

Signal et Efficience des Marchés
Impact d'une Notation Lors de l'Emission de Billets de Trésorerie
sur le Marché à Règlement Mensuel

Corynne Jaffaux

Université de Paris: Panthéon-Sorbonne, U. F. R. Gestion, Place de la Sorbonne, 75005
Paris, France

Résumé

L'hypothèse de l'existence d'une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants d'une société conduit les premiers à exercer un contrôle sur la société dont ils sont propriétaires.

Le monitoring traditionnel permet de juger de la qualité du dirigeant, mais n'a pas d'incidence sur la patrimoine de l'actionnaire. La notation en revanche offre l'avantage supplémentaire d'une éventuelle modification du cours boursier et du taux auxquels s'échangent les billets de trésorerie.

Dans un tel contexte, la rentabilité potentielle des titres détenus par le propriétaire s'accroît.

Il s'agit ainsi de tester l'éventuel contenu informatif d'une notation qui peut se traduire par une efficience accrue des marchés ou par une appréciation de la richesse de l'actionnaire.

Summary

Market Signal and Efficiency
Impact of a Bond Rating During the Issue of Treasury Notes onto the
Monthly Settlement Market

The hypothesis of the existence of an agency relationship between shareholders and directors of a company gives the former control over the company they own.

Traditional monitoring allows the capabilities of the director to be judged, but has no effect on the shareholder's estate. On the other hand, the assignment of a rating to bonds of the company affords the added advantages of possible alteration in the share price and the rate at which treasury notes are discounted.

In such a context, the potential return on stocks held by the owner increases.

It is, therefore, a question of testing the possible informational content of a bond rating which might result in increased market efficiency or in an improved valuation of shareholder wealth.

La théorie financière traditionnelle suppose une égalité entre les investisseurs ; l'information étant supposée transiter parfaitement et gratuitement.

Sur le second marché, une étude sur l'ensemble des sociétés cotées entre janvier 1987 et mai 1988 prouve un jeu équitable (Jaffeux - 1990).

Toutefois, les études sur l'efficacité des marchés boursiers sont généralement réalisées en ne retenant que des cours d'équilibre.

Autrement dit, il subsiste des périodes d'inefficience qui se traduisent par des limitations à l'entrée sur un marché boursier -demande réduite lors des introductions, par exemple- ou par des impossibilités de prendre des positions- cours demandé.

Qu'est-ce qui peut expliquer l'absence de cours d'équilibre ?

Pour répondre à cette question, il faut dissocier les périodes d'analyse.

A l'introduction des actions, les cours cotés avec demande réduite traduisent la sous-évaluation des titres (Jaffeux - 1990).

Par la suite, les contraintes institutionnelles empêchent de coter les titres lorsque la variation relative quotidienne des cours est trop forte.

L'absence des cours d'équilibre révèle une impossibilité pour les investisseurs d'entrer ou de sortir librement du marché ; cette faculté représente une des hypothèses d'un marché parfait.

Il revient à FAMA d'avoir établi la distinction entre un marché efficient et un marché parfait. Un marché parfait est un marché de type Walrasien, c'est-à-dire, où les prix déterminés par les lois de l'offre et de la demande sont de prix d'équilibre.

Les hypothèses d'un marché parfait sont les suivantes :

- atomicité du marché, c'est-à-dire, multiplicité des acheteurs et des vendeurs, sans qu'aucun d'entre-eux ne puisse avoir une position dominante ; ils sont considérés comme "price-takers" ;
- libre entrée sur le marché, ce qui suppose une liquidité et des frais de transaction réduits ;
- transparence totale du marché, les informations sont accessibles à tous et sans coût ;
- divisibilité parfaite du capital.

Ces hypothèses seraient suffisantes, mais non nécessaires à la définition d'un marché efficient.

"Any test is simultaneously a test of efficiency and of assumptions about the characteristics of market equilibrium.

If the test is successful - that is, if the hypothesis that the market is efficient cannot be rejected - then this also implies that the assumptions about market equilibrium are not rejected.

If the tests are unsuccessful, we face the problem of deciding whether this reflects a true violation of market efficiency (the simple proposition that prices fully reflect available information) or poor assumptions about the nature of market equilibrium" (FAMA - 1969).

En réalité, la difficulté d'entrée ou de sortie du marché est bien une atteinte à l'efficacité dans la mesure où les prix ne peuvent plus refléter toutes les informations.

Les travaux de GROSSMAN (1978) puis de GROSSMAN et STIGLITZ (1980) mettent en évidence la situation paradoxale des marchés boursiers.

Si l'information ne transite pas simultanément entre les investisseurs, il y a absence d'efficacité. Les investisseurs initiés payent l'information et l'utilisent à leur profit.

Leur action conduit les investisseurs non initiés à utiliser avec retard le prix de l'action comme vecteur d'information.

Comme l'on peut supposer que les investisseurs non initiés sont beaucoup plus nombreux que les investisseurs initiés (*), leur réaction sur le marché boursier bloquera le mécanisme de fixation de cours d'équilibre.

Que se passe-t-il si les barrières de protection à la variation maximale des cours sont supprimées ?

(*) Sans cela, il n'y aurait aucune raison à acquérir une information coûteuse que de nombreux autres investisseurs pourraient posséder. L'information aurait dès lors moins d'intérêt - bien que la demande s'accroisse.

Loin de rendre le marché plus efficient - ce que l'on pourrait supposer puisqu'il n'y aurait plus que des cotations à l'équilibre -, cette suppression ferait disparaître la possibilité donnée aux investisseurs initiés de faire des profits à la marge : "*a perfect competitive market will break down because no equilibrium exists where information collectors earn a return on their information and no equilibrium exists where no one collects information*" (GROSSMAN, STIGLITZ, 1976).

En conclusion, il a bien un paradoxe sur les marchés boursiers : s'ils deviennent efficients, ils cessent d'exister. Inversement, si le marché est composé d'investisseurs initiés et non initiés, le marché survit grâce aux contraintes institutionnelles.

Ainsi, la théorie des marchés efficients n'est pas cohérente, car le système de prix ne peut pas être exhaustif.

Dans ces conditions, il faut rechercher une autre voie d'explication qui dépasse l'hypothèse sous-jacente de l'information parfaite.

La théorie financière moderne étudie le comportement des investisseurs dans un contexte de multiplicité et de non simultanéité de l'information. La théorie de l'agence a ouvert la voie à de nombreuses réflexions qui se basent sur l'asymétrie de l'information.

Les études ne convergent pas vers une réponse inconditionnelle sur l'efficacité des marchés. D'une part, si l'inefficacité est prouvée, elle n'atteint pas toujours le même degré ; d'autre part, le marché connaît des périodes d'inefficacité.

Ces dernières subsistent à l'introduction des titres en Bourse ou lors de déséquilibres trop élevés entre l'offre et la demande ; cette distinction n'est pas fortuite, car elle signale que la gravité de l'inefficience n'est pas identique.

A l'introduction, l'inefficience est provoquée par l'absence de cours d'équilibre et est de la forme faible : elle se traduit par une auto-corrélation entre les variations successives de cours ; mais la possibilité de réaliser un profit avec un risque quasiment inexistant est partagée par tous.

Cette période d'inefficience demeure incontournable (*) pour les raisons évoquées précédemment.

L'inefficience du marché, lors de la vie ultérieure du titre, est de forme forte ou semi-forte : elle suppose, dans le premier cas, l'existence d'initiés qui réalisent des profits anormaux, ou dans le second cas, une inefficacité du processus d'ajustement des prix à une information publique.

C'est cette dernière forme d'inefficience que nous retiendrons dans notre étude : dans le cadre d'une relation d'agence au sein de l'entreprise cotée, le signal émis par un organe extérieur à la société est-il de nature à provoquer un ajustement immédiat des prix ou sa puissance n'est-elle pas suffisante pour faciliter l'efficience d'un marché ?

(*) Pour une analyse des causes de la sous-évaluation des titres à leur introduction, on pourra se reporter aux travaux de B. HUSSON et B. JACQUILLAT (Finance, 1990) et de C. JAFFEUX (Banque, 1990).

Le signal que nous avons retenu est celui des notes attribuées par SP-ADEF (Standard and Poors - Agence d'Evaluation Economique et Financière) (Pour une présentation de l'organisme SP-ADEF, se reporter à l'annexe).

Nous proposons de suivre le plan suivant :

- . une présentation en première section de la théorie de l'agence qui décrit le comportement des différents secteurs d'une entreprise.

Si les intervenants sont des maximiseurs rationnels d'utilité, leurs intérêts respectifs auront tendance à diverger. Par conséquent, un système de surveillance sera installé.

- . Nous exposerons dans la seconde section, le type de contrôle que nous privilégions : la note attribuée par une agence de notation à l'occasion de l'émission de titres.

Dans une troisième section, nous étudierons si ce contrôle est perçu comme un signal par les investisseurs. Nous présenterons le modèle qui permettra de tester la puissance du signal.

SECTION I : PRESENTATION DE LA THEORIE DE L'AGENCE

A l'origine de la théorie de l'agence, on trouve le rejet du modèle classique de l'entrepreneur, à la fois propriétaire de l'outil de production et dirigeant de l'entreprise.

Cette séparation conduit les actionnaires à confier la direction de l'entreprise à un salarié. "*That separation of security ownership and control can be explained as an efficient form of economic organisation within the set of contracts' perspective*" (FAMA. 1980).

C'est ainsi qu'une relation d'agence s'établit entre les deux parties. Le mandataire (agent) reçoit une mission du mandant (principal) et doit agir dans l'intérêt de ce dernier (*).

La relation d'agence, créée à l'initiative du principal, joue généralement à son détriment puisqu'il y a asymétrie dans l'information : l'agent dispose d'un savoir-faire que ne possède pas le principal.

(*) Dans le cas des sociétés cotées en Bourse, il convient de distinguer deux types de mandants :

- . le ou les principaux qui détiennent la majorité du capital et le pouvoir de décision ;

. les mandants que l'on qualifiera de secondaires, et bien qu'ayant les mêmes droits juridiques que les précédents, ils n'ont pas de réel pouvoir de décision, car le capital dont ils disposent est émietté, en comparaison des actionnaires précédents ; en outre, cet actionnariat n'est pas toujours stable.

On peut ainsi supposer qu'il existe également une situation de conflit potentiel entre les différentes catégories de principaux ; les premiers cherchent à conserver la propriété du capital ; les seconds, qui ne sont pas animés par l'affectio-sociétatis, recherchent une plus-value de leurs titres. Une telle situation est illustrée lors d'O.P.A.

L'entreprise devient alors "une fiction légale qui sert de point focal à un processus complexe, dans lequel les conflits entre les objectifs des individus - dont certains peuvent représenter d'autres organisations - sont résolus par la mise en place d'un réseau de relations contractuelles. Le comportement de la firme est dès lors comparable à celui d'un marché, en ce sens qu'il est la résultante d'un processus complexe d'équilibrage" (JENSEN, MECKLING, 1976).

ALCHIAN et DEMSETZ (1972) insistent sur l'idée de relation conflictuelle entre les deux parties : l'entreprise est constituée par une équipe dont chaque membre défend ses propres intérêts qui dépendent eux-mêmes de la survie de l'équipe, face à la concurrence d'autres équipes.

La vision actuelle de l'entreprise est donc une entité où il y a séparation entre le contrôle exercé par le dirigeant et la propriété détenue par le ou les actionnaires.

L'existence de conflit entre le principal et l'agent vient du fait que ce dernier pourra détourner à son profit ses propres connaissances.

Le principal est confronté à deux types d'incertitude :

- la "sélection adverse" : le principal méconnaît à priori certaines informations relatives à ses propres intérêts, dès le moment où il les confie à l'agent. Dans ce cas, "le principal devra élaborer un contrat qui n'amène pas l'agent à faire des choix contraires à son propre intérêt" (RAIMBOURG, 1989).
- le "moral hazard" naît de l'incertitude de la qualité des signaux émis par l'agent, qui peut chercher à défendre ses propres intérêts, en induisant en erreur le principal. C'est donc un aspect fondamental de la théorie de l'agence, puisqu'il pose le problème du contrôle de l'action de l'agent : "*the source of this moral hazard or incentive problem is an asymetry of information among individuals that results because individual actions cannot be observed and hence contracted upon*" (HOLMSTROM, 1979).

A l'origine de cette situation, se pose le problème de la rémunération de l'agent. Le montant est d'autant plus délicat à déterminer que le principal peut ne pas être en mesure d'estimer la qualité du service rendu (sous-rémunération).

Logiquement, cette situation se corrigera très vite. L'agent va rapidement présenter le service rendu de telle manière qu'il y aura une évolution de sa rémunération. Si le principal refuse d'accorder à l'agent ce qu'il réclame, la concurrence sur le marché du travail peut conduire ce dernier à rompre le contrat qui le lie au principal.

Inversement, le principal risque de sur-rémunérer l'agent, s'il se base seulement sur ce que ce dernier lui montre.

Le déséquilibre dû à une sur-estimation de la rémunération de l'agent est beaucoup plus difficile à résorber. Elle repose sur la notion de contrôle du principal sur l'action de l'agent. Elle sous-entend que l'asymétrie d'information, qui est précisément à la base d'une création de relation d'agence entre deux ou plusieurs individus, peut conduire à une situation de passage clandestin (*free-rider*) au profit de l'agent (*).

(*) Dans certaines situations, cette possibilité de détournement au profit de l'agent peut être exclue, du fait du secteur où sévit la relation d'agence.

C'est ainsi que HAYEK (1980) considère que sur le marché des biens et services, le contrôle exercé par la concurrence est tel que seules survivent des entreprises performantes.

Les dirigeants, à condition que la firme opère sur des marchés effectivement concurrentiels, sont contraints par ces derniers à diriger l'entreprise selon les intérêts des actionnaires (HART, 1983).

De même, l'agent doit préserver sa réputation et sait qu'il "vaut un prix" au regard de la satisfaction qu'il procure au principal. Il ne peut donc être incité à le decevoir au risque d'être discrédité sur le marché au travail. En outre, les mécanismes de rémunération incitatifs favorisent largement la convergence d'intérêts entre l'agent et le principal (HAUGEN et SENBET, 1981 ; HUSSON, 1987).

Il apparaît au travers des deux types d'incertitude recensés que le principal n'est pas satisfait de la situation présente.

Cette insatisfaction se traduit par une perte financière latente de son patrimoine boursier que l'on évalue, soit par un rendement jugé insuffisant (*), soit par une plus-value considérée trop faible.

Il s'agit donc de trouver une solution efficace de contrôle de l'action de l'agent qui permette à l'actionnaire principal d'être mieux rémunéré.

(*) Dans la mesure où le montant des dividendes distribués est fixé lors de l'Assemblée Générale, cela signifie qu'à travers le rendement du titre, l'actionnaire principal dénonce l'insuffisance des résultats de la société.

SECTION II : LE RECOURS A UNE AGENCE DE NOTATION

Lorsque le principal souhaite contrôler les activités de l'agent, il doit engager des coûts. JENSEN et MECKLING (1976) distinguent trois types de coût :

- les **coûts de surveillance** (*bonding costs*) qui doivent limiter les activités aberrantes de l'agent ;
- les **coûts de dédouanement** (*monitoring expenditures*) qui visent à empêcher l'agent d'entreprendre des actions qui portent atteinte aux intérêts du principal.

L'engagement de ces coûts résulte de la volonté commune des actionnaires et des dirigeants de limiter la perte de valeur qui découle du caractère sous-optimal des décisions prises par les agents (JACQUILLAT, LEVASSEUR, 1982).

Cette perte de valeur ne peut pas être réduite à zéro car, à un seuil, le coût marginal du contrôle excède le revenu marginal, et il subsiste un troisième type de coût :

- les **coûts résiduels** (*residual loss*) qui sont des coûts d'opportunité : "au moment où le coût du contrôle excède les bénéfices que le principal peut en retirer, il cesse de contrôler et l'agent se trouve en situation de "détournement des profits" (GALLAIS - HAMONNO, 1983).

On appelle **coût d'agence** la somme de ces trois coûts. Leur existence et le profit marginal attendus par les actionnaires en cas de contrôle de l'agent peuvent être si faibles qu'ils n'acceptent pas de subir le coût du contrôle de l'agent (STIGLITZ, 1985).

Dans le cadre de l'émission de billets de trésorerie, le problème est différent : "le souscripteur pourra exiger, au moins de façon implicite, qu'une tierce partie se charge de la production ou du contrôle de cette information. C'est le rôle des commissaires aux comptes, mais aussi celui de l'agence d'évaluation" (BILLY, MEUNIER, 1990).

Le recours à une agence de notation présente trois avantages (1) :

- sécuriser les actionnaires puisqu'un jugement est porté sur la situation de la société émettrice ;
- le coût de notation est contrebalancé par la publicité faite auprès du marché financier en cas de diffusion d'une note satisfaisante ;
- la disparition du *moral hazard* puisque le dirigeant n'a aucun intérêt à diffuser de fausses informations.

Le risque encouru par la société à l'occasion de la notation est nul. En effet, à l'issue de l'enquête de *rating*, deux cas peuvent se produire :

- La note n'est pas satisfaisante, car l'évaluation des cash flows futurs de l'émetteur, la qualité du management sont insuffisantes ;

Il est vraisemblable que la note ne sera pas diffusée auprès du public (2).

Toutefois, en contrepartie de ce coût d'opportunité né de l'absence de publicité auprès des investisseurs potentiels, le contrôle aura permis au principal de se faire une opinion sur la qualité de gestion de l'agent, et d'être conforté dans son insatisfaction (3).

(1) La notation est désormais obligatoire sur les titres de créance négociables.

(2) Le règlement n° 85-18 du 17/12/85 impose aux entreprises émettrices de bons du trésor de faire connaître la note qui leur est attribuée par une agence de notation, si la durée du bon est supérieure à deux ans.

(3) La note lui donnera en outre un argument supplémentaire pendant un Conseil d'Administration qui statuerait sur un éventuel limogeage du dirigeant.

- La note est satisfaisante, cette opération coûteuse n'apparaît plus alors justifiée vis-à-vis de l'activité de l'agent ; mais elle peut se transformer en une opération de marketing. Sa diffusion auprès du public peut alors être perçue comme un signal de la qualité de la société (la théorie du signal apparaît comme un cas particulier de la théorie de l'agence).

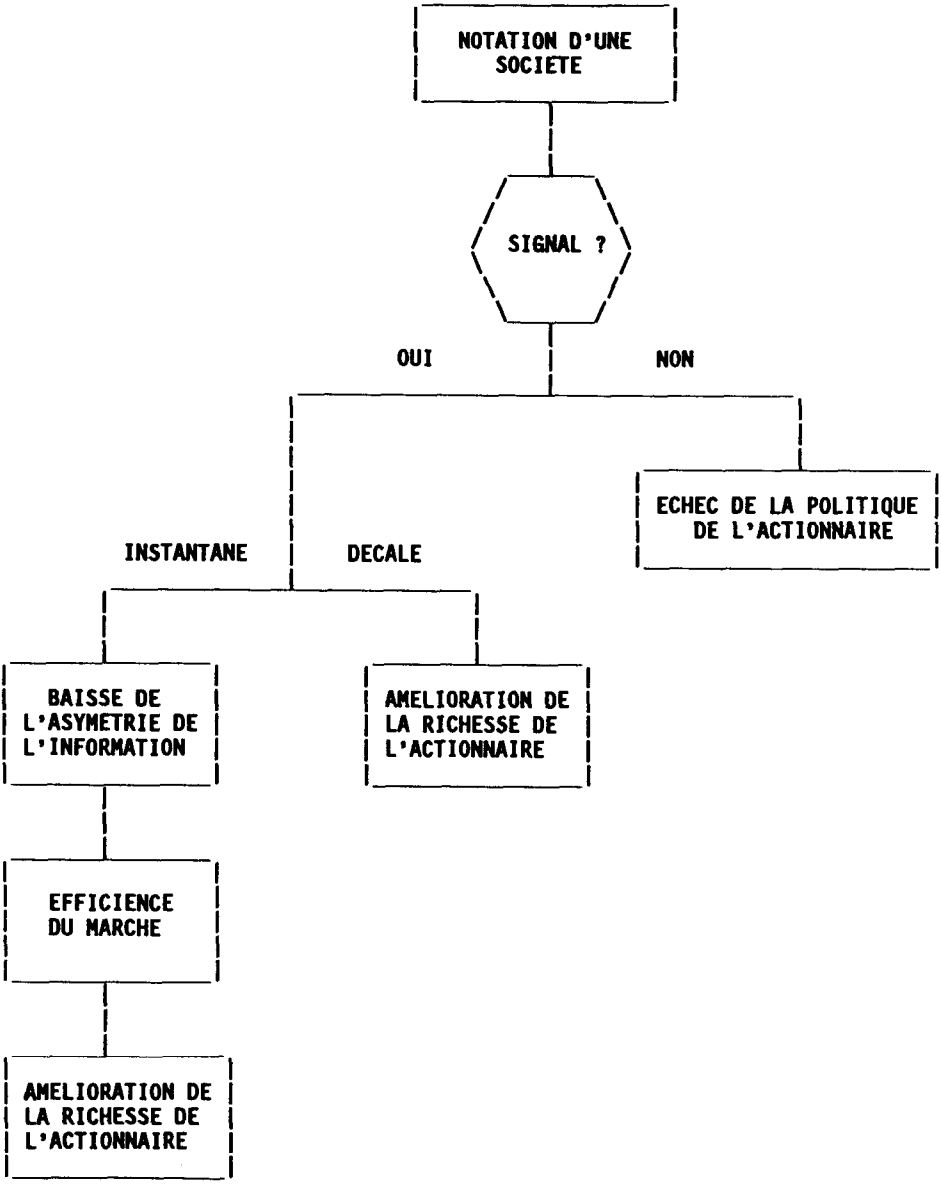
Si le signal est perçu instantanément, le marché est alors efficient, sinon des investisseurs initiés pourront profiter des informations avant le reste des opérateurs. Mais dans les deux cas, la richesse de l'actionnaire est accrue.

Le contrôle exercé sur l'agent et sur la société qu'il dirige revêt un triple avantage :

- il atteste devant les actionnaires de la politique opportune suivie de l'agent, pour l'avenir de la société ;
- il assure sur toute la durée de l'endettement ce contrôle, puisque la note peut évoluer, sans qu'il y ait d'incidence en terme de coût sur les actionnaires.
- il permet aux actionnaires potentiels d'être des *free-riders*.

Il faut donc étudier si l'annonce d'une note relative à la qualité de l'émetteur de billets de trésorerie est considérée comme un signal.

Dans l'affirmative, il faut vérifier si elle permet un rétablissement de l'efficacité des marchés ou si elle octroie seulement une richesse supplémentaire à l'actionnaire.



SECTION III : PRESENTATION DU MODELE

La différence fondamentale entre les tests d'efficience faible et semi-forte tient à la nature de l'information diffusée dans le public.

Lorsque cette information est un événement aléatoire, son contrôle échappe à la société ; il s'agit de mesurer si le marché est effi- cient sous la forme faible, en étudiant l'influence d'un événement aléatoire sur les cours.

Si cette information est contrôlée et voulue par la société, son contenu informatif porte sur la valeur future de l'entreprise. Il s'agit alors d'un signal qui s'analyse par des tests d'efficience semi-forte. La note attribuée par l'ADEF entre dans ce cadre.

Nous testerons si la notation véhicule l'information ; un ajuste- ment progressif après l'annonce de la note est une présomption d'inefficience de forme semi-forte (*) : la réaction du marché après cette nouvelle information ne serait pas instantannée, mais progressive.

Pour que cette note ait un éventuel impact, son contenu informatif doit être suffisamment élevé.

- (*) Un ajustement de la note avant sa publication serait une présomption d'inefficience de forme forte, puisque cela pourrait s'expliquer par l'intervention des dirigeants con- sidérés comme initiés, car ils détiendraient l'information - c'est-à-dire la note -, et ils s'en serviraient pour leur propre bénéfice.

Le choix du signal retenu (la note diffusée à l'occasion d'une émission d'un billet de trésorerie) présente un double intérêt :

- mesurer si le signal est perçu sur le marché des actions. Dans ces conditions, l'actionnaire constatera une amélioration de l'évaluation de son patrimoine.

D'un point de vue conceptuel, cet impact existe : divulguée par SP-ADEF, la note est aussitôt publiée sur les écrans REUTER et TELERATE (1). Elle est donc disponible à tous les professionnels immédiatement. Elle sera accessible au public par la presse dans les heures qui suivent.

Ce décalage entre la prise de connaissance de la note par les professionnels et par le public ne biaise pas l'étude du délai de réaction du signal.

En effet, SP-ADEF note des sociétés à forte capitalisation boursière, et aux volumes de transactions parmi les plus élevés de la cote.

Ces volumes sont atteints grâce à l'intervention des professionnels et non par les ordres des petits porteurs (2). En conséquence, le délai peut être immédiat, car ce sont ces gros volumes qui vont tirer les cours.

- (1) Sur Ecran : REUTER pages EVAA et suivantes
Sur Ecran : TELERATE pages 38557 et suivantes

- (2) L'étude d'une dichotomie de réaction et d'une plus-value éventuelle entre les investisseurs relève de l'efficience sous la forme forte.

- mesurer l'impact sur le marché monétaire, de l'émission de billets de trésorerie au moment où la note est diffusée.
- vérifier s'il existe un lien entre le marché des actions et le marché monétaire lors de l'émission d'un signal.

La démarche que nous employerons pour tester l'incidence de la diffusion d'une note sur les marchés financiers est le calcul de résidus moyens cumulés, calculés à partir du modèle de marché. Ces tests sont actuellement en cours de réalisation.

ANNEXE

Créée le 17 avril 1986 sous l'égide du CREDIT NATIONAL, l'ADEF comprend comme principaux actionnaires des compagnies d'assurances privées et la DAFSA.

Depuis mars 1990, STANDARD AND POOR a pris une participation dans l'ADEF, et cette dernière se nomme désormais SP-ADEF.

L'activité de *rating* de SP-ADEF consiste à attribuer des notes à des titres représentatifs de dettes : émissions obligataires - ou à des signatures - billets de trésorerie.

Ainsi, SP-ADEF qualifie le risque attaché aux différents titres (*).

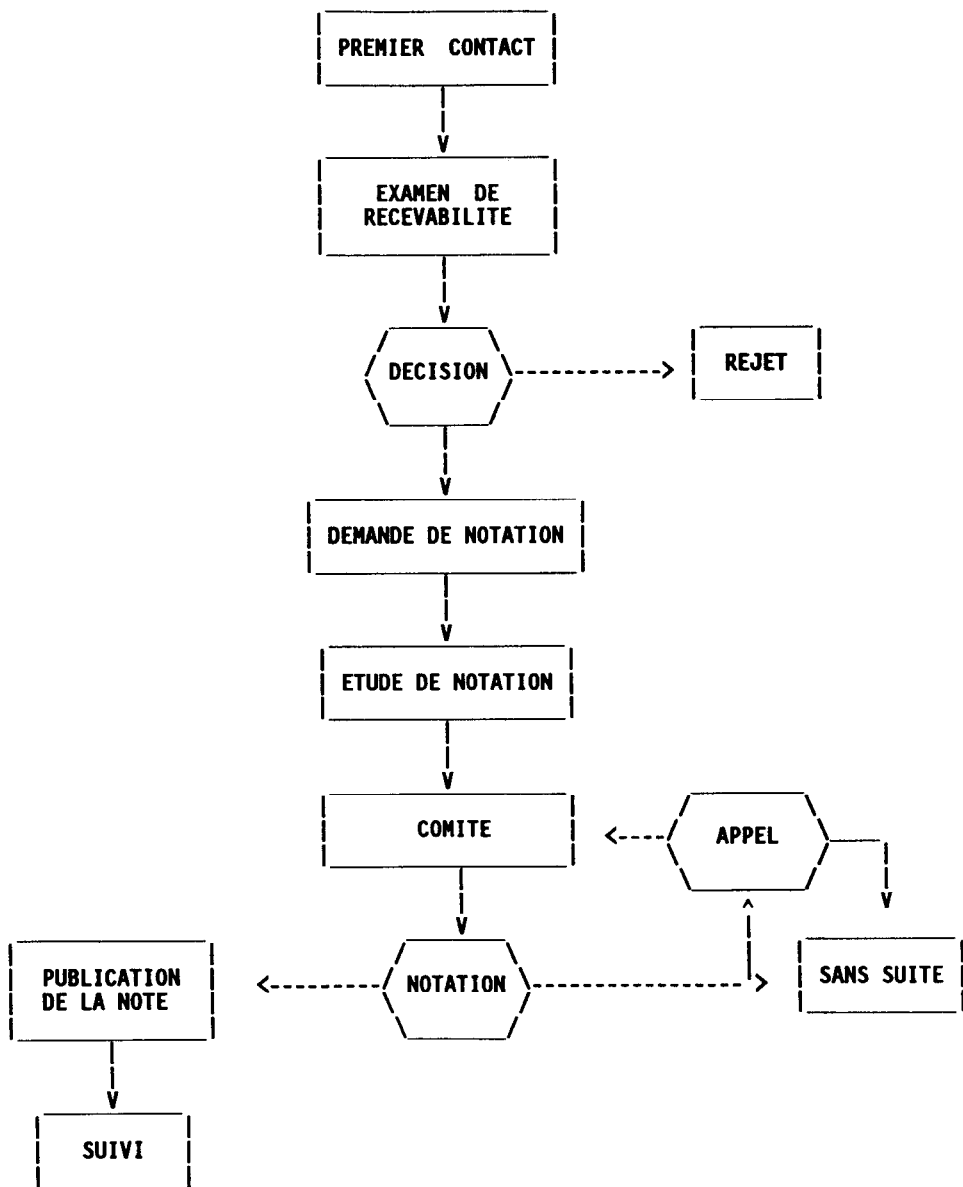
La société attribue les notes T1, T2, T3, T4 (par ordre de qualité décroissante) pour les titres de court terme et les notes AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C et D pour le long terme.

Cinq catégories d'émetteurs peuvent faire l'objet d'un rating :

- les entreprises industrielles
- les banques
- les sociétés financières
- les collectivités locales
- les emprunteurs souverains (Banque Mondiale, CEE, BEI)

L'étude de notation suppose la mise à la disposition de l'ADEF de toutes les informations susceptibles de concourir à une parfaite compréhension de la situation de la société.

- (*) Exceptionnellement, un *rating* peut être entrepris sans que la société ait émis de titres financiers



A la demande de l'émetteur, les notes publiées par l'agence font l'objet d'un suivi permanent, et peuvent être modifiées par le comité de notation, puis publiées par l'agence.

BIBLIOGRAPHIE

- **ALCHIAN A.A, DEMSETZ H.** : "Production information costs and economic organization"
American Economic Review, Vol. 62 (1972), PP 777-795

- **BILLY J.B, MEUNIER F.** : "Que vaut la signature des grands émetteurs obligataires ? Un modèle d'évaluation"
Finance, Vol. II (Janvier 1990) PP45-62

- **COBBAUT R.** : "Théorie financière"
Economica (1987)

- **DUMONTIER P.** : "Dividendes et information des actionnaires : le comportement des entreprises et la réaction du marché parisien"
Thèse doctorat 3ème cycle, Université de Grenoble (Janvier 1984)

- **FAMA E.F.** : "Agency problems and the theory of the firm"
Journal of political economy, Vol. 88 (1980) PP 288-307

- **FAMA E.F., FISHER L., JENSEN M., ROLL R.** : "The adjustment of stock prices to new information"
International Economic Review (février 1969) PP 1-26

- **FAMA E.F., BABIAK H.** : " Dividend policy : an empirical analysis"
Journal of the american statistical association (décembre 1968)
PP 1132-1161

- **GALLAIS-HAMONNO G.** : "The utility function of government owned firms in France : the capture of profits"
I.O.F., Université d'Orléans (1983)

- **GORDON M.J., SHAPIRO E.** : "Capital equipment analysis : the required rate of profit"
Management science (octobre 1956) PP 102-110

- **GROSSMAN S.J.**: "Further results on the informational efficiency of competitive stock markets"
Journal of Economic Theory, Vol. 18 (1978)

- **GROSSMAN S.J., STIGLITZ J.E.** : "Information and competitive price systems"
American Economic Association, Vol.66 n°2 (mai 1976)

- **HART O.D.** : "The market mechanism and an incentive scheme"
Bell Journal of Economics (Spring 1983) PP 366-382

- **MAUGEN R., SENBET L.** : "Resolving the agency problems of external capital through options"
Journal of Finance (juin 1981) PP 629-647

- **HAYEK F.A.** : "Droit, législation et liberté"
Tome I, PUF (1980)

- **HIRIGOYEN G., DEGOS J.L.** : "Evaluation des sociétés et de leurs titres"
Vuibert Gestion (1988)

- **HOLMSTROM B.** "Moral hazard and observability"
Bell Journal of Economics, 10, (Spring 1979) PP 74-91

- **HUSSON B., JACQUILLAT B.** : "Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au Second Marché : 1983-1986"
Finance, Vol. II (Janvier 1990) PP 123-134

- **HUSSON B.** : "La prise de contrôle des entreprises"
PUF (1987)

- **JACQUILLAT B., LEVASSEUR M.** : " Signaux, mandats et gestion financière : une revue de la littérature"
CEREG., Cahier de Recherche n° 8207 (1982)

- **JAFFEUX C.** : "Les entreprises et les investisseurs face au Second Marché : une analyse multi-critères d'un succès"
Thèse d'habilitation à diriger des recherches, Université d'Orléans (janvier 1990)

- **JAFFEUX C.** : "Essai d'explication de la sous-évaluation des titres à leur introduction sur le Second Marché"
Banque (octobre 1990) n° 509 PP 952-958

- **JEANTIN M.** : "Titres de créance négociables"
Bourse et produits financiers, Dictionnaire JOLY (1990-1) PP 27-65

- **JENSEN M.C., MECKLING W.H** : "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure"
Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976) PP 305-360

- **LEVASSEUR M., PIGANIOL B.,** : "Analyse et gestion financière de l'entreprise"
Mementos Dalloz Paris (1981)

- **LINTNER J.** "Distribution of incomes of corporation among dividends, retained earnings and taxes"
American Economic Review (mai 1956) PP 97-113

- **MAC DONALD J., JACQUILLAT B.** : "L'efficacité de la procédure française d'introduction en Bourse"
Banque (janvier 1984) n° 325 PP 31-39

- **MODIGLIANI F., MILER M.H.** : "Dividend policy growth and the valuation of shares"
Journal of business (octobre 1961) PP 411-433

- **POPLU P.** : "Le rating, la notation et les marchés"
Banque (juillet/août 1990) n° 507 PP 668-674

- **RAIMBOURG PH.** : "Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise"
Encyclopédie de Gestion, Economica 1989, Tome 1 PP 181-192

- **STIGLITZ J.E.** : "Credit markets and the control of capital"
Journal of Money, Credit and Banking, Ohio State University Press, Vol. 17 n° 2 (mai 1985) PP 133-152

- **WATTS R.** : "The information content of dividends"
Journal of business (avril 1973) PP 191-211