

Performance financière post introduction en Bourse dans le secteur bancaire :

Cas des banques de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)

Daouda Lawa tan TOE

Département des Sciences Economiques et de Gestion, Université Thomas SANKARA (UTS),
Ouagadougou, Burkina Faso

E-mail: lilekans081088@gmail.com

Résumé

Objectif : Cette recherche examine la performance financière post introduction en bourse sur le marché boursier sous régional de la BRVM et spécifiquement dans le domaine bancaire.

Méthodologie : L'analyse emploie la méthodologie événementielle basée sur les rentabilités anormales cumulées et les rendements d'achat conservation.

Résultats : Les trouvailles indiquent que le phénomène de sous-évaluation est bien une réalité dans le domaine bancaire. Cependant, comparativement à plusieurs travaux antérieurs, cette sous-évaluation est de faible ampleur. De plus, la performance financière de ces banques se dégrade entre le premier mois de cotation et la troisième année. Toutefois, l'adoption d'une stratégie d'achat conservation pondéré selon la valeur de marché permet aux investisseurs de dégager des profits considérables à long.

Originalité et pertinence : Cette investigation explore une thématique ayant fait l'objet de peu d'investigation dans les études antérieures à savoir les IPOs dans le domaine bancaire. En outre, les résultats de ce papier fournissent des pistes de diversification aux investisseurs.

Mots clés : sous-évaluation ; Introduction en Bourse ; Achat conservation ; BRVM ; UEMOA

Classification JEL: G10; G2

**Post IPO Financial performance in the banking sector:
Evidence from West African Economic and Monetary Union's (WAEMU) banks
listed on the Regional Stock Exchange (BRVM)**

Abstract

Objective: This research examines the post-IPO financial performance on the West African Economic and Monetary Union's Stock Exchange and specifically in the banking industry.

Methodology: I employ the event-time methodology based on cumulative abnormal returns and buy and hold abnormal returns.

Findings: Findings indicate that the phenomenon of underpricing is indeed a reality in the banking industry. However, compared to several previous works, this underpricing is low. Moreover, the financial performance of these banks deteriorates between the first month of listing and the third year. However, the adoption of a market value weighted buy-and-hold strategy allows investors to generate considerable profits in the long run.

Originality: The originality of this investigation lies in the fact that it explores a theme that has been little investigated in previous studies, namely IPOs in the banking industry. In addition, the results of this paper provide diversification opportunities for investors.

Keywords: underpricing; Initial Public Offering; Buy and Hold; BRVM; WAEMU

JEL Classification : G10 ; G2

Introduction

Le système financier de l'UEMOA est fortement caractérisé par une prédominance des banques qui jouent le rôle tampon entre les agents à capacité de financement et ceux exprimant un besoin de financement. De ce fait, le nombre de banque opérant dans l'union a plus que doublé entre 1998 et 2020 (BCEAO, 2020). Toutefois, la capacité de ces banques à financer de façon adéquate les économies de l'union n'est pas illimitée. En effet, l'encadrement rigoureux de ces institutions bancaires au niveau sous régional couplé aux normes baloises pèsent négativement sur la compétitivité de ces dernières et spécifiquement en matière d'octroi de crédit et ce au regard du ratio d'adéquation du capital (Humblot, 2016). Le marché boursier sous régional apparait ainsi comme une alternative pour ces banques d'accéder plus facilement a des ressources externes qui ne deviennent exigible qu'en cas de liquidation. La littérature financière à largement documentée l'effet de la cotation sur la performance des entreprises (Ibbotson, 1975 ; Ritter, 1998, 2001). Les études pionnières ont mis en avant le phénomène de sous-évaluation et de sous performance à long terme. En effet, la théorie prévoit une forte rentabilité des entreprises quelques jours après la cotation, et un déclin de cette performance les mois suivant la présence de l'entreprise à la cote. Au niveau sous régional, Bayala (2012) et Ouattara (2020) ont montré que lors des introductions en Bourse, les entreprises gêneraient des rendements élevés qui se dégradent dans le temps. Toutefois, les études s'étant intéressées au cas spécifique du secteur bancaire sont très rares dans la littérature financière et à notre connaissance, aucune étude ne s'est intéressée au cas spécifique des banques dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine. La spécificité des banques en ce qui concernera réglementation mais aussi en terme de pilier centrale de financement pour de nombreuses économies et surtout celles africaines pourrait remettre en cause les arguments théoriques développés et qui se rattachent beaucoup plus aux entreprises classiques. Dans ce sens, la présente étude examine le phénomène de sous-évaluation et de sous performance dans le domaine bancaire. L'intérêt d'une telle analyse réside dans le fait qu'elle permet de comprendre si la performance financière des banques post cotation diffère de celle des entreprises classiques et de ce fait suggère des stratégies d'investissement et de diversification de portefeuille.

Le reste de la présente étude s'articule autour de trois sections. Dans la première section, nous faisons une revue des travaux antérieurs sur la sous-évaluation et la sous performance. La deuxième section est dédiée au développement de la méthodologie de recherche. Enfin, la dernière section présente les principaux résultats suivis de discussion.

1. Revue de la littérature

1.1. Les explications théoriques de la sous-évaluation

Ibbotson et Jaffe (1975) ont été les premiers à aborder la question de la sous-évaluation des offres publiques initiales. Ces auteurs ont mené des études sur le marché américain et ont découvert que les sociétés cotées en Bourse avaient des rendements positifs à court terme. Ljungqvist (2005) distingue deux catégories importantes de théories explicatives à l'émergence de fortes rentabilités anormales à la suite de l'introduction en Bourse. Il s'agit des modèles basés sur les asymétries informationnelles (modèles asymétriques) et les explications comportementales.

Au titre des modèles basés sur l'asymétrie informationnelle, Rock (1986) a développé un modèle d'équilibre basé sur la mauvaise répartition de l'information entre investisseurs avertis et

investisseurs non informés. Plus précisément, il stipule qu'il existe une répartition asymétrique de la valeur de la société entre les différents acteurs intervenant dans l'introduction en bourse (souscripteurs, émetteurs et investisseurs (informés et non informés)). Pour l'auteur, un investisseur informé est celui-là qui possède des informations privilégiées non encore disponibles pour les acteurs du marché. Ainsi, la souscription de titres n'aura pas la même portée, qu'il s'agisse d'un investisseur informé ou d'un investisseur non informé. En ce qui concerne les investisseurs informés, au regard des informations privées que ceux-ci disposent sur la société, ils ne participeront aux introductions en Bourse qu'en cas de sous-évaluation. Inversement, les investisseurs non informés participeront à toutes les introductions en Bourse (même en cas de surévaluation des titres). De ce fait, ces derniers sont victimes de la malédiction du vainqueur en cas de surévaluation, dans la mesure où ils peuvent acquérir tous les titres émis car les investisseurs informés n'en veulent pas. Ainsi, le rendement moyen de l'investisseur non informé est fonction des offres excessivement chères. En conséquence, ils ne participeront pas aux souscriptions sur le marché primaire. La sous-évaluation des titres semble donc être la seule condition nécessaire pour garantir leur participation à l'introduction en Bourse et aux transactions de marché. Michaely et Shaw (1994) soutiennent que le niveau de sous-évaluation dépend de l'importance de l'incertitude sur la valeur de la société. Plus l'asymétrie informationnelle est élevée, plus les titres sont sous évalués.

Baron et Holmstrom (1980) attribuent la sous-évaluation à l'asymétrie de l'information entre l'entreprise émettrice et l'intermédiaire conduisant à l'introduction en Bourse. Ce modèle repose sur l'hypothèse selon laquelle l'entreprise candidate à l'introduction en Bourse ne dispose pas des mêmes informations que l'intermédiaire responsable de l'introduction en Bourse. En effet, ce dernier connaît les conditions du marché mieux que l'émetteur. La firme donnera donc tout le pouvoir au souscripteur de fixer le prix d'équilibre des titres. Il convient également de noter que plus la réputation des souscripteurs est forte, plus les investisseurs seront confiants quant à la qualité des titres émis. Cet état de fait crée donc une grande demande. De plus, Baron (1982) fait valoir qu'une sous-évaluation des titres confère des avantages à l'agent introducteur, car ce dernier dispose d'informations privilégiées qu'il peut vendre aux investisseurs intéressés par l'acquisition des titres. En outre, le coût de l'introduction en Bourse et son succès sont négativement liés au prix des titres nouvellement émis. Mandelker et Raviv (1977) soutenant la théorie de l'aversion au risque des souscripteurs, en ont déduit que les entreprises sous-évalueraient les titres afin de minimiser le coût de l'introduction en Bourse et ainsi garantir son succès.

Allen et Faulhaber (1989) estiment que la sous-évaluation des titres lors de l'introduction en Bourse est un moyen pour l'entreprise de rendre compte de sa bonne qualité sur le marché. Cependant, cela peut ne pas être le cas et seule la société émettrice détient ces informations. Il y a donc une asymétrie informationnelle entre l'entreprise et le marché. Welch (1989) établit une relation négative entre la qualité de l'entreprise et le prix des titres lors de l'introduction en Bourse. Pour lui, les entreprises de bonnes qualités ont tendance à baisser le prix de leurs actions lors de l'introduction en Bourse, car des perspectives de croissance existent et le degré d'asymétrie informationnelle est élevé. Le but de cette réduction est d'avoir un prix supérieur à l'offre. Une fois le prix d'équilibre atteint, le niveau d'asymétrie de l'information a été réduit et de nouvelles offres sont proposées.

Dans le modèle de Benveniste et Spindt (1989) pour expliquer la sous-évaluation, les investisseurs jouent un rôle fondamental dans la divulgation de la bonne information. En effet, l'objectif des

investisseurs étant d'obtenir un rendement élevé, les entreprises devraient sous-estimer le cours de l'action. La finalisation du prix d'émission étant faite après l'information, sa révélation permet donc à la banque de faire une offre plus élevée pour l'émission. Il convient de noter que, dans le cadre de la constitution du portefeuille, les investisseurs informés détiennent des informations privées et ont tendance à acheter davantage de titres. Ainsi, pour les amener à révéler cette information, plus d'actions sont allouées aux introductions en Bourse avec une pré-demande élevée. Aggarwal *et al.* (2002) soutiennent que le premier jour d'introduction, les titres donneront probablement des rendements supérieurs à ceux des jours suivants.

Outre les modèles basés sur l'asymétrie informationnelle, il existe plusieurs théories comportementales explicatives de la sous-évaluation des titres lors des offres publiques de vente. La théorie fondée sur les cascades informationnelles soutient que les habitudes d'achat d'une certaine catégorie d'investisseurs peuvent influencer les décisions des investisseurs potentiels. En fait, la deuxième catégorie a l'habitude de suivre le comportement de la première. Lorsque la première catégorie a tendance à acheter les actions, la deuxième catégorie le fait également. Inversement, leur comportement est identique en cas de réticence de la première catégorie à acquérir les titres. En raison de cet effet d'entraînement, les prix d'introduction en Bourse sont actualisés (Welch, 1992). C'est également la raison pour laquelle, lors des introductions en Bourse, les entreprises sous-évaluent leurs titres, car cela peut créer plus d'enthousiasme pour la première catégorie d'investisseurs et l'effet d'entraînement influence les décisions de la seconde catégorie.

1.2. Explications théoriques du déclin de la performance

Le déclin de la performance financière des entreprises introduites sur le marché trouve son explication théorique dans les travaux de Miller (1977) et Levis (1990). Pour Miller (1977), le déclin de la performance à long terme est attribué à la divergence d'opinion entre investisseurs. Il soutient que l'entreprise connaît une dégradation de performance du fait de l'incertitude *ex ante* dans l'émission de titre. En effet, les investisseurs les plus optimistes quant aux performances futures de l'entreprise sont ceux qui souscrivent aux émissions initiales. Généralement, cette surestimation porte sur les sociétés de petites tailles et à forte croissance future. Dans un contexte d'incertitude, ces derniers valorisent donc les titres par rapport aux autres investisseurs pessimistes. Cependant, après l'introduction en Bourse, les investisseurs optimistes effectueront des démarches allant dans les sens de l'ajustement de la valeur de l'entreprise. En conséquence, les prix des actions connaissent une baisse à long terme. Le prix des titres financiers baisse à cause de la réduction de la divergence d'opinion entre les investisseurs et ce au fur et à mesure que l'information devient disponible.

Aggarwal et Rivoli (1990) introduisent la théorie des investisseurs euphoriques ou la théorie des « euphoriques » pour expliquer la sous performance à long terme. Cette théorie soutient que les différents intervenants des marchés financiers ignorent le comportement de long terme des rentabilités et sont donc focalisés sur les gains de court terme. Cette analyse suscite des réactions excessives lors des émissions d'actions. Ainsi, comme le souligne De Bondt et Thaler (1985, 1987), la théorie de l'euphorie s'apparente à l'hypothèse des réactions excessives. Le crédit que les investisseurs ont vis-à-vis de la performance pré introduction en Bourse est à l'origine des fortes rentabilités observées à très court terme. Cette hausse de la performance comparativement à celle avant l'introduction de la firme à la cote est perçue par les investisseurs comme permanente. La disponibilité de l'information au fil du temps entraîne des ajustements à tendance baissiers, ce qui conduit à une baisse du prix des titres et par conséquent de la rentabilité à long terme. Dans ce sens,

le comportement euphorique des investisseurs lors des introductions en Bourse est considéré comme une théorie explicative de la sous-performance à long terme des introductions en Bourse.

L'hypothèse des fenêtres d'opportunité proposée par Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) se classe aussi parmi les théories explicatives du déclin de la performance à long terme. Selon ces auteurs, les entreprises choisissent les moments où les titres sont surévalués dû aux anticipations optimistes des investisseurs pour aller vers les marchés financiers. De plus, les entreprises s'introduisent en Bourse pendant les périodes où il y'a un grand nombre d'introduction en Bourse. Loughran et Ritter (1997) précisent que la plupart des entreprises émettent des actions après de fortes hausses de prix d'achat d'actions. Cette hypothèse est soutenue par Michaely et Womack (1999) pour qui les analystes financiers formulent des recommandations exagérées lors de l'introduction de la firme en Bourse conduisant à une surestimation des titres par les investisseurs. L'effet de révision du marché conduira donc à un déclin de la performance à moyen et long terme.

1.3. Revue empirique sur la performance financière post cotation

Les travaux empiriques sur la sous-évaluation des introductions en Bourse aboutissent généralement à la conclusion qu'indépendamment des pays et du secteur d'activité de l'entreprise, les offres initiales sont sous évaluées. Cependant, il faut noter que le degré de sous-évaluation dépend de la place boursière, des pays et du secteur d'activité des entreprises. Sur une période de cinq ans, Lee *et al.* (1996) ont analysé la rentabilité boursière à court terme de 62 opérations d'introduction sur le marché boursier de Singapour. Leur étude a conduit à deux résultats majeurs. Premièrement, sur le court terme, les entreprises dégagent une performance moyenne de 22%. Ce résultat corrobore la théorie selon laquelle, les entreprises introduites sur la Bourse ont une surperformance à court terme. Le deuxième résultat émanant de leurs travaux est lié à l'explication de la surperformance observée à court terme. Pour eux, le taux de rétention de l'actionnariat dirigeant et la sous-évaluation des offres initiales sont à l'origine de la surperformance observée. En analysant un échantillon de 205 entreprises introduites en Bourse, Stoll et Curley (1970) trouvent qu'au cours des années 1957, 1959 et 1963, la sous-évaluation était en moyenne de 42,4%. L'étude des rendements du risque ajusté effectué par Ibbotson (1975) signale aussi une bonne performance initiale moyenne de 11,4%. Sur un échantillon de 28 introductions en Bourse, Kandel *et al.* (1999) aboutissent à des résultats déphasés de l'hypothèse de l'asymétrie d'information. En effet, ces auteurs postulent que les nouvelles informations diffusées lors de l'annonce de la vente aux enchères peuvent expliquer les rendements initiaux positifs observés. Sur le marché Tunisien, Zouari *et al.* (2011) analyse les performances à court terme des introductions en Bourse. En utilisant un échantillon de 34 introductions en Bourse sur la période 1992-2008, il trouve un rendement initial moyen ajusté au marché pour les trois premiers jours de Bourse d'environ 17,8 %. Pour l'auteur, le capital conservé, le soutien du prix par le souscripteur, la sursouscription, le retard de cotation et le prix de l'offre sont les facteurs liés de manière significative à la sous-évaluation. De plus, l'âge de l'entreprise, sa taille et l'ampleur de l'offre ne semblent pas réduire le montant « *laissé sur la table* » par les émetteurs. Au niveau comportemental, cet auteur note que la sous-évaluation est le fait d'investisseurs irrationnels à la recherche de gains en capital à court terme. Ouattara (2020) analyse la sous-évaluation des titres introduits sur le marché de la BRVM. L'auteur a eu recours à deux échantillons d'entreprises introduites sur la période 1999 à 2017. Le premier échantillon est composé de 10 entreprises introduites avant la crise ivoirienne de 2011 et l'échantillon 2, de 8 entreprises entrées en Bourse

après la crise. Des investigations, il ressort que la sous-évaluation ne concerne que les entreprises introduites après la crise ivoirienne de 2011.

En ce qui concerne la sous performance à long terme, l'une des études pionnières sur le sujet est attribuée à Stoll et Curley (1970). En s'appuyant sur un échantillon de 205 entreprises introduites en Bourse, ces auteurs montrent la présence de rendements anormalement élevés à court terme pour les investisseurs. Toutefois, cette rentabilité n'est pas pérenne car sur le moyen et long terme, les auteurs observent une dégradation de la performance boursière. Ritter (1991) s'est inspiré de ces travaux pour vérifier la sous performance à long terme. Il a à cet effet analysé un échantillon plus important (1526 entreprises). Par comparaison entre rendement moyens des nouvelles sociétés cotées avec un échantillon témoin, l'auteur trouve que les sociétés nouvellement cotées sous-performent le benchmark. En effet, tandis que le benchmark réalise un rendement moyen de 62%, l'échantillon considéré ne réalise que 34% soit une sous performance de -28%. Gajewski et Gresse (2005) comparent la performance boursière d'un échantillon de 362 entreprises françaises sur la période 1995-2004 à l'indice CAC 40 et l'indice SFB 250. Les auteurs ont utilisé la méthode des rendements anormaux cumulés et la méthode des rendements anormaux sur achat conservation. Les auteurs trouvent une dégradation de la performance boursière de -36,33% et -57,61% respectivement par la méthode des rendements anormaux cumulés et la méthode des rendements anormaux sur achat conservation. Chimwemwe et Adrian (2014) trouvent que les actions sud-africaines introduites en Bourse ont nettement sous-performé le marché en moyenne. En outre, les auteurs établissent l'existence d'une relation négative et statistiquement significative entre le volume des introductions en Bourse et les performances à long terme, ce qui suggère que le marché sud-africain des introductions en Bourse peut être soumis à la théorie des « *fads et de sur optimisme* » de Ritter (1991). L'hypothèse de sur optimisme est encore renforcée par une corrélation négative entre les prévisions de revenus avant l'introduction en Bourse et la performance du marché secondaire. De plus, les frais de cotation jouent un rôle modéré dans la réduction de la performance après-vente des introductions en Bourse sur le JSE. Cependant, il apparaît que les banques d'investissement internationales ont une influence positive sur la performance du marché secondaire des introductions en Bourse sur le JSE. De même, les entreprises auditées par les cabinets d'audit BIG 4 ont tendance à bien performer en termes de rendement d'achat conservation sur le marché secondaire. Les grandes entreprises au moment de la cotation ont tendance à bien performer et les entreprises qui ont des perspectives de croissance élevées au moment de la cotation génèrent un rendement négatif et significatif. Alshiab (2018) a examiné un ensemble de 162 offres publiques initiales (IPO) au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (MENA) sur la période 2001-2015. Les résultats des investigations ont confirmé que les performances des introductions en Bourse sont mitigées parmi les pays de la région MENA classés en trois groupes. Le premier groupe comprend les pays dont les introductions en Bourse ont surperformé le portefeuille de référence sur le court terme, mais sous-performé sur le long terme. Le deuxième groupe comprend les pays dans lesquels les introductions en Bourse ont sous-performé le portefeuille de référence au cours des 60 mois suivant la date de cotation, où cette sous-performance est devenue assez importante sur le long terme par rapport au court terme. Le troisième groupe comprend les pays dont les introductions en Bourse ont connu un changement de performance cyclique passant d'une surperformance à une sous-performance et vice versa. Dans l'ensemble, les introductions en Bourse ont connu des cycles de corrections de prix autour de la valeur fondamentale sur le long terme par rapport à la performance à court terme.

Toutes les études n'ont cependant pas confirmé la sous performance des introductions en Bourse à long terme. Brav et Gompers (1997) ont analysé deux catégories d'introduction en Bourse. Ils ont comparé 934 sociétés soutenues par capital risque à 3207 non soutenues par capital risque. L'étude montre que la première catégorie d'entreprise a obtenu des rentabilités bien supérieures à la deuxième catégorie. En effet, cinq ans après l'introduction, les entreprises soutenues par capital risque réalisent en moyenne une performance de 43,4%. De plus, la comparaison par rapport à des entreprises non cotées et ayant la même taille ratio *book to market* confirme la sur performance des entreprises soutenues par capital risque. Da Silva Rosa *et al.* (2003) ont analysé un échantillon composé de 333 introductions en Bourse entre 1991 et 1999 en Australie. En utilisant des méthodes différentes dans la mesure des rendements, les auteurs trouvent que la performance boursière oscille entre -2,16% à 13,56% et de 7,5% à 32,69%.

2. Données et Méthodologie

2.1. Données

Pour analyser la performance financière post cotation, notre échantillon est composé de l'ensemble des banques de l'UEMOA cotées à la BRVM entre 1998 et 2019 soit un total de 16 introductions en Bourse. De ces 16 banques, nous en avons exclu deux (la Banque d'Investissement et Développement de la CEDEAO (BIDC) et la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD)) pour ne retenir que les banques à caractères purement commerciales. De ce fait, nous aboutissons à un échantillon composé de 14 banques. Les données historiques sur les prix de clôture journalier et mensuel des titres cotés ainsi que de l'indice de référence BRVM Composite sont collectées sur le site officiel de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Pour les jours où la banque *i* n'est pas cotée, nous considérons que le prix du titre est égal à son cours de la séance précédente. L'analyse de l'évolution de la performance financière s'effectue sur une période de 36 mois. Nous considérons que la durée séparant la date d'introduction de la banque en Bourse et la fin de la 3^{ème} semaine de cotation représente la dimension court terme d'analyse de la performance. Les périodes allant de la fin du 1^{er} mois au 36^{ème} mois sont considérées comme le long terme. Cette définition de la dimension court et long terme est classiquement utilisée dans les travaux d'analyse de la performance des introductions en Bourse (Ritter, 1991 ; Agathee *et al.*, 2014).

2.2. Méthodologie de recherche

Les approches méthodologiques en matière de mesure de la performance des introductions en Bourse ont suscité beaucoup de débat au sein de la communauté scientifique au regard des divergences de résultats obtenus. Lyon *et al.* (1999) soutiennent que les choix quant à la taille de la performance à long terme et à la significativité des différents tests statistiques varient considérablement en raison des différences méthodologiques. Dans le cadre de cette recherche, nous avons eu recours à l'approche événement-temps. A l'instar des auteurs tels que Ritter (1991) ; Chen *et al.* (2010) ; Bangassa et Chen (2011), nous avons évalué la performance à long terme à l'aide des rendements moyens ajustés cumulés (CAAR) et des rendements anormaux d'achat-conservation (BHAR). Toutefois, il importe de noter que comme Kothari et Warner (1997), Lyon *et al.* (1999) que cette méthode de calcul des rendements anormaux pourrait souffrir d'une corrélation transversale due à des chocs fréquents dans les rendements.

2.2.1. Rendement moyen ajusté cumulatif (Cumulative Abnormal Return (CAR))

Pour calculer le rendement ajusté moyen cumulé, nous suivons Ritter (1991). Cet auteur a envisagé deux intervalles qui sont la rentabilité sur période initiale (mois 0) et la rentabilité sur période après-

vente (mois 1 à 36). Pour le mois 1, le rendement brut de chaque entreprise R_{i1} est calculé comme suit:

$$R_{i1} = \ln \left(\frac{P_{i1}}{P_{i0}} \right) \quad (1)$$

Où P_{i1} est le cours de clôture du dernier jour de l'introduction en Bourse durant le premier mois de négociation et P_{i0} est le cours de clôture de l'introduction en Bourse i le premier jour de négociation. De même, le rendement du marché, R_{mt} est calculé à partir de l'indice de référence du marché, c'est-à-dire le BRVM Composite dans notre cas, pour chaque introduction pendant la période indiquée ci-dessus. Les rendements ajustés du marché sont ensuite calculés comme suit :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (2)$$

Où R_{it} est le rendement brut mensuel de l'introduction i au mois t ; R_{mt} est le rendement mensuel du marché au mois t . Le rendement moyen ajusté de l'indice de référence sur un portefeuille de n actions pour le mois d'événement t est la moyenne arithmétique à pondération égale des rendements ajustés de l'indice de référence et est calculé comme suit :

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (3)$$

Le rendement cumulé ajusté de l'indice de référence pour les performances du marché secondaire après l'événement 1 au mois de l'événement t est la somme des rendements moyens ajustés de l'indice BRVM Composite. En particulier, le rendement moyen cumulé ajusté de l'indice de référence est calculé en additionnant les rendements moyens ajustés de l'indice de référence ($AR_{(t)}$) sur divers intervalles au cours de la période de suivi des 36 mois. Ainsi, les rendements cumulés ajustés du marché ($CAR_{1,t}$) du mois 1 au mois t sont donnés par:

$$\overline{CAR}_{1,t} = \sum_{i=1}^t \overline{AR}_i \quad (4)$$

Les tests statistiques pour la série AR_t sont calculés comme suit:

$$t(AR_t) = AR_t * \sqrt{n_t} / sd_t \quad (5)$$

Où n_t est le nombre d'entreprises qui négocient au cours du mois de l'événement t et sd_t est l'écart type transversal pour le mois de l'événement t . Selon Ritter (1991), la significativité statistique du CAR est calculée comme suit :

$$t(CAR_{it}) = CAR_{it} * \sqrt{n_t} / \sqrt{t * var + 2 * (t - 1) * cov} \quad (6)$$

Où var est la variance transversale moyenne sur 36 mois et cov est l'auto covariance de premier ordre de la série AR_t , qui est le produit du coefficient de corrélation et de la variance transversale. Ce test statistique conventionnel est utilisé pour tester l'hypothèse nulle selon laquelle le rendement moyen anormal est égal à zéro pour un échantillon de n entreprises.

En plus des rendements avec pondération égale, les rendements ajustés pondérés en fonction de la valeur du marché, AR_t , présentés dans l'équation (7) sont également calculés pour l'entreprise i , où w_i est la pondération de la valeur. Les pondérations de valeur correspondent à la capitalisation boursière de l'entreprise i au prix d'offre immédiatement après la cotation, divisée par la capitalisation boursière totale de l'échantillon complet de l'introduction en Bourse. Ensuite, comme le montre l'équation (8), le CAAR pondéré en fonction de la valeur correspond à la somme des rendements ajustés en fonction du marché pondérés en fonction de la valeur AR_t . Les équations 7 et 8 se présentent comme ci-dessous :

$$\overline{AR}_t = w_i \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (7)$$

$$\overline{CAR}_{1,t} = \sum_{i=1}^t \overline{AR}_t \quad (8).$$

2.2.2. Rendements anormaux avec achat-conservation (Buy and Hold Abnormal Return)

Selon Kooli et Suret (2004), les rendements anormaux d'achat-conservation présentent un avantage pour la mesure de l'expérience des investisseurs. A titre de mesure alternative au CAAR, le rendement anormal avec achat-conservation, défini comme une stratégie selon laquelle une action est achetée au premier cours de clôture après son introduction au public et détenue jusqu'à sa date d'anniversaire T, est défini comme suit :

$$R_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - 1 \quad (9)$$

Où T est le nombre de mois et r_{it} le rendement brut de la société i pour le mois t, T est de 36 mois dans la mesure où nous considérons le rendement total sur 3 ans. Le rendement de la période de conservation sur l'indice de référence au cours de la période correspondante pour l'entreprise i, R_{mT} , est également calculé de la même manière.

$$BHAR_{iT} = [\prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - 1] - [\prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) - 1] \quad (10)$$

Où r_{mt} est le rendement sur l'indice de référence pendant la période correspondante. Les rendements anormaux moyens sur achat-conservation pour une période t sont définis comme suit :

$$BHAR_t = \sum_{i=1}^{n_t} x_{it} BHAR_{it} \quad (11)$$

Le poids x_{it} est égal à $1/n_t$ lorsque les rendements anormaux ont une pondération égale et est $MV_i / \sum MV_i$ lorsque les rendements sont pondérés en fonction de la valeur, où MV_i est la valeur boursière de l'entreprise sur son marché.

Barber et Lyon (1997) font notamment valoir que la distribution des rendements à long terme est asymétriquement positive, de sorte que les tests statistiques classiques sont biaisés négativement, ce qui conduit à des niveaux de significativité exagérés. Pour éliminer ce biais, ils utilisent un test statistique corrigé en fonction de l'asymétrie. L'application amorcée de ce test statistique, basée sur la procédure de Lyon *et al.* (1999), est la suivante :

$$t = \sqrt{n(S + \frac{1}{3}\hat{\gamma}S^2 + \frac{1}{6n}\hat{\gamma}^2)} \quad \text{Où } S = \frac{\overline{BHAR}_t}{\sigma(BHAR_t)}, \text{ et } \hat{\gamma} = \sum_{i=1}^n \frac{(BHAR_{it} - \overline{BHAR}_t)^3}{n\sigma(BHAR_t)^3} \quad (12)$$

Avec $\hat{\gamma}$ une estimation du coefficient d'asymétrie. Les valeurs critiques amorcées pour les tests statistiques ajustées pour l'asymétrie sont calculées sur la base des ré échantillons et comparées aux tests statistiques ajustées pour l'asymétrie pour chaque série de rendements réels afin de déterminer s'il existe une sous ou sur performance.

3. Principaux résultats et discussion

Avant de nous atteler à l'examen de la sous-évaluation et de la performance financière à long terme, il convient d'examiner quelques statistiques descriptives sur les comportements des rendements. Dans le tableau ci-dessus (tableau 1), sont consignées quelques statistiques sur la réaction du marché de la BRVM suite à l'introduction des banques de l'échantillon. L'analyse indique une dégradation

des rendements du premier au vingt unième jour. Plus spécifiquement, durant la première semaine de cotation, la moyenne des rendements est positive en dépit du fait qu'il connaît une dégradation dans le temps. La contreperformance s'observe après la semaine suivant la cotation. La volatilité mesurée par l'écart type semble faible et en deca du seuil de variation autorisé par la BRVM qui est de 7.5%. De plus, la tendance de hausse des prix est beaucoup plus importante la première semaine de cotation, alors que celle de la baisse des prix est plus importante la 2^{ème}, 3^{ème} et 4^{ème} semaine. Le tableau ci-dessous illustre cette analyse.

Tableau 1 : Rendements journaliers des 21 premiers jours après l'introduction pour l'échantillon

	Moyenne	Médiane	Ecart type	Minimum	Maximum	Skewness
Jour 1	3,98	5,42	3,47	-0,02	7,54	-0,24
Jour 2	3,88	4,42	4,98	-5,43	13,98	0,07
Jour 3	2,68	2,37	4,58	-7,76	7,23	-0,74
Jour 4	3,41	2,95	3,59	-2,09	7,23	-0,06
Jour 5	2,53	0,99	7,32	-7,79	21,09	1,05
Jour 6	2,21	2,79	6,09	-15,20	7,23	-1,85
Jour 7	2,08	0,22	4,80	-4,71	14,45	1,42
Jour 14	-2,48	0,00	6,50	-23,09	3,17	-2,79
Jour 21	-1,12	0,00	2,34	-7,66	0,02	-2,19

3.1. Evaluation de la performance financière à court terme des banques cotées

Dans le tableau 2, nous présentons les rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés (CAAR) les vingt et une premières semaines suivant la cotation des banques de notre échantillon. Ces rendements sont calculés avec équipondération non ajustés et ajustés à l'indice de référence BRVM Composite. En portant l'analyse sur les rendements non ajustés au marché, il apparait très clairement que les performances positives sont seulement observées la première semaine post cotation. Toutefois, seulement les rendements des jours 1 à 4 sont significativement différent de zéro. Des observations similaires émergent de l'analyse des rendements ajustés au marché. Toutefois, à la différence des rendements non ajustés au marché, les AAR sont légèrement plus faibles. Les rendements positifs observés les premiers jours post cotation traduisent la sous-évaluation des titres par les banques lors des offres publiques de vente. En effet, la littérature a mis en avant ce phénomène observable sur plusieurs marchés financiers à travers le monde. Cependant, dans le contexte actuel, il importe de remarquer que le niveau de sous-évaluation semble être relativement faible comparativement à beaucoup d'étude qui ont documenté des sous-évaluations élevées. En effet, Chang *et al.* (2014) ont mis en exergue une sous-évaluation des introductions en Bourse sur le marché de Taïwan de 50,6% entre 2006 à 2010. Des études antérieures sur le marché de la BRVM également mettent en évidence le phénomène de sous-évaluation. Bayala (2012), soutient que le niveau de sous-évaluation est de 24,94%. Plus récemment, Ouattara (2020) trouve que pour les entreprises cotées à la BRVM après 2011, le niveau de sous-évaluation est de 7,51%. La faible sous-évaluation trouve son explication à deux niveaux. Tout d'abord, Pour sentis (2005), le niveau de sous-évaluation dépend des caractéristiques des entreprises cotées. L'auteur soutient que les entreprises jeunes, peu connues et évoluant dans un secteur émergent devront recourir plus systématiquement à la sous-évaluation. En ce qui concerne les entreprises anciennes et mieux connues, elles maximisent plutôt les fonds levés et de ce fait, le niveau de sous-évaluation est

moindre. En effet, ce raisonnement de Sentis (2005) qui puise ses origines de Ritter (1991) suppose que les entreprises de petites tailles sont supposées être plus risquées et doivent en conséquence accepter une plus forte sous-évaluation pour compenser par des meilleures rentabilités le risque de sélection adverse. Par contre, les entreprises de grandes tailles bénéficient d'une large couverture médiatique lors de leur introduction en Bourse et cela permet de réduire de façon significative le niveau de l'asymétrie informationnelle. Or, cette étude s'intéresse essentiellement aux offres publiques effectuées par les banques. Ces banques sont généralement connues par les investisseurs du fait de leur ancienneté. Même pour les banques implantées récemment, la majeure partie d'entre elles font partie de grands groupes déjà connus à l'échelle continentale.

Tableau 2 : Rendements anormaux des banques de l'échantillon 21 jours après la première cotation

Jours	Non ajustées au marché				Ajustées au marché (indice de référence)			
	AAR (%)	t stat	CAAR (%)	t stat	AAR (%)	t stat	CAAR (%)	t stat
1	3,20***	4,17	3,20***	4,17	2,70***	3,52	2,70***	3,52
2	2,79***	2,66	5,99***	3,74	1,82*	1,74	4,52***	2,82
3	2,07**	2,02	8,05***	4,12	2,26**	2,22	6,79***	3,47
4	2,64***	3,30	10,69***	5,63	2,07***	2,59	8,86***	4,66
5	0,26	0,22	10,95***	3,80	- 0,94	- 0,80	7,92***	2,75
6	1,12	0,79	12,07***	3,29	0,76	0,53	8,68**	2,36
7	1,23	1,44	13,30***	5,08	0,60	0,70	9,28***	3,54
14	- 1,51*	- 1,82	10,97***	3,04	1,67**	2,02	7,59**	2,10
21	- 1,35**	- 2,02	4,47	1,34	- 0,55	- 0,83	6,83**	2,05

A la suite de l'appréciation des rendements anormaux équipondérés, nous avons calculé les rendements anormaux pondérés selon la valeur de marché. Les résultats sont consignés dans le tableau 3. L'examen du tableau indique qu'à pondération selon la valeur de marché mais non ajusté à l'indice de référence du marché, l'introduction des banques sur le marché de la BRVM génère des rendements anormaux positifs jusqu'au 9^{ème} jour. Cependant, ces rendements ne sont significatifs que du premier jour au 6^{ème} jour. Cela confirme l'existence du phénomène de sous-évaluation des titres qui dure une semaine. En revanche, l'analyse selon la pondération en valeur de marché et ajusté à l'indice de référence souligne l'absence de la sous-évaluation des titres. En effet, dès la première séance de cotation, la rentabilité anormale moyenne des banques est négative et fortement significative au seuil de 1%.

En définitive, l'introduction des banques de l'UEMOA à la BRVM est profitable à court terme pour les investisseurs spéculateurs car via la sous-évaluation des titres, ces derniers peuvent tirer profit du marché jusqu'au 4^{ème} jour. Cependant, au regard du niveau faible de sous-évaluation de ces banques, il convient de noter comme Bayala (2012) que les plus-values de cession sur les titres peuvent être significativement amoindri au regard des différents coûts de transaction et de l'impôt sur les valeurs mobilières.

Tableau 3 : Rendements anormaux pondérés par la valeur de marché 21 jours post cotation

Jours	Pondéré par la valeur du marché Non ajustées à l'indice de référence				Pondéré par la valeur du marché Ajustées à l'indice de référence			
	AAR (%)	t stat	CAAR (%)	t stat	AAR (%)	t stat	CAAR (%)	t stat
1	0,24***	3,69	0,24***	3,69	-0,25***	-3,83	-0,25***	-3,83
2	0,24***	3,17	0,49	0,79	-0,72***	-9,42	-0,98	-1,59
3	0,20***	2,60	0,69	0,81	0,40***	5,25	-0,58	-0,69
4	0,21***	2,90	0,90	0,87	-0,36***	-4,94	-0,94	-0,91
5	0,00	-0,02	0,89	0,74	-1,20***	-10,54	-2,14*	-1,78
6	0,17*	1,69	1,06	0,88	-0,19*	-1,87	-2,33*	-1,93
7	0,12	1,48	1,19	0,90	-0,50***	-5,99	-2,83**	-2,14
10	-0,13	-1,58	1,23	0,85	-0,11	-1,35	-3,71**	-2,56
12	0,08	1,36	1,24	0,77	4,49***	76,55	1,20	0,74
14	-0,15*	-1,71	1,15	0,61	3,03***	34,55	-2,23	-1,20
16	-0,09*	-1,80	0,98	0,55	-7,08***	-138,81	-9,04***	-5,04
18	-0,02	-0,25	0,90	0,62	0,77***	10,74	1,49	1,03
20	-0,06	-1,00	0,70	0,49	0,68***	11,47	2,27	1,59
21	-0,18*	-1,70	0,52	0,37	0,61***	5,63	2,88**	2,05

3.2. Evaluation de la performance financière à long terme des banques cotées

3.2.1. Rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés (CAAR) post cotation

Le tableau 4 fournit les rendements moyens mensuels ainsi que les rendements moyens mensuels cumulés non ajustés, ajustés à l'indice de référence du marché et ajusté à l'indice sectoriel de la finance. Ces rendements sont calculés sur une période de 36 mois afin d'apprécier la performance à long terme des banques de l'UEMOA cotées sur le marché boursier sous régional entre 1998 et 2019. L'analyse montre que les rendements post cotation varient entre - 5.88% et 0.59% lorsqu'ils ne sont pas ajustés au marché ; entre - 5.25 % et 1.30 % après ajustement à l'indice de référence composite du marché et entre -12.59% et 18.56% après ajustement à l'indice sectoriel de la finance. Sur les 36 mois post cotation, la majorité des rendements anormaux sont négatifs et connaissent une dégradation dans le temps. En ce qui concerne les rendements non ajustés au marché, l'on ne peut pas confirmer une dégradation de performance les huit premiers mois car les AAR ne sont pas significatifs. Cependant, à partir du 9^{ème} mois, il existe des preuves claires de déclin de la performance. En effet, à partir du 9^{ème} mois, la sous performance se chiffre à - 3.74% et se dégrade jusqu'au début de la deuxième année (mois 13). Le niveau de sous performance des banques est beaucoup plus important à partir du 19^{ème} mois car le plus haut niveau de sous performance s'observe au 19^{ème} mois (-5.88%). En portant l'angle d'analyse sur les rendements ajustés au marché, les conclusions sont similaires avec une sous performance relativement faible au 9^{ème} mois (-3.65%). En outre, le pire niveau de performance dans ce cas s'observe seulement le 33^{ème} mois (-5.25%). Ces résultats sont corroborés par les rendements anormaux cumulés qui sont tous négatifs sur les 36 mois indépendamment du fait que l'analyse soit portée sur les rendements non ajustés ou ajustés au marché. La détérioration des CAARs et leur significativité élevée traduit ainsi le fait que les contreperformances observées durent jusqu'à la fin de la 3^{ème} année post cotation. Ces trouvailles sont consistantes avec Ritter (1991) qui souligne que l'introduction en Bourse s'accompagne d'une dégradation de performance sur le long terme. Ces résultats prouvent aussi que les opérations d'introduction des banques ne diffèrent pas de celle des entreprises classiques, toutefois, comme la sous-évaluation, la détérioration de la performance est de faible ampleur.

La comparaison des rendements post cotation à un benchmark d'entreprises similaires (BRVM Finance) montre une forte rentabilité anormale le premier mois post cotation de l'ordre de 18.56%. De plus, sur les 36 mois post introduction en Bourse, les banques cotées semblent avoir de meilleures performances par rapport à celles non cotées car on observe 20 rendements anormaux positifs contre 16 négatifs. De plus, au fur et à mesure que le temps passe, la dégradation de performance n'est pas systématique car l'on observe tantôt des rendements positifs, tantôt négatifs. L'observation des rendements cumulés qui sont tous positifs suggère que la cotation améliore la performance des banques comparativement au benchmark de la finance. Cependant, seulement les rendements cumulés du premier au cinquième mois sont significativement différents de zéro. Il n'existe donc pas de conclusion claire quant aux comportements de la performance à long terme post cotation en relation avec celle des banques non cotées.

Il convient de souligner que les contreperformances observées dans notre échantillon semblent relativement faibles par rapport à la majeure partie des travaux empiriques. En effet Bennaceur et Omri (1997) ayant travaillé sur un marché similaire à la BRVM avec un échantillon de 11 entreprises rapportent des preuves de dégradation de performance post introduction de l'ordre de 27.65%. Les travaux de Page et Reyneke (1997) sur le marché sud-africain également montre que les introductions en Bourse sur le JSE sont associées à des contreperformances de 18.4%. Le niveau de dégradation de la performance dans notre cas est de 5.88% (non ajustés) et 5.25% (ajusté à l'indice de référence).

La sous performance de long terme observée peut s'expliquer par l'euphorie des investisseurs de la zone UEMOA. En effet, la surperformance de court terme observée par rapport aux performances des banques avant introduction sur le marché est perçue comme permanente. Cependant, au fur et à mesure que l'information sur les banques cotées devient disponible pour le grand public, l'engouement de ces derniers pour les titres à tendance à se réduire, conduisant ainsi à une révision des cours vers le bas, d'où l'observation de rendements anormaux négatifs à long terme. Cette sous performance à long terme pourrait aussi s'expliquer par la théorie des fenêtres d'opportunité. Comme le souligne Loughran et Ritter (1995), les entreprises ont tendances à choisir les moments pendant lesquelles les titres sont surévalués dû aux anticipations optimistes des investisseurs pour s'introduire en Bourse.

Parlant spécifiquement du domaine bancaire, le faible niveau de sous-évaluation peut être associé à la faible ampleur de l'asymétrie informationnelle entre les banques et l'agents introducteur. En effet, les opérations d'introduction en Bourse sont confiées aux banques qui elles-mêmes disposent d'informations sur la vraie valeur de leurs institutions. De ce fait, comparativement aux entreprises classiques qui généralement donne tout pouvoir nécessaire au l'intermédiaire menant à la cotation pour fixer les prix d'offres, les banques, du fait de leurs connaissances avérées peuvent agir pour minimiser la sous-évaluation des titres et par conséquent le déclin de la performance.

Tableau 4 : Rendements anormaux moyens mensuels des banques 3 ans après la première cotation

Mois	Equi pondéré et non ajustés à l'indice de référence du marché				Equi pondéré et ajustés à l'indice de référence du marché (BRVM Composite)				Equi pondéré et ajustés à l'indice sectoriel de la finance (BRVM Finance)			
	AAR	t-stat	CAAR	t stat	AAR	t-stat	CAAR	t stat	AAR	t stat	CAAR	t stat
1	-1,79	-1,06	-1,79	-1,06	-2,05	-1,21	-2,05	-1,21	18,56**	2,13	18,56**	2,13
2	-1,61	-0,92	-3,4	-1,24	0,11	0,06	-1,94	-0,71	0,11	0,04	18,67***	4,52
3	-1,43	-0,8	-4,82	-1,4	-0,82	-0,46	-2,77	-0,8	3,25	1,53	21,91***	5,08
4	-2,61	-1,54	- 7,43*	-1,92	-2,33	-1,37	-5,09	-1,32	-1,42	-0,81	20,49***	4,66
5	-1,33	-1,14	- 8,76***	-2,61	-0,06	-0,05	-5,15	-1,54	-1,7	-1,1	18,79***	4,05
6	-0,84	-0,5	- 9,60**	-2,01	-1,47	-0,87	-6,62	-1,39	-2,2	-0,72	16,6	0,6
7	-1,71	-0,94	- 11,31**	-2,03	-2,53	-1,4	-9,15*	-1,65	2,62	1,23	19,22	0,47
8	-0,07	-0,03	-11,38	-1,54	1,3	0,54	-7,85	-1,06	0,74	0,23	19,96	0,39
9	- 3,74**	-2,25	- 15,12**	-2,52	- 3,65**	-2,19	-11,50*	-1,92	6,43**	2,17	26,38	0,42
10	- 2,23*	-1,73	- 17,35***	-3,23	-0,99	-0,77	-12,50**	-2,33	3,77*	1,65	30,15	0,4
11	- 2,62**	-2,42	- 19,98***	-3,91	-0,67	-0,62	-13,16***	-2,58	2,09	1,05	32,24	0,36
12	- 3,90***	-2,81	- 23,87***	-3,88	-3,74***	-2,7	-16,90***	-2,75	-9,24	-0,88	23,00	0,21
13	- 3,93***	-2,85	- 27,81***	-4,12	-2,21	-1,6	-19,12***	-2,83	-6,21	-0,53	16,79	0,15
14	-1,7	-1,53	- 29,51***	-4,66	-3,40***	-3,06	-22,52***	-3,56	-2,38	-1,51	14,41	0,14
15	0,59	0,17	- 28,92**	-2,04	0,63	0,18	-21,89	-1,54	-2,1	-0,77	12,31	0,11
16	- 2,77*	-1,69	- 31,69***	-3,82	-2,48	-1,51	-24,36***	-2,94	-4,9	-1,49	7,41	0,06
17	-1,3	-1,00	- 32,99***	-4,37	-1,47	-1,13	-25,83***	-3,42	1,24	0,39	8,65	0,07
18	- 2,75***	-2,75	- 35,75***	-5,05	-1,44	-1,44	-27,28***	-3,85	5,23**	2,46	13,87	0,11
19	- 5,88**	-2,42	- 41,63***	-3,43	-4,75**	-1,96	-32,03***	-2,64	-4,18	-0,4	9,70	0,06
20	- 3,13**	-2,11	- 44,76***	-4,49	-1,71	-1,15	-33,74***	-3,38	-5,9	-0,51	3,79	0,02
21	-1,95	-1,57	- 46,71***	-4,76	-1,53	-1,23	-35,27***	-3,59	-11,75	-1,17	-7,95	-0,05
22	- 4,44**	-1,97	- 51,15***	-3,77	-3,31	-1,47	-38,58***	-2,85	3,05**	1,96	-4,91	-0,04
23	- 2,80**	-1,96	- 53,95***	-4,81	-1,81	-1,27	-40,39***	-3,6	-1,65	-0,6	-6,55	-0,05
24	- 3,35**	-2,44	- 57,30***	-5,00	-3,03**	-2,21	-43,42***	-3,79	0,7	0,17	-5,85	-0,05
25	- 2,86**	-2,26	- 60,15***	-5,31	-3,20**	-2,53	-46,63***	-4,12	6,63**	2,36	0,78	0,01
26	-1,48	-0,78	- 61,64***	-4,42	-2,02	-1,06	-48,65***	-3,49	-0,61	-0,2	0,18	0,00
27	- 3,16**	-2,36	- 64,80***	-5,39	-3,59***	-2,68	-52,24***	-4,34	5,96	1,5	6,13	0,04
28	- 3,34**	-2,2	- 68,14***	-5,22	-1,18	-0,77	-53,42***	-4,09	1,61	0,31	7,74	0,05
29	- 3,49*	-1,7	- 71,63***	-4,86	-1,6	-0,78	-55,02***	-3,73	4,42*	1,84	12,16	0,07
30	-4,01	-1,39	- 75,64***	-4,04	-0,93	-0,32	-55,95***	-2,99	9,78***	2,91	21,95	0,12
31	- 4,26**	-2,41	- 79,90***	-5,65	-4,15**	-2,35	-60,10***	-4,25	1,94	0,39	23,89	0,13
32	- 2,69**	-2,21	- 82,59***	-6,52	-2,22*	-1,82	-62,32***	-4,92	0,97	0,29	24,85	0,14
33	- 4,74**	-1,97	- 87,33***	-5,01	-5,25**	-2,18	-67,57***	-3,88	-0,96	-0,3	23,89	0,13
34	- 2,94**	-1,97	- 90,27***	-5,76	-0,97	-0,65	-68,54***	-4,38	11,96***	6,03	35,85	0,22
35	- 4,78**	-2,06	- 95,05***	-4,51	-4,04*	-1,75	-72,59***	-3,44	-12,59	-0,73	23,26	0,11
36	- 2,92**	-2,16	- 97,97***	-8,08	-2,81**	-2,07	-75,39***	-6,22	2,77	0,93	26,02	0,22

En tenant compte de la pondération des rendements anormaux et cumulés par la valeur du marché, les résultats indiquent que sur les trois années post cotation, les AARs sont alternativement positifs et négatifs. Cependant, seuls les rendements positifs du premier et du 34^{ème} mois sont significativement différent de zéro. Aucun rendement négatif n'est significatif. En outre, tous les CAARs sont positifs mais significatif seulement pour les trois premiers mois. De ce fait, il n'existe pas preuve de dégradation de la performance à long terme. En ce qui concerne les rendements ajustés à l'indice de référence du marché, les résultats corroborent ceux obtenus avec les rendements non ajustés. En effet, la majorité des rendements anormaux sont positifs sur les trois années post cotation. Cela est confirmé par les CAARs qui sont croissants et significatifs traduisant ainsi le fait que contrairement aux attentes théoriques, les banques connaissent une amélioration de leur performance à long terme. Les mêmes conclusions découlent de l'examen des rendements ajustés à

l'indice sectoriel de la finance. On observe plus de rendements anormaux positifs et significatifs par rapport aux rendements négatifs. De plus, tous les CAAR sont positifs sur les 36 mois. Ce résultat est en phase avec ceux obtenus plus haut dans le tableau 4 et met en exergue une amélioration de la performance boursière post cotation.

Tableau 5 : Rendements anormaux moyens mensuels des banques pondérées par la valeur du marché

Mois	Pondérés par la valeur du marché et non ajustés au marché				Pondérés par la valeur du marché et ajustés à l'indice de référence du marché				Pondérés par la valeur du marché et ajustés à l'indice sectoriel de la finance			
	AAR	t stat	CAAR	t stat	AAR	t stat	CAAR	t stat	AAR	t-stat	CAAR	t stat
1	2,58*	1,87	2,58*	1,87	2,32*	1,68	2,32*	1,68	2,41*	1,74	2,41*	1,74
2	0,1	0,46	2,68**	2,24	1,81***	8,75	4,13***	3,45	0,38*	1,86	2,79*	1,73
3	0,24	1,01	2,92*	1,82	0,84***	3,59	4,97***	3,1	2,63***	11,25	5,42**	2,37
4	-0,2	-1,07	2,72	1,44	0,09	0,46	5,06***	2,68	0,51**	2,76	5,94**	2,21
5	-0,22	-1,48	2,5	1,16	1,06***	7,17	6,11***	2,85	0,04	0,31	5,98*	1,92
6	-0,04	-0,2	2,45	1,00	-0,67***	-3,00	5,44**	2,22	-0,78***	-3,45	5,2	0,19
7	0,1	0,83	2,56	0,9	-0,72***	-5,72	4,72*	1,67	-0,6***	-4,78	4,6	0,11
8	-0,07	-0,16	2,49	0,76	1,30***	3,08	6,02*	1,84	1,42**	3,37	6,02	0,12
9	0,57	1,25	3,06	0,85	0,66	1,45	6,68*	1,86	2,68***	5,89	8,71	0,14
10	0,07	0,36	3,13	0,88	1,31***	6,81	7,99**	2,25	0,01	0,06	8,72	0,12
11	-0,11	-0,9	3,02	0,83	1,84***	14,86	9,83***	2,69	3,27***	26,4	11,99	0,13
12	-0,24	-0,77	2,77	0,69	-0,08	-0,27	9,74**	2,43	-0,45*	-1,42	11,54	0,11
13	0,18	0,59	2,96	0,63	1,90***	6,08	11,65**	2,48	3,27***	10,46	14,81	0,14
14	0,22	0,96	3,18	0,65	-1,47***	-6,35	10,17**	2,1	-4,83***	-20,83	9,98	0,1
15	-0,63	-1,08	2,55	0,47	-0,58	-1,00	9,59*	1,78	0,9	1,55	10,88	0,1
16	0,07	0,19	2,62	0,5	0,36	1,00	9,95*	1,89	-3,47***	-9,64	7,41	0,06
17	0,03	0,17	2,65	0,49	-0,13	-0,65	9,81*	1,82	1,88***	9,07	9,29	0,07
18	-0,03	-0,15	2,62	0,46	1,28***	6,09	11,09*	1,93	1,57***	7,5	10,86	0,08
19	0,5	0,8	3,12	0,48	1,63***	2,62	12,72*	1,94	1,16*	1,87	12,03	0,08
20	0,21	0,7	3,33	0,44	1,63***	5,35	14,35*	1,89	1,87***	6,12	13,89	0,09
21	0,00	0,02	3,33	0,42	0,42***	4,26	14,77*	1,85	-0,61***	-6,2	13,28	0,09
22	0,11	0,5	3,44	0,4	1,24***	5,62	16,01*	1,88	3,32***	15,01	16,6	0,13
23	-0,44	-1,27	3,00	0,33	0,54	1,55	16,55*	1,83	0,08	0,22	16,68	0,13
24	0,26	0,83	3,26	0,35	0,58*	1,84	17,13*	1,82	-1,33***	-4,22	15,35	0,12
25	0,32	1,3	3,59	0,38	-0,02	-0,08	17,11*	1,8	1,58***	6,32	16,92	0,13
26	-0,01	-0,03	3,58	0,36	-0,54***	-3,98	16,57*	1,65	-4,47***	-32,65	12,45	0,09
27	1,08	1,14	4,67	0,42	0,66	0,69	17,23	1,57	2,44**	2,56	14,89	0,1
28	0,82	0,88	5,49	0,48	2,99***	3,19	20,21*	1,77	2,15**	2,29	17,04	0,1
29	0,5	1,31	5,99	0,6	2,39***	6,2	22,61**	2,26	0,5	1,29	17,54	0,11
30	0,37	0,55	6,37	0,59	3,45***	5,07	26,06**	2,42	5,31***	7,8	22,85	0,13
31	-0,53	-0,93	5,84	0,55	-0,42	-0,74	25,64**	2,41	2,21***	3,89	25,06	0,13
32	0,07	0,49	5,91	0,55	0,55***	3,6	26,18**	2,46	2,36***	15,56	27,42	0,15
33	0,07	0,3	5,99	0,56	-0,44*	-1,77	25,75**	2,41	-0,24	-0,99	27,18	0,15
34	0,37*	1,67	6,36	0,49	2,34***	10,55	28,09**	2,15	6,88***	31,02	34,06	0,21
35	0,01	0,06	6,37	0,4	0,74***	3,99	28,83*	1,79	-1,94***	-10,44	32,12	0,18
36	-0,11	-0,85	6,25	0,69	0,00	0,00	28,83***	3,2	0,16	1,19	32,28	0,28

3.2.2. Performance financière post cotation basée sur la stratégie d'achat-conservation

Cette section présente les résultats issus de la méthode d'achat-conservation. Il s'agit en fait des rendements dégagés par un actionnaire ayant acquis les titres des banques suite à l'opération d'introduction en Bourse et qui choisit de conserver ces titres sur un intervalle de temps allant de 3 mois à 36 mois. Il est prouvé dans la littérature que la performance à long terme est sensible à l'indice de référence choisit (Loughran et Ritter, 1995 ; Gompers et Lerner, 2003). Etant donné

l'homogénéité des entreprises de notre échantillon en ce qui concerne le secteur d'activité, les rendements d'achat conservation ont été ajusté à l'indice de référence BRVM Composite (tableau 6) et à l'indice sectoriel de la finance (tableau 7). De plus, comme l'a si bien souligné Lyon *et al.* (1999), une pondération égale des rendements devrait être privilégiée si les erreurs d'évaluation sont plus graves dans les petites entreprises que dans les grandes entreprises. Etant donné que les banques de notre échantillon sont très hétérogènes en ce qui concerne la taille, les rendements d'achat conservation ont été calculés dans un premier temps avec équipondération. En revanche, pour Brav *et al.* (2000), si le but est d'évaluer le changement moyen de richesse de l'investisseur suite à l'introduction en Bourse, alors un système pondéré en fonction de la valeur devrait être utilisé. De ce fait, nous avons aussi estimé les rendements d'achat conservation avec pondération en fonction de la valeur de marché.

L'analyse des résultats indique qu'à pondération égale, une stratégie d'achat conservation des titres génère des rendements anormaux et significatifs de 18.14% lorsque la période de détention est de 3 mois. Ces rendements connaissent une dégradation jusqu'au 36 mois. Les premières contreperformances significatives sont observées au cours de la deuxième année. En effet, le rendement anormal du 15^{ème} mois s'établit à -17.77% et se dégrade jusqu'à -43.02% à la fin de la deuxième année. De même, la troisième année est caractérisée par des rendements anormaux négatifs. Ces résultats qui sont conformes aux attentes théoriques corroborent plusieurs trouvailles empiriques et mettent en lumière le phénomène de sous performance à long terme.

En portant l'angle d'analyse sur les rendements pondérés par la valeur de marché, les coefficients d'asymétrie tous positifs suggèrent qu'une stratégie d'achat conservation a tendance à générer des rendements positifs. Cela est confirmé par les BHAR qui sont tous positifs sur les différentes périodes de détention et majoritairement significatifs. Cette surperformance a tendance à décroître la première et deuxième année et à croître la troisième année. Ces résultats qui contrastent avec les prévisions théoriques sont en phase avec certaines trouvailles empiriques qui suggèrent une amélioration de la performance des entreprises suite à l'introduction en Bourse. En effet, Brav et Gompers (1997) ont montré que cinq ans après l'introduction en Bourse, les entreprises soutenues par capital risque réalisent en moyenne une performance de 43,4%. Les investigations de Da Silva Rosa *et al.* (2003) qui utilisent des méthodes différentes dans la mesure des rendements indiquent aussi une performance post introduction en Bourse de 32.69%.

Tableau 6 : Rendements anormaux mensuels sur achat conservation (ajustés à l'indice de référence)

Périodes de détention (en mois)	Équi-pondéré			Pré-pondéré MV		
	BHAR (%)	Skewness	t stat	BHAR (%)	Skewness	t stat
3	18,14**	0,66	2,01	42,09***	2,72	3,21
6	7,90	-0,61	0,85	25,71***	2,68	2,96
9	10,96	-0,08	0,95	41,14**	2,56	2,41
12 (année 1)	- 7,88	-1,79	-0,55	18,78*	1,91	1,59
15	- 17,77	-0,99	-1,07	29,00**	2,19	1,52
18	- 24,17*	-1,08	-1,68	9,54	0,78	0,77
21	- 40,03**	-0,56	-2,13	18,80	1,28	1,20
24 (année 2)	- 43,02***	-0,61	-2,79	4,54	0,55	0,35
27	- 33,75*	0,30	-1,74	38,07**	2,32	1,42
30	- 26,70	0,03	-1,58	46,23***	2,68	3,02
33	- 36,05**	0,80	-1,96	31,72**	1,96	1,24
36 (année 3)	- 36,66*	0,41	-1,93	56,35**	2,42	1,73

Tableau 7 : Rendements anormaux mensuels sur achat conservation (ajustés à l'indice de finance)

Périodes de détention (en mois)	Équi-pondéré			Pré-pondéré MV		
	BHAR (%)	Skewness	t stat	BHAR (%)	Skewness	t stat
3	18,39	-0,13	-0,48	-16,62**	0,48	2,00
6	4,09	0,08	0,32	9,97	0,10	0,35
9	9,33	0,08	0,33	11,82	0,21	0,83
12 (année 1)	-14,06	0,35	1,57	52,04	-0,24	-1,03
15	-22,17*	0,45	1,89	82,16	-0,32	-1,33
18	-29,09**	0,57	2,49	90,23*	-0,45	-1,94
21	-49,52***	0,63	2,86	137,01**	-0,63	-2,46
24 (année 2)	-54,60***	0,69	3,25	137,13***	-0,78	-3,18
27	-41,58**	0,54	2,25	123,20*	-0,51	-1,74
30	-37,80**	0,58	2,44	132,94	-0,44	-1,61
33	-51,20**	0,63	2,50	132,97**	-0,66	-2,15
36 (année 3)	-54,28**	0,63	2,35	133,75*	-0,60	-1,94

Dans le tableau 8, les rendements sont ajustés à l'indice de référence de la finance (BRVM Finance). Il ressort de l'analyse qu'à équipondération, l'ajustement des rendements à l'indice sectoriel de la finance accentue le degré de sous performance sur le long terme. En revanche, la prise en compte de la pondération selon la valeur de marché montre qu'à long terme, la performance a tendance à s'améliorer. Pour une période de détention de 18 mois et plus, le rendement ajusté à l'indice sectoriel est au-delà de 100%.

Conclusion

Cette investigation empirique avait pour but d'examiner performance boursière des banques de l'UEMOA suite à leur cotation sur le marché boursier de la BRVM. A cette fin, nous avons exploité des données sur les institutions bancaires qui se sont introduites à la BRVM entre 1998 et 2019. Les résultats empiriques montrent que le phénomène de sous-évaluation est bien présent dans le domaine bancaire. Toutefois, nous notons que comparativement aux entreprises non bancaires, le niveau de sous-évaluation est relativement faible. En ce qui concerne la performance des banques sur le long terme, nos travaux indiquent que la méthode d'analyse retenue conduit à des résultats hétérogènes. En effet, sur la base des rendements anormaux ajustés au marché, la performance des banques se dégrade sur trois ans. Toutefois, les rendements pondérés par la valeur de marché et l'adoption d'une stratégie d'achat conservation pondérée selon la valeur du marché procurent des performances considérables à long terme. Ainsi, en terme de sous-évaluation, nos résultats sont en phase avec les travaux déjà effectués sur le marché de la BRVM (Bayala, 2012 ; NGuimeya, 2014 ; Ouattara, 2020). En revanche, les résultats sur la performance à long terme contrastent avec les prévisions théoriques.

Cette étude contribue ainsi à enrichir la littérature sur les phénomènes d'introduction en Bourse. Elle a surtout le mérite d'avoir exploré un secteur bien spécifique à la différence de la majeure partie des travaux antérieurs qui ont considérées l'ensemble des entreprises sans distinctions du domaine. A titre d'ébauche, d'autres travaux pourraient s'atteler à une analyse de la sous-évaluation et de la sous-performance par secteur afin de mieux comprendre quelles catégories d'entreprises sont plus sous évaluées et lesquelles enregistrent une dégradation plus sévère de leur performance à long terme.

Références

- Agathee, U. S., Sannasse, R. V., Brooks, C (2014), The long-run performance of IPOs: The case of the Stock Exchange of Mauritius, *Applied Financial Economics*, vol. 24 (17), pp.1123-1145.
- Aggarwal, R. and Rivoli, P. (1990), « Fads in the initial public offerings market? », *Financial Management*, Vol. 19 (4), pp. 45-57.
- Aggarwal, R., Prabhala, N.R. and Puri, M. (2002), « Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence », *Journal of Finance*, Vol. 57 (3), pp. 1421-1442.
- Allen, F. and Faulhaber, G.R. (1989), «Signaling by underpricing in the IPO market», *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 (2), pp. 303-323.
- Alshiab, M. S. (2018), Initial Public Offerings Short and Long Term Performance of MENA Countries, *European Scientific Journal*, Vol.14 (10) pp. 1857 – 7881.
- Barber, B., and Lyon, J. (1997), Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, pp. 341-372.
- Baron, D.P. (1982), A model of demand for investment new issues, *Journal of Finance*, vol. 37, pp. 955-976
- Baron, D.P., and Holmstrom, B., (1980), The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem, *Journal of Finance*, vol. 35, pp. 1115-1138
- Bayala B.S.A. (2012). Going public and characteristics of newly listed companies: evidence from the Bourse Regionale des Valeurs Mobilières (BRVM). *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 1(4), pp. 383–403.
- Ben Naceur, S. and Omri, A. (1997), ‘Sous-évaluation des Sociétés Introduites sur la Bourse Emergente de Tunis (1991-1995)’, *Revue Monde en développement*, vol 25, pp. 33-44.
- Benveniste, L.M. and Spindt, P.A. (1989), «How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues», *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 (2), pp.343-362.
- Brav, A. and Gompers, P.A. (1997), «Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non-venture capital-backed companies», *Journal of Finance*, Vol. 52 (5), pp. 1791-1821.
- Brav, A., Geczy, C. and Gompers, P.A. (2000), « Is the Abnormal return following equity issuances anomalous? », *Journal of Financial Economics*, Vol. 56 (2), pp. 209-249.
- Chang, H.-H., Chen, A., Kao, L., & Wu, C.-S. (2014). IPO price discovery efficiency under alternative regulatory constraints: Taiwan, Hong Kong and the U.S. *International Review of Economics and Finance*, vol. 29(C), pp. 83–96.
- Chimwemwe, C., and Adrian, J. (2014), A Review Of The Determinants Of Long Run Share Price And Operating Performance Of Initial Public Offerings On The Johannesburg Stock Exchange, *International Business & Economics Research Journal?* Vol 13 (5), pp 1161-1676
- Da Silva Rosa, R., Velayuthen, G., and Walter, T., (2003), The share market performance of Australian venture capital-backed and non-venture capital-backed IPO, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11 (2), pp. 197-218.
- De Bondt, W.F.M. and Thaler, R. (1985), «Does the stock market overreact? », *Journal of Finance*, Vol. 40(3), pp. 793-805.

- De Bondt, W.F.M. and Thaler, R. (1987), «Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality», *Journal of Finance*, Vol. 42 (3), pp. 557-581.
- Gajewski, J.F., and Gresse, C. (2005), A survey of European IPO Market, ECMI paper
- Gompers, P. and Lerner, J. (2003), « The really long-run performance of initial public offerings: The pre-Nasdaq evidence, *Journal of Finance* Vol.58 (4), pp. 1355-1392.
- Humblot, T (2016), distance et accès au crédit bancaire des PME sous Bale III, *Laboratoire d'Analyse et de Recherche en Economie et Finance Internationale*, Working Paper.
- Ibbotson, R. G., and Jaffe, J. F. (1975). "Hot Issue" markets. *The Journal of Finance*. Vol. 30, pp. 1027-1042.
- Ibbotson, R.G. (1975) "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 235-272
- Johnson, N.J. (1978). Modified t Tests and Confidence Intervals for Asymmetrical Populations. *Journal of the American Statistical Association* vol. 73, pp. 536 – 544.
- Kandel, S., Sarig, O. and Wohl, A (1999) "The Demand For Stocks: An Analysis Of IPO Auctions", *The Review of Financial Studies* vol. 12(2), pp. 227-247.
- Kooli, M. and Suret, J.-M. (2004), « The aftermarket performance of initial public offerings in Canada», *Journal of Multinational Financial Management* Vol. 14 (1), pp. 47-66.
- Kothari, S.P. and Warner, J.B. (1997), « Measuring long-horizon security price performance», *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 (3), pp. 301-339.
- Lee, P.J., Taylor, S.L and Walter, T.S., (1996), Australian IPO pricing in the short and long run, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 1189-1210
- Levis, M., (1990), «The Winner's Curse problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings», *Economic Journal* vol. 100, pp. 76-89.
- Ljungqvist, A. P. (2005), «IPO underpricing», in Eckbo, RE., ed., *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Chapter 12, *Handbooks in Finance Series*, Elsevier/North Holland.
- Loughran, T. and Ritter, J.R (1995), The new issue puzzle, *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 23-51.
- Loughran, T., Ritter, J.R. (1997), « The operating performance of firms conducting seasoned equity offering », *Journal of Finance*, vol. 52(5), pp. 1823-1850.
- Lyon, J.D., Barber, B.M. and Tsai, c.-L. (1999), « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns », *Journal of Finance*, Vol. 54 (1), pp. 165-201.
- Mandelker, G. and Raviv, A., (1977), Investment Banking: An Economic analysis of optimal underpricing contracts, *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 32(3), pp. 683-694
- Michaely, R. and Shaw, W., (1994), The pricing of Initial Public Offerings: Test of the adverse selection and signaling theories, *Review of Financial Studies*, (June), pp. 279-320
- Michaely, R. and Womack. K. L. (1999) "Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations." *Review of Financial Studies* vol. 12 pp. 653-686.
- Miller, M.H, (1977), Debt and taxes, *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 261-275
- NGuimeya Z. F. (2014). Revisiting IPO underpricing and underperformance: Evidence from West Africa. *International Journal of Business and Social Science* Vol. 5 (5)
- Ouattara D. (2020), Sous-évaluation à l'introduction en Bourse : cas des entreprises cotées sur le marché de la BRVM, *Revue Internationale du Chercheur*, vol. 1 (3), pp : 19 – 40

- Page, M., and Reyneke, I. (1997). The timing and subsequent performance of IPOs on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 24(9, 10), pp. 1401-1420.
- Ritter, J. R. (1998). « Initial public offerings ». *Contemporary finance digest* vol. 2 (1), pp. 5–30.
- Ritter, J.R. (1991), “The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *the Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 3-27.
- Rock, K. (1986), “Why new issue are underpriced”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 (1-2), pp. 187-212.
- Sentis, P (2005), Introduction en Bourse Quelles stratégies pour l'entreprise candidate, *Revue française de gestion*, n° 158, pp. 225-244
- Stoll, H., and Curley, A., (1970), Small business and the new issues market for equity, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 5, pp. 309-322.
- Sutton, C.D., (1993). Computer-Intensive Methods for Tests about the Mean of an Asymmetrical Distribution. *Journal of the American Statistical Association*, vol. 88, pp. 802-810.
- Welch, I. (1992), Sequential sales, earning, and cascades, *Journal of Finance*, Vol. 47 (2), pp. 695-732.
- Zouari, S. B. S., Boudriga A., and Taktak N. B., (2011), Determinants of IPO underpricing evidence from Tunisia, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol 5 (1), pp 13-32