
Formation du cours de bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions

Sabine MONTAGNE *

I. Introduction

L'influence des marchés financiers sur l'économie, en particulier sur la conduite de la politique économique et sur l'élaboration des stratégies d'entreprise, a été mise en évidence par de nombreuses analyses. Concernant plus particulièrement l'entreprise, la capacité des investisseurs institutionnels à orienter la gestion de l'entreprise à leur profit, parfois au détriment des autres partenaires de l'entreprise, devient une source d'inquiétude croissante pour les salariés. La relation entre salariés et marchés financiers apparaît d'abord, au niveau macro économique, comme une relation de subordination des premiers par rapport aux seconds (Artus : 1999 ; Boyer : 1999). Cette relation est aujourd'hui analysée en considérant l'émergence d'un possible statut d'épargnant-actionnaire. Cette analyse, s'inspirant d'exemples étrangers sur les systèmes d'épargne, envisage la possibilité de configurations institutionnelles qui permettraient aux salariés d'accéder à de nouveaux leviers d'action (Aglietta : 1997 et 1998).

Afin de mieux situer le rôle possible des salariés actionnaires, il semble utile de faire une analyse du fonctionnement du marché boursier existant. Il est important de mieux se représenter le rôle des différents acteurs qui y interviennent et les mécanismes qui concourent à la formation des jugements. Les intervenants du marché ne sont pas de simples relais transparents entre un prêteur (l'épargnant) et un emprunteur (l'entreprise). Ils ne sont pas la voix d'expression d'un collectif que pourrait constituer l'épargne des sa-

* Chercheur à l'IRES.

lariés. Ils sont des intermédiaires et ont donc à ce titre des comportements et des finalités propres. A travers son discours sur l'entreprise, le marché boursier construit une vision propre, distincte de celle des dirigeants et de celle des salariés.

Parmi les différents mécanismes au travers desquels la sphère financière influence la sphère réelle, la construction du cours de bourse par ces intermédiaires financiers est un enjeu central. Le cours de bourse est en effet non seulement le résultat de l'interaction entre intermédiaires financiers mais constitue aussi un levier de pression sur l'entreprise qui y réagit en adaptant sa stratégie. La présente contribution propose une approche du processus de formation du cours boursier.

II. Problématique

La théorie néoclassique considère que la formation du cours de bourse provient de la confrontation de demandes et d'offres dans un contexte d'information parfaite. Les représentations qui sont nécessaires à l'évaluation de la qualité du bien proposé à l'échange sont partagées par des agents identiques, construits sur le modèle de l'*homo economicus*. C'est l'*homo economicus* qui, simultanément, établit une valorisation du bien et contribue, par sa proposition d'achat ou de vente, à l'émergence d'un prix. Renoncer à cette image fusionnelle, sorte de synthèse temporelle et spatiale, et considérer qu'il existe des lieux et des procédures d'évaluation analysables en tant que tels et séparables du moment et des conditions de fixation du prix est donc une concession au réel, étrangère au champ d'investigation de la théorie dominante.

Les développements récents de cette théorie s'attachent cependant à rendre plus vraisemblables les mécanismes de formation des jugements, en bornant et en situant la rationalité des agents, et en resituant les agents au sein d'un collectif grâce aux jeux stratégiques. En économie financière, ces développements conduisent à rendre compte des comportements boursiers en termes de phénomènes mimétiques ou spéculatifs. L'émergence du cours de bourse est alors le résultat d'un réseau de considérations strictement internes au marché boursier. Par exemple, il peut être le résultat de l'appréciation simultanée d'agents similaires s'observant les uns les autres ou d'agents hétérogènes à degré d'anticipation distinct (leader – suiveur). Ce courant d'analyse permet d'étudier le fonctionnement purement interne du marché boursier mais au prix d'une absence de prise en compte des influences extérieures. Il occulte la réalité des conditions sociales de production de la valeur d'un titre boursier.

L'approche développée notamment par (Morin : 1998) et (Baudru : 1998) réintroduit des motivations et des objectifs extérieurs au seul processus d'échange de titres en bourse. Les investisseurs financiers subissent des

contraintes « extérieures » en provenance des épargnants et de la réglementation de la gestion qui les conduisent à des comportements d'investissement différenciés. Par exemple, la fréquence avec laquelle la performance d'un fonds est évaluée influence les moyens mis en œuvre pour atteindre cette performance, en particulier le taux de rotation du portefeuille boursier. Un fonds évalué fréquemment aura intérêt à réaliser souvent ses plus-values, ou tout au moins à cibler des titres boursiers dont les plus-values latentes¹ sont rapides. Ces contraintes influencent ainsi directement la tactique d'allocation des fonds gérés. Cette seconde approche complète plutôt qu'elle n'infirme la première vision. En effet, l'une et l'autre ne visent pas à décrire le même moment du processus boursier. La première rend compte du très court terme tandis que la seconde s'inscrit dans une perspective tactique voire stratégique.

La piste développée ici consiste à considérer le marché boursier non plus comme la seule agrégation d'investisseurs, que ceux-ci aient des logiques de comportement autoréférentielles, concurrentielles ou réglementaires, mais comme l'agrégation d'acteurs hétérogènes, agissant selon des logiques ne relevant pas exclusivement d'une politique d'investissement financier. Le marché boursier est en effet composé d'autorités réglementaires, d'experts juridiques, d'associations de défense des actionnaires, etc., qui sont autant d'acteurs différents qui contribuent à la formation du cours de bourse et à l'élaboration des outils d'analyse financière destinés à dire combien vaut l'entreprise. Le processus de cotation est ainsi « encadré » par des règles (lois ou règlements), des contraintes juridiques, politiques (défense des minoritaires), etc. Les normes de rentabilité et les méthodes utilisées pour les mesurer dépendent non seulement des possibilités strictement économiques dont disposent les entreprises pour y répondre (part de marché) mais aussi des opportunités sociales et légales qui permettent d'atteindre la rentabilité exigée grâce à des opérations financières spécifiques, rendues possibles par la loi. Autrement dit, les comportements des investisseurs ne sont pas seulement conformés par les contraintes amont de l'investissement, en provenance des épargnants, mais aussi par l'environnement économique et juridique aval de l'investissement, en provenance des entreprises et de la réglementation boursière.

L'objectif du présent article consiste à mesurer en quoi les interactions entre les acteurs de cette sphère aval contribuent à définir à la fois un prix de l'entreprise et des outils de mesure de ce prix. La définition du prix est en effet inséparable de la définition des outils utilisés pour mesurer l'entreprise car la valeur de l'entreprise, pour l'actionnaire, n'est pas connue a priori. La valeur de l'entreprise est l'estimation des gains futurs de l'actionnaire. Or,

1. Plus-value latente : valeur de la plus value si les titres étaient effectivement vendus au dernier cours de bourse connu.

compte tenu de l'incertitude sur l'avenir, cette estimation est une anticipation de l'incidence du comportement financier futur de l'entreprise sur la valeur du titre boursier. Cette anticipation s'appuie sur un corpus de méthodes appelé « évaluation financière ».

On présente, dans la section III, la spécificité de la démarche proposée dans cet article par rapport à l'articulation habituellement admise entre évaluation financière et construction du cours boursier. La conception partagée par les acteurs boursiers consiste à considérer que les investisseurs institutionnels ont la totale maîtrise du processus de cotation selon un enchaînement causal qui part de la définition de règles d'évaluation, *ex ante*, pour aller à l'émergence du cours de bourse, sur le marché de l'offre et de la demande, *ex post*. Notre démarche consiste à comprendre comment, en élargissant le cercle des acteurs concernés, les règles d'évaluation émergent du collectif et fournissent un prix reconnu par la communauté financière. La section IV développe cette démarche en analysant l'émergence des évaluations à partir de la division sociale du travail dans le secteur boursier. Les acteurs y sont présentés au travers de leur organisation propre, de leur conception et de leur pratique de l'évaluation. L'interdépendance des acteurs ainsi mise en évidence fait apparaître le caractère institutionnel de la construction du cours.

III. Articulation entre cours boursier et évaluation financière

La vision communément partagée par les principaux acteurs boursiers, investisseurs, banques, sociétés de bourse et entreprises, et diffusée par les médias, privilégie un type particulier d'échange qui serait dominant et capable de construire à lui seul le cours de bourse. Selon cette vision, c'est l'échange de titres existants, entre investisseurs, qui « fait le marché » dans la mesure où ces investisseurs, très mobiles, contribuent effectivement à faire bouger le cours de façon décisive. Leur façon d'évaluer l'entreprise, leur discours sur l'articulation entre leur évaluation et la formation du cours, deviennent alors centraux.

Cette interprétation ne propose pas d'explication quant à la création endogène des règles d'évaluation financière par le marché boursier. La question de la qualité du produit échangé, à savoir le titre boursier, est résolue par le recours à une évaluation technique dont le mécanisme boursier ne dit pas la genèse. Aussi, nous proposons dans une seconde partie une autre démarche qui consiste à aborder la formation du cours de bourse et des règles d'évaluation à partir du rôle de chaque acteur sur le marché.

1. La vision propre aux acteurs boursiers : la domination des investisseurs anglo-saxons

L'actualité boursière interprète le cours de bourse comme le résultat direct de l'appariement d'une demande de capitaux de la part des entreprises à une offre de capitaux de la part d'investisseurs. Cet appariement se réalise de façon à ce que chacune des parties soit satisfaite au regard de ses propres critères. Compte tenu de l'état du rapport de force qui régnerait actuellement entre financiers et entreprises, le cours de bourse serait la manifestation tangible de la capacité des entreprises à satisfaire des normes de rentabilité et de comportement décidées par les investisseurs anglo-saxons. La bourse serait le lieu de sanction immédiate et transparente des performances de l'entreprise mesurées par les normes financières, normes elles mêmes créées unilatéralement par les investisseurs. Ce mécanisme est illustré par des exemples spectaculaires. L'arrivée des investisseurs institutionnels anglo-saxons sur les bourses continentales a en effet modifié en quelques années à la fois le fonctionnement du marché boursier et les relations bilatérales entre entreprises et investisseurs. Ainsi, les comportements boursiers de ces fonds défraient parfois la chronique, à l'exemple du cours d'Alcatel qui a violemment chuté suite à la sortie massive d'un de ses actionnaires américains ou du cours de la Société du Louvre, « manipulé » par un spéculateur américain. Par ailleurs, les normes de rentabilité exigées par les investisseurs se sont élevées, les méthodes d'influence de ces fonds auprès des entreprises sont devenues plus sophistiquées, de nouvelles normes de comportement ont été imposées aux entreprises.

Il y a derrière cette vision que porte le marché sur lui même l'idée d'un mécanisme causal direct entre la définition des normes de rentabilité, la mesure de cette rentabilité et la sanction par le cours de bourse. Le discours explicite du *corporate governance*, développé par les investisseurs anglo-saxons, est censé dire ce que l'entreprise doit faire pour satisfaire le marché avant que le marché sanctionne la gestion mise en œuvre par l'entreprise en modifiant le cours. Ce mécanisme suppose que la rationalité individuelle des acteurs suffit à construire le cours : les exigences exprimées individuellement par les investisseurs auprès des entreprises, lors de réunions bilatérales, seraient effectivement suivies par des comportements boursiers correspondants. Ainsi, une entreprise répondant « correctement » aux injonctions qualitatives et quantitatives des investisseurs verra son cours s'apprécier et réciproquement, un mauvais comportement sera suivi d'une sanction du marché. Pourtant la mobilisation successive de ces deux phases de l'évaluation, à savoir l'appréciation de la gestion de l'entreprise au travers des critères de *corporate governance* et la cotation boursière, ne suffit pas à rendre compte complètement du phénomène de construction du cours de bourse. La séquentialité des deux phases peut rendre compte d'évène-

ments paroxystiques, en cas de révision importante des anticipations – par exemple, lorsque les investisseurs estiment que l'entreprise s'est suffisamment mal comportée pour remettre en cause la valeur boursière jusqu'ici établie. Mais ce sont des variations plus modérées qui font la vie quotidienne du marché et contribuent à un mécanisme de construction continue. Supposer que la cotation boursière est directement issue de l'appréciation bilatérale d'un investisseur face à l'entreprise revient à supposer deux choses : que l'investisseur s'intéresse uniquement à la valeur fondamentale de l'entreprise et qu'il sait l'évaluer.

En situation d'incertitude, et dans un contexte de liquidité significative, la valeur fondamentale d'une entreprise n'est plus le seul support des décisions : des phénomènes de mimétisme et de spéculation se développent. Par ailleurs, cette approche basique suppose que les méthodes d'évaluation sont déjà là et font sens pour l'ensemble des acteurs. Leur élaboration est supposée antérieure à l'échange.

2. Une approche alternative : une construction institutionnelle du cours de bourse

L'idée développée ici considère le cours de bourse comme une construction institutionnelle. Loin de se résumer au bilan équilibré d'offres et de demandes, toutes identiques et confrontées sur un marché abstrait qu'incarnerait le système de cotation informatisée, le cours de bourse est l'expression d'un rapport entre acteurs hétérogènes. Cette hétérogénéité ne provient pas seulement d'une variété des types d'investisseurs (opposition entre logique d'investissement court terme et long terme) ou d'un déséquilibre des rapports de pouvoir au sein de l'activité financière (existence de gourous). Certes cette diversité des investisseurs existe mais elle se double d'une diversité des intervenants sur le marché boursier. L'hétérogénéité est intrinsèque au marché boursier car elle résulte de sa structure même. En effet, pour fonctionner, ce dernier a besoin que différentes fonctions soient remplies : des fonctions réglementaires, des fonctions de contrôle, de conseil, de recours, de résolutions des conflits. L'investisseur n'est pas le seul acteur du marché et sa capacité d'action doit être replacée dans un contexte de pouvoirs croisés. Il est donc nécessaire d'étudier aussi les mécanismes boursiers, formation du cours et émergence de normes financières, en tenant compte des institutions qui les encadrent.

La question posée est donc la suivante : en quoi l'organisation du marché intervient-elle dans la détermination du cours de bourse et dans l'émergence de normes financières ? La méthode utilisée est essentiellement descriptive et se compose de trois phases : recenser les acteurs, décrire leur fonction du point de vue de leur objectif propre, construire le réseau de relations interdépendantes. Les acteurs à recenser sont ceux ayant un rôle dans

l'évaluation de l'entreprise en vue de sa cotation en bourse. Cet ensemble ne regroupe pas la totalité des acteurs qui parlent de l'entreprise mais ceux qui influent directement sur sa valeur en bourse. Leur contribution à la formation du cours est mesurée en analysant la division du travail au sein du marché boursier : en décrivant la fonction de chaque acteur, sa position respective, ses objectifs lorsqu'il intervient sur le marché, on peut rendre compte à la fois de la diversité des logiques d'évaluation et de leur synthèse en un prix unique. Ainsi, en essayant de répondre à la question « qui fait quoi sur le marché et comment le fait-il ? » on voit apparaître le réseau de contraintes qui enserment les acteurs et conduit à un "accord" sur le prix de l'entreprise, accord plus complexe que le simple résultat d'un strict rapport de force walrasien entre investisseurs anglo-saxons et dirigeants.

Cet accord se construit non seulement par la convergence des jugements à propos d'une entreprise particulière mais aussi par la convergence des outils d'évaluation généralement utilisés par la communauté financière. Si les acteurs trouvent un accord sur le prix, c'est aussi parce qu'ils ont trouvé un accord sur la façon de mesurer l'entreprise. La question de savoir comment le marché construit le cours engendre donc une autre question, à savoir comment le marché construit le corpus de méthodes d'analyse. C'est donc sur la base de ces deux questions que l'étude empirique est conçue.

IV. Qui fait quoi sur le marché boursier ?

L'objectif est de décrire le processus de formation du cours de bourse du point de vue de sa production socialisée, en se limitant aux producteurs « praticiens ». Ce « cœur » du marché boursier est constitué par l'ensemble des acteurs qui accèdent directement à l'échange boursier ².

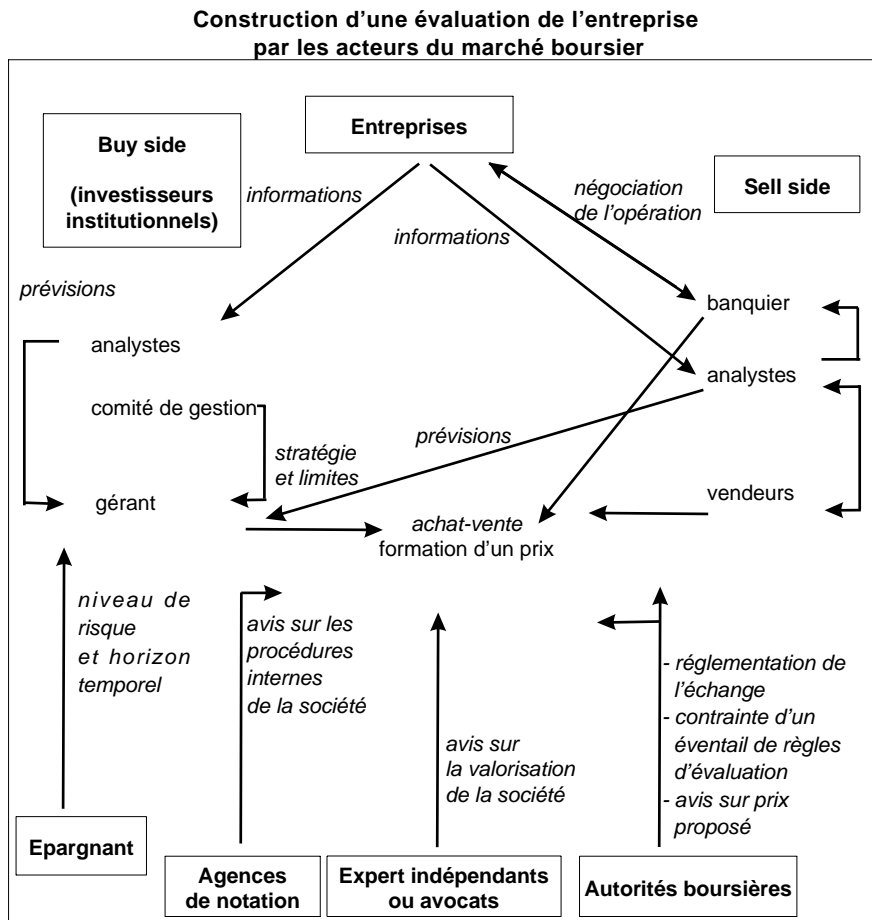
Cette configuration d'acteurs a évolué en quelques années sur le marché français : les rapports de force et d'influence ont évolué en faveur des gérants de fonds et des cabinets d'avocats et de nouveaux acteurs ont émergé tels les agences de rating et agences de conseil en politique de vote. La loi de modernisation des activités financières a modifié les attributions des autorités financières. Le fonctionnement du marché en a été sensiblement modifié dans la mesure où ces nouveaux acteurs ont des logiques différentes de celles de leurs prédécesseurs.

Il s'agit ici, à travers la description des rôles de chacun, de tracer la façon dont s'élabore un consensus sur la valeur d'une société et un jugement sur sa stratégie et sa gestion. On s'attache à décrire successivement pour

2. L'étude de la construction du cours est délibérément limitée aux contributions des professionnels boursiers. On ne s'intéresse ni à la production symbolique des acteurs tels que les universitaires et les médias, ni au rôle des salariés – actionnaires en tant qu'épargnants dans les fonds gérés par les investisseurs institutionnels. Il s'agit ici d'étudier les intermédiaires directs de l'échange boursier.

chaque acteur, ses motivations, sa stratégie et son organisation interne d'une part, et la façon dont il aborde l'évaluation de l'entreprise, d'autre part.

Le schéma ci-dessous permet d'identifier les acteurs qui vont être étudiés.



A. Le marché boursier côté « buy side » : investisseurs et analystes financiers

Le côté *buy side* du marché est littéralement le côté acheteur, autrement dit les acteurs qui investissent des fonds, pour le compte d'épargnants. Ces acteurs, appelés investisseurs institutionnels, sont les fonds de gestion collective (OPCVM en France, *mutual funds* et *pension funds* aux Etats Unis). Ils pratiquent une gestion déléguée par opposition aux investisseurs indivi-

duels et aux activités de portefeuille des entreprises ou des banques. Les décisions d'investissement prises par ces institutions sont déterminées à partir d'une procédure qui fait intervenir trois types d'acteurs. L'analyste financier (appelé *analyst buy side*) définit une valeur de l'entreprise en faisant des prévisions sur son résultat futur. Le comité de gestion, en liaison avec les prévisions des économistes, définit les grandes orientations (répartition actions/obligations, sélection des types de risque, des secteurs d'activité, des types de valeurs). Le gérant prend les décisions d'investissement en fonction des prévisions de l'analyste et sous la contrainte des orientations du comité de gestion, de façon à satisfaire les objectifs de risque et de rentabilité qui ont été définis pour le portefeuille dont il a la charge.

Afin d'appréhender le rôle de ce pôle, on s'intéresse successivement à l'organisation interne de ce métier et à sa contribution à la construction de l'évaluation financière.

1. Organisation : rationalisation de la décision d'investissement

La séparation des rôles, au sein même des institutions, s'est accrue avec la transformation des métiers de la gestion, ces dernières années, aux Etats Unis (Garrone : 1995). Cette évolution se traduit par une approche plus quantitative et plus fondamentale de l'entreprise par l'analyste financier. Ce dernier fournit au gérant un suivi chiffré des sociétés, sous la forme de prévisions de croissance à 5 ans des bénéfices par action, des dividendes et du *pay out* (taux de distribution du bénéfice sous forme de dividende), donne les éléments nécessaires à la valorisation de la société au delà de cette période et détermine le « secteur risque », le « secteur liquidité » et le « secteur de croissance » de la société. Il fournit ainsi une étude économique et financière rigoureuse des sociétés, qu'il met à jour régulièrement ou révise spécialement en cas d'événement sur la société. Cette approche témoigne d'une vision de moyen terme sur la société et d'une vision de long terme sur le secteur. Elle est aussi plus quantitative que par le passé : à partir des éléments traditionnels de l'analyse financière, l'histoire et l'évolution du capital de la société, l'évolution des parts de marché, l'organisation du management, l'analyse des comptes financiers, la stratégie et les projections financières, l'analyste vise à aboutir à une prévision de la rentabilité des capitaux propres. Dans le passé, il avait un rôle de recommandations « d'idées boursières » à court terme : il détectait, en fonction de sa propre estimation, des sur-évaluations ou sous-évaluations locales et des opportunités ponctuelles de « coups boursiers ». Ce rôle tend à s'affaiblir, dans la mesure où la politique de gestion du gérant s'oriente vers une gestion multicritères (risque, rentabilité, diversification) et contrôlée. Muni de ces informations, le gérant compose son portefeuille en fonction de son type de

gestion (recherche du rendement, gestion indicielle, gestion sectorielle), de ses contraintes réglementaires, etc.

Cette division du travail dans le secteur de la gestion s'est répandue aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sous la pression des cabinets de conseil qui classent les gérants. Devant l'exigence de transparence de ces cabinets, les institutions de gestion ont développé un discours sur leur organisation interne et leurs modes de prise de décision, discours destiné à convaincre leurs clients et auditeurs de la qualité et de la pérennité de leur démarche. A travers ce discours, il s'agit d'assurer le client d'un certain standard de gestion, matérialisé sous la forme de procédures encadrant la décision d'investissement. Il s'agit, par exemple, de se prémunir contre l'obtention de performance grâce à une ou deux stars dont la démission subite de l'institution remettrait en question la performance globale du fonds. Cet « encadrement » de la gestion financière par les cabinets de notation vise à rendre lisible l'organisation de l'entité cible, en découpant cette entité en activités élémentaires ou en métiers, identifiables par leur logique et leur objectif, relativement autonomes, et donc évaluables. Chacun a sa place et fait son métier, défini publiquement.

Cette vision théorique d'une gestion rationalisée suppose une articulation en temps réel entre les acteurs concernés. Or les temporalités ne sont pas les mêmes pour les différents acteurs : un gérant doit tenir compte à la fois des mouvements quotidiens du marché et des perspectives stratégiques des entreprises, un analyste intervient pour réviser ses prévisions lorsqu'un nouvel événement intervient sur l'entreprise, un économiste modifie son diagnostic en cas d'événement macro économique, le comité de gestion se réunit mensuellement. Aussi, l'enchaînement chronologique des interventions, le rapport de l'analyste précédant toute décision du gérant, n'est-il pas toujours souhaitable. Ainsi, des opportunités peuvent apparaître au gérant avant que les analystes n'en prennent connaissance. Les limites d'une rationalisation trop poussée de la gestion peuvent alors apparaître. La détermination trop rigide des procédures de prise de décision des gérants pourraient conduire à leur faire manquer des opportunités de placement. Les mauvaises performances des fonds de pension britanniques qui ont sous-performé le marché (El Mekkaoui : 1997) peuvent sans doute être aussi analysées sous cet angle. Quelle que soit la responsabilité exacte de cette pression de rationalisation sur les performances, il reste que cette tendance semble se ralentir au Royaume-Uni. La pression pourrait donc s'adoucir vers un compromis redonnant plus de liberté au gérant en lui évitant de devoir justifier à tout instant ses décisions d'investissement au regard de critères préétablis. En revanche, cette organisation se répand progressivement sur le marché français où les appels d'offres émanant des entreprises souhaitant externaliser leur gestion de fonds salariaux se multiplient sur le modèle anglo-saxon.

2. Evaluation : des innovations nécessairement consensuelles dans les méthodes d'analyse financière

La technique d'évaluation est du ressort des analystes financiers. Côté *buy side*, ces analystes sont des acteurs discrets dont l'activité reste strictement privée. Leur recherche est diffusée en interne à la société de gestion. Ils utilisent les méthodes d'analyse financière communes au marché boursier. Bien que largement normalisées, ces méthodes peuvent faire l'objet de variantes plus ou moins sophistiquées, développées en interne. Mais la recherche d'une amélioration des prévisions grâce à un changement de méthode n'a pas beaucoup de sens : « Sur un marché, ce qui fonde la valeur scientifique d'une méthode d'évaluation, est moins le raffinement de sa logique économique que sa fréquence d'emploi » (Jean Brilman cité par Jollant : 1996). Une méthode d'analyse ne vaut que parce qu'elle est communément utilisée par les investisseurs. En effet, pour l'investisseur, la question est moins de savoir combien vaut l'entreprise que de savoir comment le marché l'évalue et l'évaluera dans le futur. Il veut s'assurer que le prix qu'il paye aujourd'hui est conforme à ce qu'attend généralement le marché, pour des entreprises comparables, et il veut s'assurer que la revente de ce titre se fera dans des conditions d'évaluation semblables en terme d'outils utilisés pour l'évaluation. Puisque la valeur fondamentale de l'entreprise est inconnue et inconnaisable, la valeur obtenue sur le marché importe moins que la procédure grâce à laquelle cette valeur a été construite. Il est alors impératif que la procédure soit reconnue et partagée par l'ensemble des investisseurs.

L'innovation des méthodes n'apparaît donc pas centrale pour définir des avantages concurrentiels entre les institutions de gestion. La valeur ajoutée de l'analyste financier réside plutôt dans ses anticipations et son diagnostic de l'entreprise et la valeur ajoutée collective de l'équipe d'analystes réside dans sa capacité à couvrir un large spectre d'entreprises. En effet, la finalité de l'évaluation d'entreprise est de permettre une sélection parmi l'ensemble des entreprises cotées. La décision d'investissement est fondée sur le différentiel de potentiel d'appréciation du titre par rapport aux autres titres boursiers. Cette dimension comparative devient plus complexe avec l'ouverture et l'interconnexion des marchés et avec l'augmentation de la taille des fonds gérés et de la mobilité des portefeuilles. La fonction de l'analyste financier devient essentielle avec le nécessaire élargissement de l'univers des titres suivis et les difficultés posées par la moindre familiarité avec des entreprises lointaines.

En conclusion, l'analyste *buy side* est préoccupé à la fois par la pertinence des outils d'évaluation et par la pertinence des anticipations à moyen terme. Le gérant poursuit simultanément deux tactiques d'appréciation de l'entreprise : à court terme, en fonction de l'évolution du marché boursier

ou à plus long terme, en fonction de la stratégie de l'entreprise. Il cherche à tirer parti de la confrontation de ces deux temporalités. Son jeu consiste à anticiper le mouvement du marché ce qui suppose de détecter avant les autres mais de détecter comme les autres. Les acteurs du *buy side* sont donc soumis à une nécessaire convergence de leurs représentations : l'appréciation de l'investisseur doit être, *in fine*, conforme à celle de la communauté.

B. Le marché boursier côté « sell side » : banques d'affaires, courtiers et analystes financiers

Le côté *sell side* rassemble l'ensemble des acteurs qui servent d'intermédiaires pour la vente des titres cotés en bourse. Ces institutions font le lien entre le vendeur qui peut être l'entreprise, un actionnaire majoritaire ou un investisseur institutionnel, et l'acheteur. La forme de cette intermédiation dépend de la nature de l'opération : un simple échange sur le marché secondaire se fait en passant par un courtier tandis qu'une introduction en bourse ou une OPA nécessite l'intervention d'une banque conseil et le visa spécifique des autorités boursières.

Trois fonctions essentielles sont remplies par ces intermédiaires : une fonction de coordination, une fonction d'évaluation et une fonction de vente aux investisseurs du *buy side*. A travers ces fonctions, ces intermédiaires contribuent de façon décisive à la formation du prix et au choix des méthodes d'évaluation. La fonction de coordination est ici présentée à partir du cas le plus complexe, celui du montage d'une opération financière de haut de bilan, sur le marché primaire³. Les opérations de transaction sur le marché secondaire⁴ sont en effet plus simples dans la mesure où elles font intervenir un plus petit nombre d'acteurs. La fonction d'évaluation est, dans tous les cas, assumée par les analystes financiers. Elle est plus complète pour une opération du marché primaire car l'opération même modifie sensiblement les caractéristiques de l'entreprise : stratégie confirmée ou modifiée, ratios financiers modifiés, etc. Les intermédiaires de l'opération vont alors publier une appréciation nouvelle de l'entreprise, à partir d'une étude approfondie de la société, faite en collaboration avec elle. Dans le cas plus simple d'un échange en bourse entre investisseurs institutionnels, intermédié par un courtier, les évaluations publiées par les analystes *sell side*, sont aussi utilisées par le gérant institutionnel en sus de ses propres sources internes d'analyse.

3. Opération modifiant les fonds propres de l'entreprise ie le nombre d'actions en circulation (augmentation de capital), et/ou le contrôle du capital (OPA, fusion).

4. Opération d'échange de titres existants entre investisseurs.

1. Organisation et stratégie : le montage des opérations financières de haut de bilan

Le rôle de la banque conseil est de faire émerger les modalités de l'opération financière. La banque propose à l'entreprise de réaliser une opération financière, après avoir recueilli, outre les besoins de l'entreprise, l'avis des analystes financiers de son institution (analyste *sell side*) sur le titre et sur l'impact d'une telle opération sur le marché boursier, l'avis des vendeurs de la salle de marché, chargés de vendre les titres aux investisseurs institutionnels si l'opération se concrétise, éventuellement l'avis de certains investisseurs.

Tout d'abord, la banque a un rôle de conseil quant au produit financier à proposer ou au type de montage de l'opération. Deux exemples permettent de comprendre le service qu'apporte la banque à l'entreprise. Dans le premier cas, l'entreprise a besoin d'augmenter son capital et peut le faire sous forme de plusieurs produits financiers : actions simples, actions à bons de souscription ou obligations convertibles. En fonction de l'appréciation que le marché boursier porte sur l'entreprise, la banque conseille un produit plutôt qu'un autre. Dans le second cas, un actionnaire majoritaire veut céder une part importante du capital sur le marché boursier : la banque conseille sur la façon de vendre les titres : une vente « au fil de l'eau », c'est à dire via des ventes successives sur le marché secondaire, ou une vente « privée » ciblée sur quelques investisseurs qui sont approchés de façon non publique, ou elle propose une procédure de vente publique, accessible à tout investisseur.

Par ailleurs, la banque joue un rôle actif dans la fixation du prix des titres offerts. La banque conseil fait une synthèse des évaluations du marché boursier, se construit une opinion quant à la faisabilité de l'opération : elle reprend les analyses publiées sur l'entreprise qui lui permettent de chiffrer le potentiel d'appréciation du titre, elle utilise l'historique de transactions similaires qui lui donne une fourchette de valorisation par le marché pour ce type d'opération, elle estime avec ses vendeurs la capacité d'absorption du marché. De ce tour de table entre les acteurs émerge un prix, différent du prix courant de l'action en bourse puisqu'il intègre la valeur anticipée de l'entreprise après l'opération.

Dans le cas d'une introduction en bourse, l'évaluation de l'entreprise est plus complète puisqu'il n'existe pas de référence historique de prix. Les mêmes méthodes d'évaluation sont utilisées et le prix final offert est décoté afin de tenir compte du risque supplémentaire inhérent à l'absence d'histoire boursière de l'entreprise. Dans le cas d'une OPA, d'un rachat d'actions, il s'agit de déterminer un prix suffisamment attractif pour décider les porteurs à vendre leurs titres. La fixation du prix obéit surtout à une logique de prime par rapport au cours de bourse plutôt qu'à une logique d'évaluation des fondamentaux de l'entreprise.

2. Evaluation : une évaluation publique

Comme leurs confrères du *buy side*, les analystes financiers du *sell side* déterminent des perspectives réalistes d'évolution à partir desquelles ils valorisent les sociétés cotées selon des méthodes comparables. L'objectif des institutions qui les emploient (société de courtage, banque conseil) est d'accroître le volume d'échanges boursiers car elles sont rémunérées en pourcentage des transactions. Dans ce contexte, les analystes contribuent à construire un argumentaire de vente destiné aux vendeurs de la société de courtage et à la banque conseil. A la différence du *buy side*, leurs analyses sont publiées et diffusées auprès des acheteurs potentiels, ie les investisseurs institutionnels. Ces analystes sont évalués en fonction de plusieurs critères : la qualité de leur prévision de résultats et de leur recommandation boursière (achat/vente du titre), leur capacité à générer un volant de transactions boursières. Ils sont donc directement évalués par les vendeurs de la société de courtage qui les emploie.

Les modalités d'influence de ces analystes sur le cours de bourse ont fait l'objet d'études statistiques américaines. En effet, une hiérarchie des acteurs s'organise à partir du rang qu'ils occupent dans différents types de classement. L'avis de chacun n'a pas le même poids. A titre d'illustration, on mentionnera les études portant sur l'un de ces classements, le « All-American Research Team ». Selon (Stickel : 1992), les « *nominés* » de ce classement donnent des prévisions de résultat par action plus fiables et plus fréquentes que les autres analystes. Ces particularités confèrent aux analystes « *nominés* » un pouvoir sur le cours boursier. Leur influence est plus forte que celle des autres analystes et ils apparaissent comme les leaders de la profession.

L'impartialité des jugements des analystes est souvent remise en cause compte tenu de l'intérêt de l'institution qui les emploie à convaincre d'investir. Ils auraient ainsi tendance à être systématiquement trop optimistes par rapport au potentiel des entreprises analysées et les résultats finalement annoncés par les firmes seraient régulièrement plus bas que les prévisions des analystes. Cette tendance structurelle serait en croissance (*The Economist* : novembre 14th 1998). Cette accusation peut expliquer que progressivement dans les dernières années, les investisseurs du *buy side* se soient dotés de leur propre capacité d'analyse interne pour s'autonomiser par rapport aux analystes du *sell side*. Les équipes d'analyste *buy side* se sont beaucoup étoffées et les profils professionnels ont été revalorisés par rapport à leurs homologues du *sell side*.

L'acteur le plus médiatique n'a pas encore été présenté : le trader. A la différence de l'investisseur institutionnel qui gère une épargne déléguée, le trader gère une position qui engage les fonds propres de son établissement. Il dispose d'un montant « limite » à l'intérieur duquel il peut acheter et ven-

dre. Son horizon est le très court terme, généralement la journée ou la semaine. La rémunération de cette activité est formée par la plus value générée par les transactions boursières et non par une commission sur les transactions, comme dans le cas des autres activités du *sell side* déjà décrites. Son objectif est d'anticiper avant les autres des mouvements de cours et de se positionner en conséquence. Les phénomènes mimétiques et spéculatifs sont importants dans cette activité et les analyses fournies par les analystes *sell side* n'y sont utilisées que dans la mesure où elles ont parfois des effets d'annonce : le changement d'avis d'un analyste sur une entreprise donnée est immédiatement suivi de mouvements sur le cours du titre dont le trader tire parti. Le trader n'a pas de contact avec l'entreprise et l'analyse des fondamentaux à moyen terme n'a pas d'intérêt pour lui. Seule est traquée la variation immédiate de l'estimation de ces fondamentaux.

En conclusion, les objectifs des acteurs du *sell side* ont tendance à orienter l'évaluation de l'entreprise dans une direction différente de celle du *buy side*. L'analyste du *sell side* s'attache au potentiel de l'entreprise, dans le but de convaincre les acheteurs de l'intérêt du titre. Selon certaines analyses, cette orientation constituerait même un biais structurel en faveur d'une surévaluation des entreprises. Les banques cherchent à proposer un prix acceptable pour l'entreprise (suffisamment haut) et pour les marchés (suffisamment bas). Puisqu'il s'agit de vendre une entreprise, elles orientent la façon dont l'entreprise se présente au marché en privilégiant certains critères d'évaluation

C. Les tiers

1. Les autorités boursières

Elles ont à la fois une fonction réglementaire et une fonction judiciaire, d'instruction et de sanction (voir encadré). La fonction réglementaire délimite le contour des opérations légalement possibles (le rachat d'actions est par exemple légal en France depuis mi-1998), énonce les conditions d'information à remplir pour chaque type d'opération et les méthodes à employer pour évaluer l'entreprise. Elle régit aussi les transactions quotidiennes sur le marché secondaire (surveillance des cotations). La fonction d'instruction interprète le règlement au cas par cas (elle peut par exemple dispenser un acheteur de lancer une OPA bien que celui-ci paraisse, en première analyse, relever des conditions qui rendent ce type d'opération obligatoire).

Dans le contexte français, la COB (Commission des Opérations de Bourse) remplit de fait deux fonctions : l'arbitrage des conflits et l'adaptation internationale du marché. Elle arbitre les conflits entre actionnaires et émetteurs et constitue selon Emmerich (1996) un lieu de médiation privilégié entre les actionnaires et les sociétés du fait du faible pouvoir actionnarial

Les institutions qui organisent le marché français

La loi du 2 juillet 1996, transposition de la directive européenne sur les services d'investissement, a réorganisé les marchés financiers selon un modèle spécifique. L'autorité publique est représentée par la COB (Commission des Opérations de Bourse) et l'autorité professionnelle par le CMF (Conseil des Marchés financiers) sans qu'il existe un lien de subordination entre les deux entités, au contraire des pays anglo-saxons où l'autorité publique surplombe les autres entités. Le CMF établit les règles de bonne conduite des prestataires de services d'investissement et veille à leur respect ; il approuve le programme d'activité des prestataires et établit les principes généraux de fonctionnement des marchés et les règles particulières relatives aux offres publiques (OPA, OPE etc..) portant sur des instruments négociés sur un marché réglementé¹. La COB, outre ses fonctions traditionnelles de surveillance des opérations financières, approuve le programme d'activité des sociétés de gestion, les agréee et assure un contrôle prudentiel. Elle définit des normes de publication de l'information financière. Elle contribue donc aussi à la définition du cadre réglementaire.

Les associations professionnelles sont chargées de la représentation collective des différentes catégories de prestataires de services d'investissement (exemple : AFB, Association Française des Banques ; ASFFI, Association Française des Fonds et Sociétés d'Investissement et de Gestion d'Actifs Financiers). Enfin les « entreprises de marché » sont des sociétés commerciales qui ont pour activité d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers. Elles délivrent l'accès aux marchés dont elles ont la charge. Ainsi, la SBF, Société des Bourses Françaises, gère le marché des actions (Cote Officielle et Second Marché). Elle établit ses propres règles de fonctionnement transmises pour accord au CMF et est responsable de l'admission des valeurs à la négociation, sous droit de veto de la COB. Les autres entreprises de marché sont Matif SA, Société de Compensation des Marchés Conditionnels (Monep) et SNM (nouveau marché).

1. Marché Réglementé : marché d'instrument financier garantissant un fonctionnement régulier des négociations et fixant des règles quant aux conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation. Les marchés actions et le marché à terme sont des marchés réglementés.

français dans les entreprises. Le recours à la COB est plus souple qu'un recours en justice. Toutefois, le droit privé tend progressivement à prendre le pas sur le droit administratif. Ainsi, les procédures de règlement des conflits de la COB ont été récemment modifiées suite à un arrêt de la Cour de

Cassation et séparent dorénavant les fonctions d'instruction et les fonctions de jugement et de sanction, conformément à l'organisation de la défense en droit privé (*Le Monde* : 20 février 1999). La COB joue un rôle dans la prise de parole des investisseurs et dans la défense des actionnaires minoritaires sans toutefois se substituer aux associations dont l'objectif est précisément la défense de ces actionnaires. Par ailleurs, la COB tente de maintenir une cohérence internationale de régulation. La régulation ne peut en effet se mener à un échelon purement national du fait de l'internationalisation des marchés. La COB a ainsi développé une coopération internationale. Mais un certain nombre d'opérations échappent progressivement à l'autorité boursière. Les opérations privées, non soumises au règlement, se multiplient. Elles se déroulent selon les procédures du marché privé américain : l'information remise aux investisseurs est mise en forme selon les habitudes anglo-saxonnes et validée par un cabinet d'avocats appointé par l'entreprise et lui même contrôlé par le cabinet d'avocats de la banque conseil. Le contrôle n'est plus assuré par le représentant de la puissance publique mais par un réseau d'acteurs « reconnus » par le marché boursier.

Les autorités boursières ne créent pas les méthodes d'évaluation mais elles peuvent orienter le marché en recommandant certaines utilisations de ces méthodes. De façon générale, les autorités exigent qu'une diversité suffisante de méthodes soient utilisées lors d'une opération afin de tenir compte de tous les aspects de l'entreprise, à la fois historique et prospectif. Elles peuvent recommander l'utilisation de méthodes particulières, au cas par cas, selon la nature de l'opération – privatisation, introduction en bourse ou OPA – et selon le secteur de l'entreprise concernée. Lors de l'émission de produits financiers peu standards, elles peuvent demander à pouvoir reconstituer elles-mêmes le prix négocié par la banque et l'entreprise et proposé au marché, à partir des méthodes et des hypothèses retenues. Elles exigent explicitement dans certains cas que des méthodes précises soient utilisées. Les « offres de retrait », qui suppriment le droit de propriété moyennant rémunération, sont ainsi soumises à une obligation d'évaluation rigoureusement prescrite.

Leur démarche vise à garantir l'exactitude et la publicité des éléments déterminants dans le calcul du prix, la multiplicité des critères utilisés ainsi que leur significativité et leur objectivité. Cette exigence d'impartialité fait contrepoids aux objectifs commerciaux de la banque conseil et de l'entreprise. Mais elle ne suffit pas à éviter toute contestation, par exemple de la part d'actionnaires minoritaires, mécontents du traitement qui leur a été infligé.

Il n'est pas dans la mission des autorités boursières de créer et d'imposer des règles d'évaluation. On constate qu'au cours des dernières années, les

autorités ont suivi l'évolution des pratiques professionnelles d'évaluation et ont intégré dans leurs recommandations les nouvelles méthodes utilisées par les anglo-saxons (méthode d'actualisation des *cash flow*). Elles ont même parfois renoncé à leur position pour s'aligner sur les pratiques. Ainsi, alors que, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, le Conseil des Bourses de valeurs préconisait de limiter, par prudence, l'utilisation des prévisions à moyen terme, les méthodes d'actualisation à moyen terme ont envahi le paysage de l'évaluation financière (Frison Roche & Nussenbaum : 1995).

Le rôle des autorités boursières consiste donc à assurer que les évaluations de l'entreprise respectent les règles de la profession, dispensent une vision conforme à la réalité économique et informent convenablement l'actionnaire.

2. De nouveaux acteurs : une construction alternative de l'évaluation

La relative perte de contrôle des autorités boursières, due à l'internationalisation des opérations, ne signifie pas une réduction globale du contrôle mais laisse la place à de nouveaux acteurs et à une nouvelle conception de la régulation du marché boursier. De nouveaux acteurs ou des acteurs en fort développement apparaissent pour défendre les intérêts des investisseurs institutionnels. Ils répondent à la recherche de transparence des investisseurs tant par rapport aux opérations financières que par rapport à la gestion des entreprises. Ils correspondent au développement d'une gestion plus active, sous la forme du *corporate governance*, et à la montée de préoccupations nouvelles dans les choix d'investissement, préoccupations qui dépassent les compétences de l'analyse financière traditionnelle telles que les investissements sélectifs. Cette analyse alternative de l'entreprise se développe progressivement.

a) Les experts financiers indépendants

Ils sont chargés d'émettre un avis sur les conditions d'évaluation de l'entreprise effectuée lors de certaines opérations financières, à savoir les opérations de fusion et apports partiels d'actifs ainsi que les retraits obligatoires, c'est à dire les opérations qui placent l'actionnaire devant une modification radicale de la société. Au delà de ces opérations particulières pour lesquelles le jugement par un tiers autorisé est obligatoire, toute opération financière peut faire l'objet d'une attestation d'équité (*fairness opinion*). Cette pratique est plus couramment utilisée dans les pays anglo-saxons et reste limitée aux cas obligatoires en France. Les entités habilitées à délivrer cette attestation sont les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les experts comptables. Ils doivent émettre une évaluation financière indépendante, en sus de l'évaluation proposée par la banque d'affaire ayant monté l'opération, et émettre un jugement sur les termes de l'opération finalement proposés aux actionnaires.

L'expertise se compose de trois phases : i) l'appréciation de la valeur de l'entreprise (ou de la parité d'échange en cas de fusion) à travers le choix des méthodes d'évaluation et l'estimation des paramètres financiers fournies par l'entreprise, ii) la vérification de la régularité juridique et fiscale de l'opération, iii) l'analyse comptable de l'opération et ses incidences sur les comptes de la société, qui permet de comptabiliser l'opération après réalisation.

b) Les agences de rating

L'importance des agences de rating (ou agences de notation) est connue pour leur rôle de notation de la solvabilité. En donnant une note à l'entreprise, elles contribuent directement à la formation du coût de l'emprunt que cette entreprise pourra émettre sur le marché obligataire, et influencent indirectement le coût général de la dette de cette entreprise, dans la mesure où l'octroi de prêts bancaires prend en compte cette notation. Ces agences émettent donc une norme qui peut même parfois évincer la norme réglementaire. Ainsi, dans le secteur bancaire, la réglementation exige un ratio de solvabilité de 4 % largement dépassé par les exigences des agences de notation (6 %) qui sont devenues la norme internationale (Perrier : 1998).

Ces agences ont un impact plus limité sur le marché boursier. L'émission de titres comportant une composante obligataire est certes influencée par la note d'emprunteur de la société. Par ailleurs, la notation, dans la mesure où elle a un impact sur le coût des ressources empruntées, influence les investissements de l'entreprise et, par conséquent, l'évaluation de ses résultats futurs. Les agences peuvent aussi remplir le rôle d'audit indépendant que les actionnaires mandatent en cas de conflit avec les dirigeants. Les agences sont aussi mobilisées pour certaines analyses internes que l'entreprise souhaite voir mener par un tiers pour obtenir un label.

c) Les associations de défense des actionnaires

Les associations de défense des minoritaires interviennent pour contester a posteriori la valorisation d'une entreprise. Leurs actions parfois spectaculaires sont suivies avec attention par le marché. En France, l'ADAM (Association de Défense des Actionnaires Minoritaires) s'est fixée pour objectif de détecter les dysfonctionnements majeurs du marché et inciter, par son action en justice, le législateur et les autorités boursières à améliorer la réglementation. Cette surveillance ex post de la vie boursière rétroagit sur la définition du cadre réglementaire et contribue à une évolution des pratiques plus favorable aux minoritaires. Grâce à sa vigilance continue et à l'exigence d'information qu'elle revendique auprès des sociétés cotées, cette association vient renforcer l'action des autorités boursières et constitue un régulateur du système.

Au total, les tiers indépendants assurent que tous les intérêts soient représentés et défendus. Leur objectif est de proposer une valeur de l'entreprise, établie selon les critères en vigueur dans la profession mais mis en œuvre par des institutions indépendantes. Ce processus de garantie a priori est doublé par la possibilité de recours judiciaire a posteriori menés par des organisations spécialisées, qui traquent les biais d'évaluation qui ont pu léser certains actionnaires.

D. Les entreprises

L'entreprise est ici considérée du point de vue de sa contribution à la formation du cours en tant qu'acteur. Les relations de plus en plus étroites qu'entretiennent investisseurs et entreprises conduisent en effet à analyser le comportement de l'entreprise du point de vue de sa communication vers la sphère financière.

1. Le discours sur l'équilibre des relations entreprises/investisseurs

L'accès au marché boursier procure aux entreprises, outre les fonds levés, une crédibilité face à leurs partenaires et clients. Sous le regard continu du marché boursier, l'entreprise subit une évaluation permanente à travers le cours de bourse, qui fait référence dans les rapports avec ses partenaires. La relation entreprise – marché boursier s'est approfondie au cours des dix dernières années, d'abord aux Etats Unis, puis en Europe. L'entreprise met à disposition des investisseurs de plus en plus d'informations et la nature même de leurs relations semble s'être modifiée : il s'agirait de développer un climat de confiance, un dialogue. Face à l'incertitude sur l'avenir du marché boursier et sur l'activité de l'entreprise, l'entreprise se doit de sceller un « contrat moral » avec son actionnariat (Emmerich : 1996), autour des notions de transparence des comptes et de l'information, égalité de traitement des actionnaires, responsabilité des dirigeants, indépendance de jugement des administrateurs. Ce sont là les exigences émises par le discours des investisseurs sur le *corporate governance*.

La recherche de « loyauté des actionnaires » serait devenue un point essentiel pour les entreprises. La part de leur capital détenue par des investisseurs s'étant élargie, il devient important de s'assurer de la pérennité de cet actionnariat en cas de crise, grâce à un dialogue entre les deux parties. Les investisseurs conservent leurs titres car ils sont confiants sur la vérité du discours des dirigeants et sont assurés de pouvoir s'exprimer auprès des dirigeants et d'être réellement entendus. En cas de désaccord, le recours judiciaire peut être envisagé mais dans quelques cas limités et exceptionnels tels que les grands événements de la vie de l'entreprise comme les OPA et les fusions. Dans la vie quotidienne, la remise en cause ex post des décisions de gestion est difficile par voie judiciaire.

2. La convergence vers une valorisation commune : un jeu stratégique entre l'entreprise et le marché boursier

Le *corporate governance* ainsi décrit véhicule l'idée d'une séparation et d'une indépendance des acteurs dans le processus de formation du cours de bourse. L'entreprise fournirait des données financières qui seraient ensuite jugées par le marché selon un processus séquentiel. La réaction des marchés, qui vient sanctionner le comportement de l'entreprise, serait ensuite intégrée dans la prise de décision de l'entreprise.

Il semble qu'au contraire les deux acteurs soient interdépendants dans leurs représentations et leurs actions. Chacun n'obéit pas à une logique d'action qui lui serait propre mais adapte ses exigences à l'information que l'autre peut lui fournir. Le marché boursier n'évalue pas l'entreprise comme une entité qui lui serait extérieure, grâce à des règles qui lui seraient propres. L'entreprise ne fournit pas des informations formatées à sa seule convenance selon ses propres règles comptables ou de gestion. Entreprise et marché boursier interagissent pour signifier publiquement une valeur de l'entreprise. On notera que ce jeu stratégique ne dépend pas d'un rapport de force individualisé entre les acteurs. La maîtrise de la représentation par l'un ou l'autre des acteurs semble liée au régime de financement, au niveau macro-économique. Dans le régime financier de type anglo-saxon la pression du marché boursier est présentée comme particulièrement forte, au point que ce dernier serait en mesure de dicter sa loi à l'entreprise. L'entreprise devrait alors surveiller prioritairement sa « crédibilité boursière » au travers de ratios établis par le marché boursier⁵, voire évaluer les performances des unités opérationnelles au travers de ces ratios.

E. Conclusion : de multiples logiques d'évaluation de l'entreprise

Cette section a montré la diversité des rôles sur le marché et la diversité des approches de l'entreprise qui en résulte. Les acteurs n'ont pas les mêmes missions et les mêmes motivations. L'entreprise vient sur le marché pour trouver des capitaux à un coût « raisonnable », l'investisseur vient y chercher une plus-value, l'intermédiaire bancaire perçoit une commission, les autorités réglementaires produisent du droit et le font appliquer pour le compte de la puissance publique, les experts privés, rémunérés par les autres protagonistes, fournissent une garantie extérieure. Leur rôle dans l'émergence du cours peut être résumé dans le tableau suivant.

5. Des agences de notation de la réputation se mettent en place. En France, l'Observatoire de la réputation, créé en 1994, propose ce service (*Les Echos* : jeudi 2 avril 1998, p.50).

Acteur	Objectif	Conséquences sur la formation du cours
Gérant buy side	Détection des opportunités boursières et des stratégies moyen terme des entreprises : « avoir un temps d'avance » sur le marché	Innovations limitées des méthodes d'évaluation : convergence vers un corpus de méthodes et une valorisation
Analyste buy side	Recherche de pertinence des outils et des anticipations	
Banque conseil	Recherche d'un prix négocié entre les intervenants	Caractère négocié du prix
Analyste sell side	Recherche de volume de transaction	Anticipations optimistes : tendance à surévaluation du cours
Autorités boursières	Recherche d'une exhaustivité et d'une pertinence de l'information et de la valorisation	Tendance à un « juste prix » issu de l'éventail des méthodes d'évaluation
Experts et défense des actionnaires	Détection des anomalies de procédures et d'évaluation	Tendance à un « juste prix » issu du respect des intérêts en présence
Entreprises	Recherche de la fidélité des actionnaires, importance de la communication auprès du marché	Forte sensibilité du cours aux annonces de l'entreprise : volatilité

Au final, chacun contribue à former le cours de bourse même si tous n'ont pas le même poids et que les poids respectifs se modifient au cours du temps.

V. Conclusion

L'analyse de l'organisation du marché boursier qui a été menée dans cet article montre l'interdépendance des contributions des différents acteurs du marché. La configuration de ces contributions, schématisée dans la section précédente, est active en permanence. A chaque échange, qu'il soit du type marché primaire ou marché secondaire, l'ensemble des acteurs intervient en contribuant à définir le corpus des méthodes d'évaluation. La spécialisation des acteurs n'en fait donc pas des intervenants épisodiques qui se manifesteraient en fonction des types d'opération. Au contraire, le marché boursier apparaît comme une structure d'interdépendances qui définit en continu la valeur de l'entreprise. Le cours de bourse apparaît alors comme le résultat de la convergence des évaluations plutôt que comme l'expression d'un rapport de force favorable aux investisseurs anglo-saxons.

Comment dès lors réconcilier la vision d'un marché dominé par des acteurs puissants que sont les investisseurs institutionnels (section III) et le schéma d'interdépendances des contributions (section IV) ? Qu'une hiérarchie des acteurs existe n'est pas douteux. Cependant le fonctionnement du marché nous semble reposer sur une construction commune des représentations, un consensus général fondé sur un accord sur les méthodes d'évaluation. Cette construction est non seulement inscrite dans le fonctionnement des institutions du marché boursier mais en constitue la condition même de fonctionnement. Finalement, le pouvoir des investisseurs américains apparaît moins comme celui d'un groupe circonscrit et identifiable, bouc émissaire sur lequel faire porter la responsabilité de la pression financière. Leur pouvoir est celui d'un catalyseur qui permet le déplacement du consensus existant sur les représentations financières, déplacement qui s'est manifesté par l'évolution de la réglementation, des méthodes d'évaluation financière et des normes de rentabilité. La force du jugement boursier réside donc dans l'existence de ce consensus institutionnel qui, une fois installé, se détache des acteurs qui ont été déterminants dans sa genèse.

Références bibliographiques

- Aglietta M. (1997), postface à *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Odile Jacob
- Aglietta M. (1998), « Le capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint Simon*, novembre.
- Artus P. (1999), « Le risque conjoncturel n'est plus supporté par les actionnaires mais par les salariés », *Flash CDC Marchés*, n° 99-022.
- Baudru D. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française », *Revue d'Economie Financière*, juillet.
- Boyer R. (1999), « Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance », *L'année de la Régulation*, volume 3.
- El Mekkaoui N. (1997), *Les comportements financiers des fonds de pension sur les marchés internationaux*, Thèse – Université Paris-Dauphine.
- Emmerich M. (1996), « Les marchés sans mythes », *Note de la Fondation Saint Simon*.
- Frison Roche & Nussenbaum (1995), « Les méthodes d'évaluation financière dans les offres publiques de retrait et les retraits obligatoires d'Avenir-Havas-Media à Sogéna », *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n°48.
- Garrone F. (1995), « L'analyste financier face aux nouvelles techniques de gestion développées aux Etats Unis », *Analyse financière*, hors série : 25 ans d'Analyse financière.
- Jollant M. (1996), « Panorama et pertinence des méthodes d'évaluation », *Analyse Financière*, septembre, n°108.
- Mac Kinsey (1995), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley & Sons.
- Maréchal A. (1998), « Les critères d'investissement des grands gestionnaires de fonds internationaux dans les entreprises françaises », *Bulletin COB*, mars, n°322.
- Morin F. (1998), « Le modèle français de détention et de gestion du capital », ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.
- Perrier D. (1998), « Prendre en compte la valeur économique », *Revue Banque*, octobre, n°596.
- Stickel S. (1992), « Reputation and Performance Among Security Analysts », *The Journal of Finance*, December, vol 47, n°5.