sur la comparaison entre les *accruals* observés lors de l'exercice financier qui précède l'émission et les *accruals* qui auraient dû être observés. Donc, elles requièrent la disponibilité des états financiers antérieurs à l'émission. D'autres mesures consistent à comparer les *accruals* observés lors de l'émission avec ceux des exercices ultérieurs.

Carpentier et Suret (2004), notent qu'au Canada, il est particulièrement ardu de recourir à des mesures sophistiquées étant donné le manque de disponibilité des états financiers. Comme le système de divulgation SEDAR n'existe que depuis 1997, il devient compliqué de collecter suffisamment d'information pour construire un échantillon de taille satisfaisante. Ils suggèrent alors d'utiliser des indicateurs plus simples, soit la méthode des *accruals* discrétionnaires totaux, telle que décrite dans Teoh, Welch et Wong (1998 a et b). Nous proposons dans cette section d'expliquer cette procédure de détection des manipulations comptables.

Tout d'abord, les *accruals* totaux sont la somme des *accruals* discrétionnaires et non discrétionnaires, ce qui représente l'écart entre les flux monétaires opérationnels et le revenu net, soit :

$$\begin{aligned} \text{Accruals totaux} &= \text{accruals discrétionnaires} + \text{accruals non discrétionnaires} \\ &= \text{revenu net} - \text{flux monétaires opérationnels} \end{aligned} \quad (15)$$

Accruals à court terme

Les *accruals* à court terme (AC) représentent le changement des actifs circulants sans les liquidités moins le changement dans la dette à court terme, soit :

$$AC = \Delta[\text{actifs circulants} - \text{encaisse}] - \Delta[\text{passifs CT} - \text{portion à CT de la dette à LT}] \quad (16)$$

où Passifs CT représente les passifs à court terme et Portion à CT de la dette à LT représente la portion à court terme de la dette à long terme.

Pour obtenir les *accruals* discrétionnaires et non-discrétionnaires pour une année donnée, Teoh, Welch et Wong (1998) effectuent une régression à moindres carrés ordinaires des *Accruals* à court terme sur la variation des ventes, en utilisant toutes les entreprises ayant le même code-industrie que l'émetteur, sans inclure celui-ci :

$$\frac{AC_{jt}}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} = a_0 \left(\frac{1}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} \right) + a_1 \left(\frac{\Delta \text{Ventes}_{jt}}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{jt} \quad (17)$$

où j représente les entreprises oeuvrant dans la même industrie que l'émetteur, sans inclure celui-ci,

$\Delta \text{Ventes}_{j,t-1}$ représente la variation des ventes pour l'entreprise j à l'année t ;

Les *accruals* à court terme non discrétionnaires (ACND) représentent la portion des *accruals* causée par la croissance des ventes et qui est indépendante de l'intervention des gestionnaires :

$$ACDN_{it} = \hat{a}_0 \left(\frac{1}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) + \hat{a}_1 \left(\frac{\Delta \text{Ventes}_{it} - \Delta \frac{A}{R}_{i,t-1}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) \quad (18)$$

\hat{a}_0 et \hat{a}_1 sont deux paramètres estimés représentant respectivement l'ordonnée à l'origine et la pente. $\Delta \frac{A}{R}_{it}$ est la variation des comptes à recevoir à l'année t pour l'émetteur i. Le fait de retrancher l'augmentation des comptes à recevoir de la croissance des ventes permet de faire ressortir les manipulations éventuelles des ventes à crédit par l'émetteur en vue de gonfler les ventes pré-placement.

Les *accruals* restants représentent les *accruals* à court terme discrétionnaires (ACD), soit la portion susceptible de manipulation de la part des gestionnaires :

$$ACD_{it} = \frac{AC_{it}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} - ACND \quad (19)$$

Accruals à long terme

Les *accruals* à long terme (AL) sont mesurés avec une régression similaire à l'équation (17). La variable dépendante est les *accruals* totaux (AT). Teoh, Welch et Wong (1998), proposent d'ajouter la variable *propriété, installation et équipement* (PIE) à la régression parce que les *accruals* à long terme sont affectés par les actifs à long terme :

$$\frac{AT_{jt}}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} = b_0 \left(\frac{1}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} \right) + b_1 \left(\frac{\Delta \text{Ventes}_{jt}}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{\text{PIE}_{jt}}{\text{Actif Total}_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{jt} \quad (20)$$

Les *accruals* totaux non discrétionnaires (ATND) et les *accruals* totaux discrétionnaires sont calculés par les équations suivantes :

$$ATND_{it} = \hat{b}_{it} \left(\frac{1}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_1 \left(\frac{\Delta \text{Ventes}_{it} - \Delta \frac{A}{R}_{it}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_2 \left(\frac{\text{PIE}_{it}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) \quad (21)$$

et

$$ATD_{it} = \left(\frac{AT}{\text{Actif Total}_{it}} \right) - ATND_{it} \quad (23)$$

Les *accruals* à long terme (AL) sont les *accruals* totaux nets des *accruals* courants. Ainsi, les *accruals* non discrétionnaires à long terme (ANDL) sont égaux à la différence entre ATND et ACND. Les *accruals* discrétionnaires à long terme (ADL) sont égaux à la différence entre AL et ANDL.

En résumé, les quatre mesures des *accruals* sont :

(i) les *accruals* discrétionnaires à court terme $ACD_{it} = \frac{AC_{it}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} - ACND$

(ii) les *accruals* discrétionnaires à long terme $ADL = AL - ANDL$

(iii) les *accruals* non discrétionnaires à court terme

$$ACDN_{it} = \hat{a}_0 \left(\frac{1}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right) + \hat{a}_1 \left(\frac{\Delta \text{Ventes}_{it} - \Delta A/R_{i,t-1}}{\text{Actif Total}_{i,t-1}} \right)$$

(iv) les *accruals* non discrétionnaires à long terme $ANDL = ATND - ACND$

CHAPITRE III

DONNÉES ET MÉTHODES

3.1 Données

Nos données financières et comptables proviennent des sources suivantes : *Financial Post Datagroup, Research Insight (Compustat), Mergent* et *Corporate Retriever*.

À partir de ces bases nous avons extrait les informations suivantes : symbole boursier, code SIC, produit brut, date d'émission, revenu net, flux d'exploitation, encaisse, actif à court terme, portion à court terme de la dette à long terme, actif total, ventes et comptes à recevoir. Notre échantillon est composé d'entreprises émettrices de placements privés pour la période 1996-2005.

Nous retenons les critères suivants pour la construction de l'échantillon final :

- Nous retenons seulement les placements privés d'actions ordinaires;
- Les états comptables des entreprises émettrices doivent être disponibles dans la base *Mergent* ou *Corporate Retriever* pour une période de 3 ans avant et après l'émission du placement privé.

Ces critères ont permis d'avoir un échantillon composé de 583 entreprises canadiennes. Pour éviter tout problème de chevauchement, nous avons exclu les entreprises ayant procédé à une (ou plusieurs) autre (s) émission (s) de placement privé sur la fenêtre d'événement (36 mois). Ceci a donné lieu à un échantillon composé de 434 entreprises.

Pour le calcul des accruals (voir section 2.5.3), nous avons besoin d'un échantillon de référence. Ce dernier est composé d'entreprises canadiennes n'ayant pas procédé à des placements privés⁷ sur la fenêtre d'événement retenue pour chaque entreprise émettrice de placement privé. Cet échantillon comprend 1625 entreprises listées dans la base *Research Insight*.

Description de l'échantillon avec chevauchement

Le tableau 3.1 et la figure 3.1 présentent la distribution par année de l'échantillon (avec chevauchement). Nous constatons que le nombre de placements privés varie d'une année à l'autre. Par exemple, le nombre de placements privés atteint un maximum en 2005 (132 placements privés). En terme de produit brut, durant l'année 2005, les émissions étaient moyennes (de l'ordre de 10 millions de dollars).

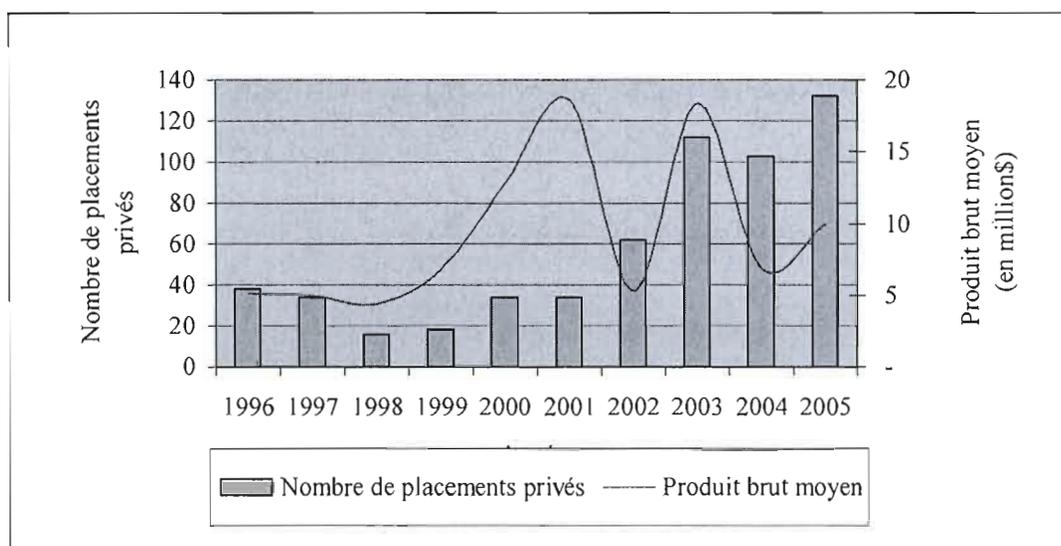
Par ailleurs, nous remarquons qu'il y a un regroupement en termes de taille et de nombre. Ainsi, les années 2000, 2001 et 2003 présentent des années de forte activité alors que 1996, 1997, 1998 et 1999 présentent celles de faible activité. Le regroupement en périodes de fortes et de faibles activités est un phénomène constaté par Loughran et Ritter (1995) sur le marché des émissions initiales.

La croissance de la taille et du nombre des placements privés d'année à une autre pourrait s'expliquer par un réel engouement envers ce mode de financement. La taille des émissions demeure toutefois assez faible (en moyenne 10.34 millions de dollars sur la période 1996-2005).

⁷ Il serait intéressant ici de procéder par pairage selon l'industrie et la taille. Toutefois, l'application de ces deux critères réduit le nombre d'observation de notre échantillon de contrôle.

Tableau 3.1 Distribution de l'échantillon par année (avec chevauchement)

Année	Nombre de placements privés	Produit brut total (millions \$)	Produit brut moyen (millions \$)
1996	38	194.79	5.13
1997	34	168.95	4.97
1998	16	70.34	4.39
1999	18	122.32	6.79
2000	34	434.46	12.78
2001	34	631.96	18.58
2002	62	329.60	5.32
2003	112	2 052.84	18.33
2004	103	704.45	6.84
2005	132	1 317.43	9.98
1996-2005	583	6 027.17	10.34

Figure 3.1 Distribution de l'échantillon par année (avec chevauchement)

Le tableau 3.2 présente la distribution des placements privés entre 1996 et 2005 par classe de taille. Nous constatons que 62.09 % des entreprises de notre l'échantillon ont procédé à des émissions de petite taille (produit brut ne dépassant pas 5 millions de dollars). Les émissions importantes (soit 50 millions et plus) représentent une faible proportion (2.40 %). Ce constat est cohérent avec l'hypothèse de Krishnamurthy et *al.* (2004) qui stipule que le placement privé constitue un choix privilégié pour satisfaire les besoins de fonds de moyenne amplitude des entreprises publiques.

Tableau 3.2 Distribution de l'échantillon par classe de taille

Produit brut (en millions de dollars)	Nombre	%
0 à 5	362	62.09 %
5 à 10	100	17.15 %
10 à 50	107	18.35 %
50 et plus	14	2.40 %
Total	583	100 %

Le tableau 3.3 présente la distribution de l'échantillon par secteur. Les entreprises peuvent être réparties en huit secteurs selon le classement de Statistique Canada : minier; construction; manufacturier; transport, communication et matières premières; commerce de gros; commerce de détail; finance, assurance et immobilier; et services. Cette répartition se fait selon les deux premiers chiffres du code SIC (*standard industrial classification*).

Le secteur minier occupe la première place en termes de nombre d'émissions et de produit brut total (avec 394 placements privés, soit 67.58 % de l'ensemble de notre échantillon, et produit brut total représentant 47.8 % de la taille de l'échantillon). Les émissions de ce secteur sont de tailles moyennes (7.31 millions de dollars). Le secteur manufacturier et l'industrie des services occupent le 2^{ème} et 3^{ème} rang respectivement en terme de proportion dans l'échantillon (14.24 % et 7.55 % de l'échantillon). Le secteur de commerce de détail occupe le 1^{er} rang en terme de produit brut moyen (48.68 millions de dollars). Il est suivi de

près du secteur finance, assurance et immobilier, dont la taille moyenne des émissions est égale à 41.71 millions.

De plus, nous remarquons que tous secteurs confondus, la taille du placement privé est d'environ 10 millions de dollars.

Tableau 3.3 Caractéristiques de l'échantillon des placements privés de 1996 à 2005

Secteur	SIC	Nombre de		Produit brut		Produit brut moyen*
		placements privés	% (nombre)	total*	% (produit brut)	
Minier	10	394	67.58 %	2 880.86	47.80 %	7.31
Immobilier (Construction)	15	2	0.34 %	16.52	0.27 %	8.26
Manufacturier	20	83	14.24 %	1 002.76	16.64 %	12.08
Transport, communication et matières premières	41	10	1.72 %	74.26	1.23 %	7.43
Commerce de gros	50	12	2.06 %	71.82	1.19 %	5.98
Commerce de détails	52	7	1.20 %	340.75	5.65 %	48.68
Finance, assurance et immobilier	60	31	5.32 %	1 293.10	21.45 %	41.71
Services	70	44	7.55 %	347.08	5.76 %	7.89
Total		583	100 %	6 027.17	100	10.34

* en millions de dollars canadiens

Description de l'échantillon sans chevauchement

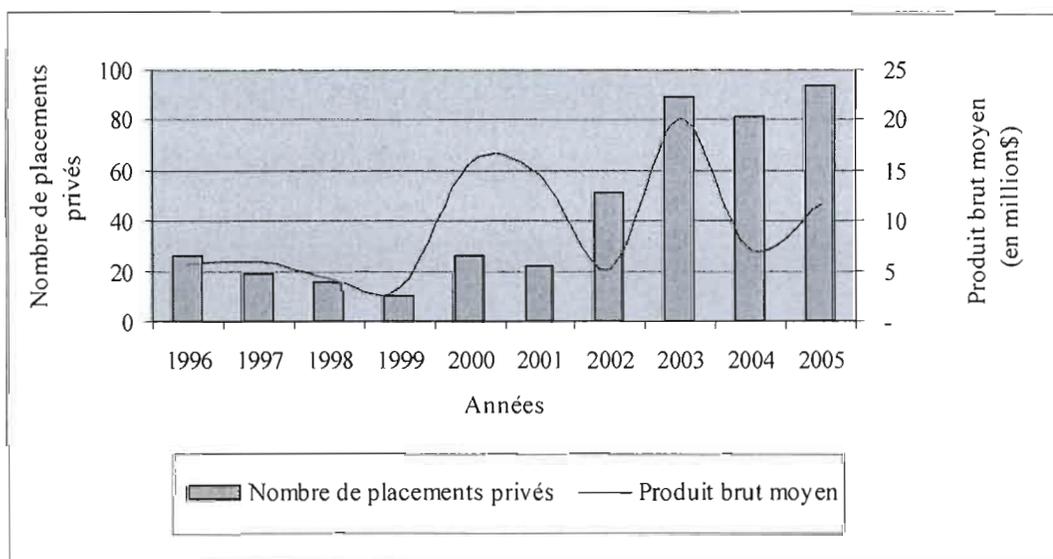
Le tableau 3.4 et la figure 3.2 représentent la distribution par année de l'échantillon sans chevauchement. Nous remarquons que l'année 2003 occupe le 1^{er} rang en termes de nombre d'émissions (89 placements privés) et de produit brut moyen (20.04 millions de dollars).

Les années 2000, 2001, 2003 et 2005 constituent des années de fortes activités et les années 1996, 1997, 1998, 1999, celles de faibles activités. Nous pouvons noter par ailleurs que la forte activité sur le marché des placements privés durant les années 2000 et 2001 coïncide avec un ralentissement sur le marché boursier à cause de l'éclatement de la bulle technologique.

En éliminant le chevauchement, nous obtenons un produit brut moyen de 11.09 millions de dollars.

Tableau 3.4 Distribution de l'échantillon par année (sans chevauchement)

Année	Nombre de placements privés	Produit brut total (millions \$)	Produit brut moyen (millions \$)
1996	26	148.62	5.72
1997	19	113.04	5.95
1998	16	70.34	4.39
1999	10	32.91	3.29
2000	26	409.15	15.74
2001	22	320.65	14.57
2002	51	264.70	5.19
2003	89	1 783.77	20.04
2004	81	575.21	7.10
2005	94	1 094.07	11.64
1996-2005	434	4 812.47	11.09

Figure 3.2 Distribution de l'échantillon par année (sans chevauchement)

Le tableau 3.5 indique la distribution de l'échantillon selon la taille de l'émission. Nous remarquons que la répartition de cet échantillon est comparable à celle de l'échantillon avec chevauchement (tableau 3.2). Les émissions dont le produit brut est inférieur à 5 millions de dollars sont les plus nombreuses (62.44 %). Les émissions de 50 millions et plus représentent seulement 2.4 %.

Tableau 3.5 Distribution de l'échantillon (sans chevauchement) par classe de taille

Produit brut (en millions de dollars)	Nombre	%
0 à 5	271	62.44 %
5 à 10	72	16.59 %
10 à 50	79	18.20 %
50 et plus	12	2.76 %
Total	434	100 %

Le tableau 3.6 présente la distribution de l'échantillon par secteur. Le secteur minier occupe le 1^{er} rang en proportion de nombre et de produit brut des placements privés (65.21 % et 45.03 %, respectivement). Toutefois, le produit brut moyen est de 7.66 millions de dollars, ce qui est en deçà de la moyenne de tous les secteurs, soit 11.09 millions de dollars.

Tableau 3.6 Caractéristiques de l'échantillon des placements privés de 1996 à 2005 (sans chevauchement)

Secteur	SIC	Nombre de		Produit brut		Produit brut moyen*
		placements privés	% (nombre)	total*	% (produit brut)	
Minier	10	283	65.21%	2 166.85	45.03%	7.66
Immobilier (Construction)	15	2	0.46%	16.52	0.34%	8.26
Manufacturier	20	69	15.90%	936.92	19.47%	13.58
Transport, communication et matières premières	41	8	1.84%	66.85	1.39%	8.36
Commerce de gros	50	10	2.30%	67.82	1.41%	6.78
Commerce de détail	52	5	1.15%	327.03	6.80%	65.40
Finance, assurance et immobilier	60	19	4.38%	904.97	18.80%	47.63
Services	70	38	8.76%	324.99	6.75%	8.55
Total		434	100%	4 812	100%	11.09

* en millions de dollars canadiens

3.2 Méthodes

Afin d'évaluer la performance à long terme des placements privés, nous retenons l'approche événementielle et l'approche calendaire.

Dans le cadre de l'approche événementielle, nous optons pour la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC). Dans l'approche calendaire, nous utilisons le modèle à trois facteurs de Fama et French et le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997).

La performance des placements privés est mesurée pour les années 1, 2 et 3 suivant l'émission. Les méthodes retenues sont discutées dans la section 2.4.

Pour la fin de nos calculs, nous utilisons l'échantillon sans chevauchement.

Les accruals à court terme discrétionnaires à court terme sont calculés selon la méthodologie de Teoh, Welch et Wong (1998a, 1998b), présentée dans la section 2.5.3.

CHAPITRE IV

RÉSULTATS EMPIRIQUES

Dans ce chapitre nous analysons d'abord les résultats obtenus sur la performance à long terme des placements privés. Ensuite nous analysons les accruals courants discrétionnaires.

4.1 Les résultats de la performance à long terme des placements privés sur le marché canadien

4.1.1 L'approche évènementielle

Le tableau 4.1 présente les rendements à long terme des placements privés mesurés selon le rendement anormal cumulé. Les rendements ont été calculés pour 12, 24 et 36 mois suivant la clôture du placement. Il est à noter que nous avons utilisé l'échantillon sans chevauchement pour nos calculs.

Nous remarquons que les rendements anormaux moyens sont négatifs sur les trois périodes considérées (-5.94 %, -5.59 % et -6.66 % pour 12, 24 et 36 mois, respectivement). La performance se détériore davantage sur une période de 3 ans suivant le placement privé. Ces résultats appuient ceux documentés dans la revue de littérature quant à la détérioration de la performance à moyen et long terme des entreprises qui émettent des placements privés.

Toutefois, les résultats des études américaines démontrent une plus forte baisse que celle que nous observons. Par exemple, Chaplinsky et Haushalter (2003) calculent un RAC sur 1 an de -26.7 % en utilisant un échantillon composé de 1 062 entreprises ayant émis des placements privés aux États-Unis pour la période 1995-2000.

La figure 4.1 illustre les rendements anormaux cumulés des placements privés sur une période de 36 mois. Malgré un rendement initial élevé, nous remarquons une nette détérioration de la performance à long terme.

Tableau 4.1 Rendement anormal estimé selon l'approche en temps événementiel, 1996-2005

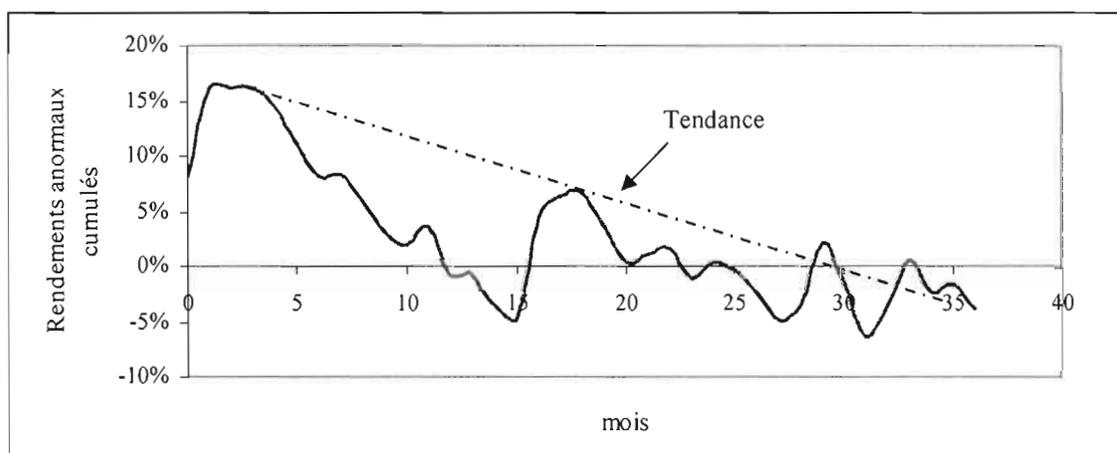
Niveaux de significativité avec bootstrapping		
Mois	Rendement anormal cumulé moyen	Statistique-t ajustée à l'asymétrie
(0,+12)	-5.94 %*	-1.871
(0,+24)	-5.59 %*	-1.859
(0,+36)	-6.66 %***	-5.225

* Significatif pour un seuil de 10 %

** Significatif pour un seuil de 5 %

*** Significatif pour un seuil de 1 %

Figure 4.1 Rendements anormaux cumulés (0, +36 mois), 1996-2005



Le tableau 4.2 indique le rendement anormal cumulé moyen de 1996 à 2005. Nous notons une fluctuation du rendement anormal d'une année à une autre. Le RAC moyen sur toute la période est égal à -6.66 %, significatif au seuil de 1% (statistique- $t = -5.225$). Le RAC le plus faible est celui de l'année 2001 (RAC (0, +36 mois) = -11.72 %, (statistique- $t = -1.706$)). Le RAC le plus élevé a été atteint en 1997 (RAC (0, +36 mois) = 9.35 %), mais statistiquement non significatif (statistique- $t = 1.15$).

Tableau 4.2 L'évolution du rendement anormal cumulé moyen, 1996-2005

Année	RAC moyen (0, +36 mois)	Statistique- t
1996	-4.67 %	-0.987
1997	9.35 %	1.150
1998	-13.17 %**	-1.957
1999	-10.37 %	-1.221
2000	1.06 %	0.140
2001	-11.72 %*	-1.706
2002	-11.00 %	-1.249
2003	-7.44 %***	-2.282
2004	-7.93 %***	-2.322
2005	-5.69 %***	-2.422
1996-2005	-6.66 %***	-5.225

* Significatif pour un seuil de 10 %

** Significatif pour un seuil de 5 %

*** Significatif pour un seuil de 1 %

Le tableau 4.3 indique que la performance des placements privés sur 36 mois varie selon le secteur d'activité. Par exemple, le secteur du transport, communication et matières premières affiche la performance la plus faible (RAC (0, +36 mois) = -18.45 %), mais, statistiquement non significative. Le secteur finance, assurance et immobilier a un rendement anormal cumulé de -15.81 % significatif au seuil de 5 % (statistique- $t = -2.433$). Le commerce de gros et le secteur des services occupent le 1^{er} et 2^{ème} rang, soit un RAC (0, +36 mois) de 5.69 % et 1.14 %, respectivement, mais non statistiquement significatif.

Tableau 4.3 Le rendement anormal cumulé par secteur, 1996-2005

Secteur	RAC moyen (0, +36 mois)	Statistique- <i>t</i>
Minier	-7.48 %***	-3.231
Immobilier (Construction)	-9.56 %	-1.000
Manufacturier	-5.88 %**	-1.942
Transport, Communication et matières premières	-18.45 %	-1.2443
Commerce de gros	5.69 %	0.661
Commerce de détail	-2.02 %	-0.786
Finance, assurance et immobilier	-15.81 %**	-2.433
Services	1.14 %	0.380
Total	-6.66 %***	-5.225

* Significatif pour un seuil de 10 %

** Significatif pour un seuil de 5 %

*** Significatif pour un seuil de 1 %

Le tableau 4.4 représente le RAC (0, +36 mois) par quartile de produit brut. Nous constatons que le RAC du 1^{er} quartile, qui représente les émissions inférieures à 2.1 millions de dollars, est égal à -6.89 % significatif au seuil de 10 % (statistique-*t* = -1.689). Le 4^{ème} quartile, soit les émissions supérieures ou égales à 8.01 millions de dollars, affiche le RAC le plus faible (-10.61 %), statistiquement significatif au seuil de 1 % (statistique-*t* = -5.407). Le 3^{ème} et 4^{ème} quartile ont des rendements anormaux cumulés négatifs, mais statistiquement non significatifs.

Tableau 4.4 Le rendement anormal cumulé (RAC) par quartiles de taille, 1996-2005

Produit brut par quartile (en millions \$)	RAC moyen (0, +36 mois)	Statistique- <i>t</i>
1er quartile < 2.10	-6.89 %*	-1.689
2.10 <= 2ème quartile < 3.34	-2.95 %	-1.416
3.34 <= 3ème quartile < 8.01	-6.13 %	-1.367
4ème quartile >= 8.01	-10.61 %***	-5.407

* Significatif pour un seuil de 10 %

** Significatif pour un seuil de 5 %

*** Significatif pour un seuil de 1 %

4.1.2 L'approche en temps calendaire

Le tableau 4.5 rapporte les coefficients estimés avec le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Le rendement anormal est négatif et statistiquement significatif sur les trois périodes considérées (12, 24 et 36 mois). Par exemple sur la fenêtre (0, +12 mois) le rendement anormal est de -1.36 % significatif pour un seuil de 5 % (Statistique-*t* = -2.13). Pour les périodes de 24 et 36 mois, le rendement anormal est respectivement -1.32 % (statistique-*t* = -2.29) et -1.23 % (statistique-*t* = -2.09).

Le tableau 4.6 indique les résultats du modèle à quatre facteurs de Carhart (1997). Il confirme la sous- performance à moyen et long terme des placements privés. Nous constatons que pour la fenêtre (0, +12 mois), le rendement anormal est de -1.15 %. Cette sous-performance est significative au seuil de 10 % (test de Student). Pour la fenêtre (0, +24 mois), le rendement anormal est de -1.21 % (significatif au seuil de 5 %), et pour la fenêtre (0, +36 mois), le rendement anormal est -1.14 % (significatif au seuil de 10%).

Chou, Gombola et Liu (2005) considèrent un échantillon de 289 placements privés américains effectués entre 1980-2000. Ils notent pour une période de 3 ans, une performance négative de -21 % (significative au seuil de 5 %) avec le modèle à 4 facteurs. Par contre, les

résultats obtenus avec le modèle à trois facteurs ne sont pas concluants. Les auteurs dénotent un rendement anormal négatif, mais non statistiquement significatif.

Tableau 4.5 Résultats du modèle de Fama et French (1993), 1996-2005

	(0, +12 mois)	Statistique- <i>t</i>	(0, +24 mois)	Statistique- <i>t</i>	(0, +36 mois)	Statistique- <i>t</i>
Rendement						
anormal	-1.36 36 %**	-2.13	-1.32 %**	-2.29	-1.23 %**	-2.09
$R_m - R_{ft}$	-0.0148**	-2.57	-0.0121**	-2.46	-0.0108**	-2.24
SMB	1.7804***	2.87	1.4194***	2.63	1.276**	2.38
HML	0.4885***	4.67	0.5024***	5.09	0.4147***	4.21
R^2 ajusté	0.1625		0.1786		0.1303	

* Significatif pour un seuil de 10 % ** Significatif pour un seuil de 5 % *** Significatif pour un seuil de 1 %

Tableau 4.6 Résultats du modèle de Carhart (1997), 1996-2005

	(0, +12 mois)	Statistique- <i>t</i>	(0, +24 mois)	Statistique- <i>t</i>	(0, +36mois)	Statistique- <i>t</i>
Rendement						
anormal	-1.15 %*	-1.71	-1.21 %**	-1.99	-1.14 %*	-1.84
$R_m - R_{ft}$	-0.0165***	-2.60	-0.013**	-2.35	-0.0116**	-2.12
SMB	1.9067***	2.91	1.4849**	2.56	1.3317**	2.30
HML	0.4291***	3.43	0.4716***	4.08	0.3885***	3.41
PR1YR	-0.1641	-0.91	-0.0852	-0.56	-0.0724	-0.48
R^2 ajusté	0.1687		0.1806		0.1318	

* Significatif pour un seuil de 10 % ** Significatif pour un seuil de 5 % *** Significatif pour un seuil de 1 %

Remarque : La statistique-*t* tient compte de l'hétéroscédasticité.

4.2 L'analyse des accruals courants discrétionnaires

Le tableau 4.7 indique la valeur de la médiane et de la moyenne des accruals pour les trois années avant et après l'année de l'émission du placement privé (année 0). Il n'en ressort toutefois pas de tendance particulière de gestion des résultats. Nous effectuons une analyse des accruals courants discrétionnaires par quartiles.

Tableau 4.7 Accruals courants discrétionnaires (ACD) pour les placements privés entre 1996-2004

Année	-3	-2	-1	0*	1	2	3
Médiane	-0.002	0.009	-0.013	0.002	-0.047	-0.009	-0.004
Moyenne	0.068	-0.048	-0.573	-0.664	-0.440	-0.195	0.096

* L'année 0 correspond à l'année de l'émission

Le tableau 4.8 montre la distribution de notre échantillon de placements privés en fonction des accruals courants discrétionnaires (ACD) à l'année d'émission, considérée en tant que l'année 0. Notre répartition tient compte du degré de manipulation des accruals. Autrement dit, le quartile le plus agressif correspond aux entreprises dont les ACD sont les plus importants. Le quartile le plus conservateur correspond aux entreprises qui ont les ACD les plus faibles.

Il faut cependant préciser que notre analyse porte sur la période de 1996-2004. L'information qui permet de calculer les accruals de l'année 2005 n'était pas disponible sur les bases de données consultées.

La répartition selon le style de gestion des résultats nous permet de noter que les entreprises appartenant au quartile le plus agressif ont procédé aux émissions de placements privés les plus importantes en terme de produit brut moyen. En effet, la taille moyenne du placement privé dans ce quartile est de 17.56 millions de dollars, largement supérieure à la taille moyenne d'un placement privé effectué par les entreprises du quartile le plus

conservateur (4.55 millions \$). Le produit brut moyen dans le quartile le plus conservateur est de 4.55 millions de dollars.

Tableau 4.8 Caractéristiques des placements privés dans l'année d'émission selon les quartiles d'accruals courants discrétionnaires (ACD), 1996-2004

	ACD		Produit brut moyen
	Moyenne	Médiane	
Quartile le plus agressif (ACD ≥ 0.074)	0.5864	0.2462	17.56
Quartile 3 ($0.002 \leq$ ACD < 0.074)	0.0299	0.0302	14.08
Quartile 2 ($-0.196 \leq$ ACD < 0.002)	-0.0526	-0.0305	14.09
Quartile le plus conservateur (ACD < -0.196)	-3.2080	-1.3525	4.55

Le tableau 4.9 indique les rendements anormaux moyens des placements privés estimés avec la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC) pour une fenêtre (0, +36 mois). Nous constatons que les entreprises appartenant au quartile le plus agressif (dont les accruals courants discrétionnaires sont les plus élevés) affichent une nette contre-performance comparativement aux autres quartiles. Le RAC (0, +36 mois) du quartile le plus agressif est de -9.89 %, statistiquement significatif pour un seuil de 5% (statistique- $t = -2.37$). Les résultats des autres quartiles ne permettent pas de dresser une relation négative entre les accruals courants discrétionnaires et la performance des entreprises émettrices. Nos résultats sont similaires à ceux de Chou, Gambola et Liu (2005). Les auteurs considèrent un échantillon de 289 placements privés américains pour la période 1980-2000. Ils constatent que les résultats ne sont significatifs que pour le quartile le plus agressif, qui obtient un rendement de -54 %.

Tableau 4.9 Le rendement anormal cumulé (RAC) par quartiles d'accruals courants discrétionnaires (ACD), 1996-2004

Quartiles ACD (année 0)	RAC moyen (0, +36 mois)	Statistique- <i>t</i>
Quartile le plus agressif (ACD ≥ 0.072)	-9.89 %**	-2.370
Quartile 3 (0.001 \leq ACD < 0.072)	-0.06 %	-0.017
Quartile 2 (-0.201 \leq ACD < 0.001)	-0.31 %	-0.110
Quartile le plus conservateur (ACD < -0.201)	-3.22 %	-1.447

* Significatif pour un seuil de 10 %

** Significatif pour un seuil de 5 %

*** Significatif pour un seuil de 1 %

Nos résultats confirment l'hypothèse de Teoh, Welch et Wong (1998a et 1998b) qui stipule que la manipulation des résultats au moment des émissions peut contribuer à un sur-optimisme de la part des investisseurs et une contre-performance subséquente du titre. Étant donnée la faible asymétrie qui existe entre les acquéreurs et les gestionnaires des entreprises émettrices de placements privés (Alli et Thompson (1993) et Wu (2000)), ces derniers ne disposent pas d'une grande possibilité de manipulation des résultats par rapport aux entreprises qui procèdent à des émissions publiques subséquentes. En excluant le quartile des entreprises qui ont procédé à une gestion agressive des résultats, nous notons une performance négative, mais statistiquement non significative.

CONCLUSION

L'objectif de cette étude est d'analyser la performance financière à long terme des placements privés au Canada. Nous utilisons un échantillon composé de 434 entreprises canadiennes (sans chevauchement) ayant procédé à un placement privé d'actions ordinaires entre 1996 et 2005.

La première partie de ce mémoire est consacrée aux caractéristiques des placements privés et leur comparaison avec les émissions subséquentes. Il en ressort que ce mode de financement sied à de plus en plus d'entreprises au Canada et qu'il se caractérise par une faible asymétrie d'information entre l'entreprise émettrice et les acquéreurs du placement privé (Wu (2000), Hertz et Smith (1993)).

Dans la deuxième partie, nous analysons la performance financière des placements privés. Nous constatons que les émetteurs affichent en moyenne un rendement négatif dans les 36 mois suivant la date d'émission. Pour tester la robustesse de nos résultats, nous utilisons deux approches méthodologiques : l'approche calendaire (modèle de Fama et French (1993) et modèle de Carhart (1997)) et l'approche en temps événementiel (méthode du rendement anormal cumulé). Les différentes méthodes indiquent un rendement anormal négatif : selon le modèle de Fama et French (1993), le rendement mensuel est -1.23 % (statistique- $t = -2.09$). Selon le modèle de Carhart (1997), le rendement anormal mensuel est de -1.14 % (statistique- $t = -1.84$). Selon le modèle des rendements anormaux cumulés, le rendement est -5.94 % (statistique- $t = -1.87$). Nos résultats sont cohérents avec Chou, Gombola et Liu (2005), et Chaplinsky et Haushalter (2003) qui notent un comportement similaire chez les émetteurs de placements privés aux États-Unis.

Dans la troisième partie, nous examinons l'hypothèse de la manipulation des résultats comme explication possible au comportement à long terme des placements privés. Nous observons que pour les entreprises qui ont procédé à une gestion agressive des résultats, le RAC sur 36 mois suivant l'émission est égal à -9.89 %, statistiquement significatif au seuil de 5 % (statistique- $t = -2.37$). Nos résultats confirment ceux de Chou, Gombola et Liu (2005). Une importante sous performance est observée chez les entreprises qui manipulent fortement leurs résultats avant l'émission du placement privé.

La manipulation des résultats constitue de ce fait une explication intéressante pour comprendre la sous performance de certains émetteurs.

Le financement par placement privé prend de l'ampleur et mérite que plus des recherches y soient consacrées. Des approfondissements du présent travail demeurent possibles. Il serait intéressant par exemple d'examiner l'impact d'autres facteurs sur le rendement des placements privés, tel que l'implication des investisseurs dans la gouvernance de l'entreprise émettrice (Barclay, Holderness et Sheehan (2003), Krishnamurthy *et al.* (2004)). Il serait également intéressant de considérer d'autres portefeuilles de contrôle lors du calcul des accruals. Par exemple, tester la robustesse de nos résultats en effectuant un pairage des entreprises selon l'industrie et la taille.

BIBLIOGRAPHIE

Alli, K., et D. J., Thompson, (1993), « The Wealth Effects of Private Stock Placements Under Regulation D », *Financial Review* 28 (3), p. 329-350.

Barclay, M. J., C. G., Holderness et D. P., Sheehan, (2003), « Private Placement and Managerial Entrenchment », AFA 2004 San Diego Meetings, Document de travail.

Barber, B., et J., Lyon, (1997), « Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics* 43, p. 341-372.

Brav, A., (2000), « Inferences in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Applications to Initial Public Offerings », *Journal of Finance* 55 (5), p. 1979-2016.

Brophy, D. J., P. P., Ouimet et C., Sialm, (2004), « PIPE Dreams? The Performance of Companies Issuing Equity Privately », NBER Document de travail no. 11011.

Chaplinsky, S. et D., Haushalter, (2003), « Financing Under Extreme Uncertainty: Evidence from PIPEs », University of Virginia, Document de travail.

Carpentier, C., et J.-M., Suret, (2004), « Les manipulations comptables lors des émissions initiales au Canada », Université Laval, Document de travail.

Carpentier, C., et J.-M. Suret, (2003), « The Canadian and American Financial Systems: Competition and Regulation », *Canadian public policy* 29 (4), p. 431-447.

Carpentier, C., J.-F., L'Her et J.-M., Suret, (2005), « The Costs of Issuing Private Versus Public Equity », Cirano 14, Document de travail.

Carpentier, C., J.-F., L'Her et J.-M., Suret, (2004), « Le placement privé dans les sociétés ouvertes : dimensions réglementaires, économiques et financières », Cirano 46, Document de travail.

Chou, D.-W., M., Gombola, et F.-Y., Liu, (2005), « Earnings Management and the Long-Run underperformance of Private of Equity », Drexel University, Document de travail.

Cronqvist, H., et M. Nilsson, (2005), « The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements », *Journal of Financial Economics* 78, p. 375-407.

Fama, E. F., et K. R. French, (1992), « The Cross-Section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance* 47 (2), p. 427-465.

Fama, E. F., (1998), « Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance », *Journal of Financial Economics* 49, p. 283-306.

Folta, T., et J. Janney, (2002), « Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements », *Strategic Management Journal* 25 (3), p. 223-242.

Goh, J., M., Gombola, H., Lee et F. Liu, (1999), « Private Placement of Common Equity and Earnings Expectations », *Financial Review* 34, p. 19-32

Gomes, A., et G. Phillips, (2005), « Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities? », NBER Document de travail no. 11294.

Guenther, D., (1994), « Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act », *Accounting Review* 69 (1), p. 230-243;

Hansen, R.S., et C. Crutchley, (1990), « Corporate Earning and Financing: An Empirical Analysis », *Journal of Business* 63 (3), p. 347-371.

Healy P., (1985), « The effect of bonus schemes on accounting decisions », *Journal of Accounting and Economics* 7, p. 85-107.

Hertzel, M., M., Lemmon, J., Linck et L. Rees, (2002), « Long-Run Performance Following Private Placements of Equity », *Journal of Finance* 57 (6), p. 2595–2697.

Hertzel, M., et R. L. Smith, (1993), « Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately », *Journal of Finance* 48 (2), p. 459–485.

Krishnamurthy, S., P., Spindt, V., Subramaniam et T. Woitke, (2004), « Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements », *Journal of Financial Intermediation* 14 (2), p. 210–238

Lyon, J., B. Barber et C. Tsai, (1999), « Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns », *Journal of Finance* 54 (1), p. 165-201.

Loughran, T., et J. R. Ritter, (1995), « The New Issues Puzzle », *Journal of Finance* 50 (1), p. 23-51.

Loughran, T., et J. R. Ritter, (1997), « The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings », *Journal of Finance* 52 (5), p. 1823-1850.

Loughran, T., et J. Ritter, (2002), « Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? », *The Review of Financial Studies* 15, p. 413-443.

Mitchell, M., et E. Stafford, (2000), « Managerial decisions and long-term stock price performance », *Journal of Business* 73, p 287-329.

Mola, S., et T. Loughran, (2004), « Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, p. 1-23.

- Rangan, S., (1998), « Earning Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics* 50 (1), p. 101-122.
- Silber, W. L., (1991), « Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices », *Financial Analysts Journal* 47, p. 60-64.
- Spiess, D. K., et J. Affleck-Graves, (1995), « Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics* 38 (3), p. 243-267.
- Teoh, S. H., I., Welch et T. J., Wong, (1998a), « Earning Management and the Underperformance of seasoned equity offerings », *Journal of Financial Economics* 50, p. 63-99.
- Teoh, S. H., I., Welch et T. J., Wong, (1998b), « Earning Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance* 53 (6), p. 1935-1974.
- Teoh, S. H., et T. J., Wong, (2002), « Why New Issues and High-Accrual Firms Underperform: The Role of Analysts' Credulity », *The Review of Financial Studies* 15 (3), p. 869-900
- Wruck, K. H., (1989), « Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings », *Journal of Financial Economics* 23 (1), p. 3-28.
- Wu, Y., (2004), «The Choice of Equity-Selling Mechanisms», *Journal of Financial Economics* 74 (1), p. 93-119.