

Analyse de la publication d'informations prévisionnelles au moment des introductions en bourse

Anne Cazavan-Jeny

ESSEC

Département Comptabilité et Contrôle

Avenue Bernard Hirsch - BP 50105

95021 Cergy-Pontoise Cedex

Tel : 01 34 43 28 03, Fax : 01 34 43 28 11

E Mail : cazavan@essec.fr

Thomas Jeanjean

Groupe HEC

Département Comptabilité et Contrôle

GREGHEC - unité CNRS, FRE 2810

1, rue de la Libération

78351 Jouy-en-Josas Cedex

Tel : 01 39 67 72 86, Fax : 01 39 67 70 86

E Mail : jeanjean@hec.fr

Résumé

Cette communication traite des déterminants et des conséquences de la publication d'informations prévisionnelles (IP) au moment des introductions en bourse. Sur un échantillon de 89 introductions en bourse, les résultats indiquent que les firmes avec une IP détaillée font moins d'erreurs de prévision des résultats futurs.

MOTS CLEFS : INTRODUCTION EN BOURSE, INFORMATION PRÉVISIONNELLE, ERREUR DE PRÉVISION

Abstract: Empirical analysis of the voluntary disclosure in IPO prospectuses

This paper studies the determinants and the consequences of voluntary disclosure in IPO prospectuses. On a sample of 89 IPO, empirical findings suggest that a high level of detail of voluntary disclosure diminishes forecast error.

KEYWORDS: IPO, FORECAST DISCLOSURE, FORECAST ERROR

Cette recherche a bénéficié du soutien financier du Centre d'Etude et de Recherche de l'ESSEC (CERESSEC). Nous sommes seuls responsables des erreurs qui pourraient subsister.

Introduction

Les introductions en bourse sont caractérisées par une asymétrie d'information importante entre les dirigeants de la société émettrice et les actionnaires potentiels. Dans le but de diminuer cette asymétrie d'information, les dirigeants sont amenés à publier des informations volontaires dans leur prospectus d'introduction au sein desquelles les états prévisionnels occupent une place importante.

L'autorité des marchés financiers (AMF) demande aux sociétés s'introduisant au nouveau marché (NM) de produire des états financiers prévisionnels sur trois ans. En revanche, aucune exigence n'est imposée en matière de comptes prévisionnels pour les sociétés s'introduisant au second marché (SM). L'objectif de cette recherche est d'analyser le niveau de détail de la publication d'informations prévisionnelles au moment des introductions en bourse. Les sociétés s'introduisant au NM peuvent en effet fournir des informations prévisionnelles plus ou moins détaillées, et celles s'introduisant au SM peuvent ne pas produire de données prévisionnelles ou avec des niveaux de détail très variables.

L'information prévisionnelle doit permettre de réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants de la société introduite et les investisseurs potentiels (Mai et Tchameni, 1993 ; Lev, 1992). Il est donc important de connaître les déterminants du niveau de détail de l'information prévisionnelle contenue dans les prospectus d'introduction. Par ailleurs, la publication d'éléments prévisionnels incluant la divulgation de prévisions de résultats, il est intéressant d'analyser l'effet du niveau de détail de cette information sur l'erreur de prévision du bénéfice futur. En effet, les recherches antérieures en finance ont montré une sous-performance à long terme des sociétés introduites en bourse (Degeorge et Derrien, 2001). Cette sous-performance peut s'expliquer par un excès d'optimisme des investisseurs sur les résultats futurs. Dès lors, l'identification des facteurs favorisant la publication de prévisions de bénéfices fiables par les dirigeants est utile car elle concourt à l'efficacité des marchés en atténuant une des sources de la sous-performance des titres émis suite à des introductions en bourse.

A notre connaissance, ce travail est le premier à étudier les relations entre le niveau de l'information prévisionnelle et la fiabilité des prévisions de résultat dans un contexte de forte asymétrie d'information, l'introduction en bourse.

A partir d'un échantillon de 89 introductions en bourse sur Euronext Paris en 2000, 2001 et 2002, nos résultats indiquent que seuls l'horizon de prévision et l'âge de la société expliquent le niveau de détail de l'information prévisionnelle. Par ailleurs, l'erreur de prévision diminue avec le niveau de détail de l'information prévisionnelle publiée.

Après une brève présentation des introductions en bourses et des obligations d'information prévisionnelle qui en découlent, la première partie se poursuit par une revue de littérature sur l'apport des théories de l'agence et du signal à la publication d'information prévisionnelle et à la compréhension de l'erreur de prévision. La constitution de notre échantillon, la méthodologie suivie, ainsi que les résultats empiriques sont présentés dans la seconde partie de cet article.

2 Information prévisionnelle et introductions en bourse

La première sous-partie détaille le contexte des introductions en bourse et des obligations en matière de divulgation d'information financière dans les prospectus d'introduction. Les travaux antérieurs sur les déterminants du niveau d'information prévisionnelle et sur l'erreur de prévision sont ensuite présentés ainsi que nos hypothèses.

2.1 Le contexte français des introductions en bourse

2.1.1 Les introductions en bourse : définition

L'introduction en bourse est un choix important pour l'entreprise. Elle permet principalement d'avoir accès au marché des capitaux, de rendre publique la valeur de l'entreprise et d'accroître sa notoriété. De plus, l'actionnaire, notamment minoritaire, trouve sur le marché boursier une certaine liquidité et des protections qu'aucune convention d'actionnaires ne pourra jamais lui donner (obligation d'information, politique de dividendes cohérente, égalité de traitement dans les cas de cession de majorité). Cependant, l'introduction en bourse implique aussi un certain nombre de contraintes. Outre les coûts d'information qui peuvent devenir significatifs, la stratégie de l'entreprise devient plus dépendante des paramètres financiers (PER, bénéfice par action...).

Les sociétés françaises peuvent s'introduire en bourse sur trois marchés différents (le premier marché, le second marché et le nouveau marché). Les critères d'introduction en bourse diffèrent selon le marché de première cotation (cf. tableau 1) : ils concernent aussi bien les caractéristiques propres à l'entreprise (taille, nombre d'années d'existence), que des critères liés au montant de l'émission ou au niveau d'information préalable et future à fournir.

Tableau 1 - Les critères d'introduction en bourse sur les différents marchés français

Marché	Premier Marché	Second Marché	Nouveau Marché
Profils des entreprises	Grandes entreprises internationales	Moyennes entreprises internationales	Entreprises internationales à fort potentiel de croissance
Critères sur pourcentage, taille d'émissions et nombre de titres diffusés	25 % des capitaux propres	10 % des capitaux propres, 5 millions €	20 % des capitaux propres, 10 000 parts minimum, 5 millions €, augmentation de capital pour 50 % des fonds levés
Critères sur indicateurs comptables et financiers	1 milliard € de capitalisation boursière, 3 ans d'existence et d'états financiers certifiés	30 millions € de capitalisation boursière, 3 ans d'existence et d'états financiers certifiés	1,5 million € de fonds propres
Obligations d'informations préalables	Etats consolidés sur les trois dernières années en normes françaises, IFRS ou US GAAP avec réconciliation aux normes françaises	Idem	états consolidés si disponibles, états prévisionnels sur 3 ans, 3 derniers exercices certifiés, Dernier exercice bénéficiaire
Obligations d'informations futures	Chiffre d'affaires trimestriel, état d'activité semestriel, rapport annuel	Idem	<i>Idem</i> + Rapport d'analyse sur 3 ans d'un teneur de marché, résultat et état de la trésorerie trimestriels

Source : Sentis (2004)

L'intermédiaire financier en charge de l'émission est tenu de communiquer le prospectus d'introduction, qui contient des informations sur les caractéristiques de l'émission (le nombre d'actions offertes, la valorisation de l'entreprise, la procédure d'introduction...) et de l'entreprise concernée (son marché, sa stratégie, sa structure de propriété, des informations financières...) environ un mois avant la date d'introduction en bourse. Les informations requises diffèrent selon le marché de cotation choisi (cf. tableau 1). Les sociétés qui s'orientent vers le second marché, qui sont supposées être plus établies que celles du nouveau marché, doivent fournir d'avantage de données historiques, alors que l'on demande à ces dernières de communiquer des prévisions de résultat.

Les prévisions de bénéfices publiées dans les prospectus véhiculent de l'information privée des dirigeants (Firth, 1998) puisqu'elles informent notamment les investisseurs sur la modification de la capacité à dégager des bénéfices que peut entraîner l'opération, en raison du développement de nouveaux projets financés par les capitaux levés (Cheng et Firth, 2000).

Toute introduction en bourse en France est précédée d'un avis d'Euronext-Paris qui stipule l'ensemble des caractéristiques de l'offre (entreprise, intermédiaires, titres, nombre et prix), y compris la procédure de première cotation¹.

2.1.2 L'information prévisionnelle contenue dans les prospectus d'introduction

En matière d'information prévisionnelle, il faut, a priori, distinguer le second du nouveau marché.

Le NM a été créé en 1996 pour accueillir des entreprises jeunes et en forte croissance. Les autorités boursières françaises ont demandé à ce que leurs prospectus d'introduction contiennent une section sur la politique d'investissement « en principe accompagné[e] d'une présentation chiffrée simplifiée de la société à l'horizon de 3 ans, éventuellement sous forme de fourchette, décrivant les grandes masses de bilan, les principaux soldes intermédiaires de gestion ainsi que le tableau de financement » (AMF, Instruction de décembre 2001 prise en application du règlement 95-01). De fait, pour les sociétés s'introduisant au nouveau marché, le contenu des informations prévisionnelles contenues dans les prospectus d'introduction est très variable. Certaines sociétés présentent un compte de résultat, un bilan et un tableau de flux de trésorerie prévisionnels sur trois ans ou plus, précédés de la présentation des hypothèses de prévision retenues. D'autres, en revanche, se contentent d'un tableau de chiffres clés prévisionnels (résultat net, chiffre d'affaires, ...), certaines ne publient même aucune information prévisionnelle chiffrée (cette absence d'information est, en soit, une information volontaire). Il existe ainsi une grande diversité dans le niveau de détail de l'information prévisionnelle.

Le SM doit en principe accueillir des entreprises matures. Si la publication d'informations prévisionnelles dans les prospectus était exceptionnelle pour les entreprises introduites au SM jusqu'en 1996, ces dernières ont désormais également tendance à divulguer volontairement de telles informations (Schatt et Roy, 2002). De fait, dans notre échantillon, la quasi totalité des sociétés s'introduisant au SM fournissent une information prévisionnelle même si elles n'en n'ont pas l'obligation légale.

De fait, l'information prévisionnelle publiée dans le prospectus d'introduction, quel que soit le marché, peut être considérée comme de l'information volontaire. En effet, si l'autorité de régulation boursière a prévu une obligation d'information sur le nouveau marché, il n'a pas

¹ Parallèlement à la méthode du placement (livre d'ordres) quatre procédures existent : la cotation directe (CD), l'offre à prix minimum (OPM), l'offre à prix ouvert (OPO) qui sont des variantes de systèmes d'enchères, et l'offre à prix ferme (OPF) qui est un système à prix fixe. Aujourd'hui le placement garanti supplante largement les autres méthodes.

spécifié la forme (tableau, mots) et le niveau de détail de cette information. Ainsi, si la société s'introduit sur le second marché, toute l'information prévisionnelle est volontaire par nature puisqu'elle ne répond pas à une obligation de publication. En ce qui concerne le nouveau marché, l'information prévisionnelle publiée est aussi volontaire car le contenu publié pour des destinataires « obligatoires » n'est pas précisé (Pourtier, 2004).

Cette publication d'information prévisionnelle constitue une particularité intéressante du marché français. En effet aux Etats-Unis les prospectus d'introduction en bourse ne peuvent pas contenir de prévisions chiffrées afin de protéger l'entreprise contre toute poursuite judiciaire au motif qu'elle n'aurait pas respecté ses engagements.

Cette particularité française nous permet d'étudier les déterminants et les effets de la publication d'informations prévisionnelles dans le cadre d'une situation à forte asymétrie d'information où les résultats prévisionnels publiés sont particulièrement importants pour les actionnaires : l'introduction en bourse.

2.2 Revue de littérature et hypothèses

Cette étude comporte deux temps. Il s'agit dans un premier temps de comprendre les déterminants du niveau ~~du niveau~~ de détail de l'information prévisionnelle. Cette compréhension est importante dans la mesure où une information prévisionnelle détaillée est de nature à réduire l'asymétrie d'information entre les managers de la société introduite et les investisseurs potentiels. Cette question a été rarement abordée car la plupart des autorités de régulation des pays développés ne l'autorisent pas ou n'exigent pas des sociétés qui s'introduisent la publication de prévisions de résultats. Par exemple, aux USA, la publication de prévisions de résultats est presque inexistante (Clarkson et al., 1992) en raison des risques légaux élevés si les objectifs ne sont pas atteints².

La deuxième étape de cette étude consiste à étudier l'influence du niveau de détail des états financiers prévisionnels sur l'erreur de prévision. Dans la quasi totalité des cas, les sociétés Françaises indiquent dans leur prospectus des prévisions de résultats pour les années suivant l'introduction. La question est alors de savoir si l'erreur de prévision, l'écart entre le bénéfice publié et le bénéfice attendu, est influencé par le niveau de détail des états financiers prévisionnels.

² ~~la~~ La publication d'information prévisionnelle est autorisée en Australie (Brown et al., 2000), en Nouvelle Zélande (Mak, 1996), à Honk Kong (Cheng et Firth, 2000) et est obligatoire en Malaisie (Jelic et al., 1998).

2.2.1 La publication d'information prévisionnelle lors des IPO

Les théories de l'agence et du signal permettent de justifier la publication d'information volontaire au sein des prospectus d'introduction.

Ainsi, Watts (1977, p. 58) considère que dans une économie non régulée, il est possible de considérer que les états financiers permettent de réduire les coûts d'agence. Il montre (1977, pp. 58-59) que les dirigeants de sociétés qui émettent de nouvelles actions sont incités à réduire leurs coûts d'agence en fournissant de l'information dans les états financiers. Cependant, Watts ne parle pas spécifiquement de la diffusion volontaire d'information prévisionnelle.

Ruland et al. (1990, p. 713) montrent que la publication de prévisions de résultats peut atténuer les problèmes de sélection adverse et d'hasard moral, ce qui facilite de fait les augmentations de capital. Ils montrent en effet que les sociétés réalisant des augmentations de capital avec une faible rétention d'actions par les anciens actionnaires publient plus de prévisions de résultats. Notons que cette incitation devrait être forte en France car les coûts légaux (*litigation costs*) sont bas (Djankov et al., 2003 ; La Porta et al. 2000).

De nombreuses études (par exemple, Penman, 1980 ; Clarkson et al., 1992) se sont appuyées sur la théorie du signal pour expliquer la publication de prévisions de bénéfices. Elles ont testé l'hypothèse fondatrice de la théorie du signal qui suggère que les firmes qui ont de bonnes nouvelles sont incitées à publier leurs prévisions de bénéfices pour se différencier des firmes qui ont de mauvaises nouvelles. Hugues (1986) a étudié la publication d'information comme signal de la valeur de la firme lorsque l'asymétrie d'information sur le prix de l'action, entre les investisseurs et les émetteurs, est forte. Dans son modèle, le taux de rétention (pourcentage d'actions retenues par les actionnaires d'origine) et la publication d'information agissent comme des signaux de la valeur de la firme. Les investisseurs considèrent la publication d'information comme crédible car il est supposé que « *the entrepreneur is penalized if the ex post costlessly observable cash-flow of the firm indicates that the disclosure was fraudulent* » (Hugues, 1986).

L'ensemble de ces études montrent qu'en raison de l'asymétrie d'information, les dirigeants-proprétaires sont incités à signaler la valeur de la firme, notamment par la publication volontaire des prévisions de résultats, pour différencier leur introduction en bourse de celles des firmes de plus faible qualité.

Ces travaux étudient essentiellement les raisons pour lesquelles (minimisation des coûts d'agence et signal) les firmes sont amenées à inclure des prévisions de bénéfices dans leur prospectus d'introduction. A notre connaissance, H-il n' y a qu'une seule étude des déterminants de la publication d'information prévisionnelle (non limitée aux résultats anticipés) dans les prospectus d'introduction. Elle a été menée par Mak en 1996. Il étudie les associations entre le niveau d'information prévisionnelle (mesuré par le nombre d'années de prévision) et plusieurs variables comme l'âge de la firme, son risque spécifique, le taux de rétention des actions par les actionnaires d'origine, et la taille. Son étude se situe dans un environnement où les risques légaux sont faibles, la Nouvelle Zélande. Il montre que plus l'asymétrie d'information et/ou le risque spécifique est élevé, plus la société publie d'information prévisionnelle. Le niveau d'information est aussi négativement liée avec le taux de rétention des actions par les actionnaires d'origine.

Ce travail se situe dans une perspective légèrement différente car il étudie le niveau de détail de l'information prévisionnelle publiée.

Les hypothèses testées dans cette étude des déterminants du niveau de détail de publication d'information prévisionnelle (SCORE 2) dans les prospectus d'introduction en France sont les suivantes :

H1a : Plus l'horizon de prévision (HORIZ) est long, plus l'information prévisionnelle sera détaillée.

En effet, si l'entreprise qui s'introduit est capable de fournir des prévisions de bénéfices sur un horizon assez long, c'est qu'elle connaît relativement bien son marché. De plus, elle va avoir tendance à fournir une information plus détaillée pour justifier des prévisions à long terme, dans la mesure où les dirigeants éprouvent plus de difficulté à maîtriser des événements survenant plus tardivement.

H1b : Le niveau de détail de l'information prévisionnelle publiée devrait croître avec l'âge de l'entreprise (AGE) qui s'introduit en bourse.

Les entreprises les plus âgées ayant une meilleure maîtrise de leur marché, elles sont plus à même de fournir des informations prévisionnelles fiables. Selon la théorie du signal, elles sont de ce fait incitées à fournir des prévisions plus détaillée pour se différencier des autres sociétés introduites.

H1c : *Le niveau de détail d'information prévisionnelle devrait présenter une association positive avec l'appartenance de l'auditeur à un des « Big Four » (B4).*

Comme l'ont montré Lee et al. (2003), les sociétés qui fournissent le plus d'information prévisionnelle dans leur prospectus d'introduction, sont celles qui font appel aux auditeurs les plus qualifiés (c'est-à-dire appartenant à l'un des « Big Four »).

H1d : *Le montant de l'augmentation de capital (AUGM) devrait présenter une association positive avec le niveau de détail de l'information prévisionnelle.*

Plus l'entreprise veut lever des fonds importants, plus elle devra attirer des investisseurs externes. Dans le but de réduire l'asymétrie d'information avec ces derniers, les dirigeants ont intérêt à publier de l'information prévisionnelle fiable, c'est-à-dire avec un certain niveau de détail.

H1e : *Le pourcentage d'actions conservées par les actionnaires d'origine (taux de rétention, RET) devrait être associé négativement avec le niveau de détail de l'information prévisionnelle.*

La théorie de l'agence suggère qu'un faible taux de rétention d'actions incite les dirigeants à publier des prévisions de résultat pour atténuer les coûts d'agence (Ruland et al., 1990). Les études s'appuyant sur la théorie des signaux montrent qu'un faible taux de rétention, dans le cadre d'une IPO, peut augmenter l'utilisation d'autres signaux comme les prévisions de résultats (Hugues, 1986). Par conséquent ces deux champs théoriques (agence et signal) suggèrent généralement que la publication de prévisions est négativement associée à la rétention d'action par les actionnaires d'origine.

2.2.2 L'erreur de prévision de bénéfices suite à une introduction en bourse

Un second champ de la littérature sur l'information prévisionnelle et les introductions en bourse a cherché à estimer la qualité de cette information prévisionnelle à travers l'étude des écarts de prévision de bénéfices.

Après l'analyse des déterminants du niveau de détail de l'information prévisionnelle contenue dans les prospectus d'introduction, nous étudions la qualité de ces prévisions. Cette étude complète la littérature internationale sur les écarts de prévisions de bénéfices suite aux introductions en Bourse. En France, Schatt et Roy (2002) ont vérifié si les prévisions de bénéfices figurant dans les prospectus d'introduction étaient fiables. Ils montrent que les prévisions contenues dans les prospectus sont plus fiables que celles obtenues à l'aide d'un modèle de série temporelle et que les jeunes entreprises, qui évoluent généralement dans le

secteur des NTIC, publient des prévisions moins fiables que les entreprises plus âgées ou évoluant dans d'autres secteurs d'activité. La rétention d'actions par les actionnaires d'origine semble être un facteur important, plus elle est élevée, plus les prévisions sont précises.

Des études sur l'écart de prévision de bénéfices ont également été menées en Nouvelle Zélande (Firth et Smith, 1992), en Australie (Lee et al., 1993) et au Canada (Pedwell et al., 1994 ;Jog et McConomy, 2003) où les écarts sont relativement conséquents comparativement à ceux observés en Malaisie (Jelic et al., 1998), à Singapour (Firth et al., 1995) et à Hong-Kong (Chen et al., 2001). Ces articles ont utilisé des modèles de régression linéaire pour expliquer le niveau de fiabilité des prévisions. Les variables indépendantes étudiées sont les suivantes : la taille de la société, sa croissance, l'horizon de prévision, l'endettement, l'âge, et la notoriété des auditeurs, des introducteurs et des teneurs de marché. Mis à part l'horizon de prévision, les résultats sur ces variables indépendantes sont mitigés.

Les hypothèses que nous testons pour évaluer la qualité de l'information prévisionnelle mesurée au travers de l'écart de prévision de bénéfices (ERREUR) sont les suivantes.

H2a : *Plus l'information prévisionnelle contenue dans le prospectus d'introduction (SCORE 2) est détaillée, plus l'erreur de prévision sera faible.*

Cette hypothèse n'a a priori jamais été testée auparavant. Elle suppose que le niveau de détail de l'information prévisionnelle est un signal de fiabilité des prévisions de bénéfices publiées.

H2b : *L'erreur de prévision sera associée positivement avec l'erreur de prévision à la date de l'introduction en bourse (ERREUR 0).*

Plus l'erreur de prévision au moment de l'introduction en bourse est importante, plus elle sera importante dans le futur. Nous supposons que l'erreur de prévision est un phénomène auto-cumulatif.

H2c : *L'erreur de prévision devrait être plus faible dans les entreprises où les actionnaires d'origine retiennent une fraction plus élevée d'actions (RET).*

Les actionnaires d'origine sont en effet plus sensibles aux sanctions du marché en cas de mauvaises prévisions et sont donc incités à consacrer plus de ressources pour établir des prévisions de bénéfices fiables.

H2d : *L'écart de prévision devrait croître avec l'augmentation de capital (AUGM).*

En effet, les flux relatifs aux nouveaux projets financés par les capitaux levés lors de l'introduction, sont plus difficile à estimer avec précision.

| H2e : *L'écart devrait décroître avec l'âge des entreprises (AGE).*

Les entreprises les plus âgées ont une meilleure maîtrise de leur marché, de ce fait leur prévisions de bénéfices sont plus facile à établir.

3 Résultats empiriques

La démarche suivie est présentée avant une analyse des résultat empiriques obtenus.

3.1 Echantillon et méthodologie

Après une présentation de l'échantillon, la méthodologie utilisée est décrite.

3.1.1 Échantillon

Notre échantillon est constitué de 89 introductions en bourse réalisées sur le nouveau marché et le second marché d'Euronext Paris entre le 1^{er} janvier 2000 et le 31 décembre 2002. Nous n'avons pas retenu les IPOs sur le premier marché en raison de caractéristiques trop différentes des sociétés introduites. Les introductions sur le premier marché concernent en effet soit des sociétés dont la taille est beaucoup plus importante que celle des sociétés s'introduisant sur les second et nouveaux marchés, soit des privatisations partielles de sociétés publiques. Les sociétés qui s'introduisent au premier marché présentent donc des caractéristiques non comparables avec les sociétés de notre échantillon.

Sur les 118 introductions en bourse qui ont eu lieu sur la période et les marchés étudiés, nous avons uniquement retenu les 89 IPOs pour lesquelles le prospectus d'introduction était disponible sous format PDF (site de l'AMF) ou sous format papier (centre de documentation de l'AMF). Parmi ces 89 sociétés, nous n'avons pu collecter de l'information (états financiers consolidés avant et après l'introduction) que sur 82 firmes sur la base de données DIANE.

L'ensemble des informations concernant les caractéristiques de l'émission, de l'entreprise introduite (en dehors de ses états financiers), et des informations prévisionnelles sont issues des prospectus d'introduction. Les informations ont dans un premier temps été récoltées manuellement. Un second codage a été effectué par un autre chercheur sur une dizaine de prospectus pour vérifier sa cohérence. Les deux codages ont généré des résultats identiques.

Les informations concernant les caractéristiques financières et comptables des entreprises l'année de leur introduction et les années suivantes sont issues de la base de donnée DIANE, qui présente la particularité de recenser aussi bien les sociétés cotées que non cotées. Son utilisation nous a donc permis d'obtenir les états financiers de l'année de l'introduction.

Le tableau 2 présente les informations financières relatives à l'échantillon. Les entreprises présentent des caractéristiques cohérentes avec leur marché d'introduction. Ainsi, le second marché accueille des firmes plus âgées et plus endettées que celles du nouveau marché. Les firmes de haute technologie, ayant des besoins de financement importants rejoignent plutôt le second marché. Notons enfin que les firmes s'introduisant au second marché sont plus souvent auditées par des grands cabinets anglo-saxon. Cette caractéristique peut s'expliquer par le fait que les entreprises s'introduisant au second marché sont souvent peu connues et souhaitent crédibiliser leur communication financière en faisant appel à des auditeurs connus. En revanche, la taille, l'horizon de détention et le pourcentage de rétention des anciens actionnaires ne sont pas différents d'un marché à l'autre.

Tableau 2 - Caractéristiques des sociétés introduites

Variable	Définition	Echantillon total		NM		SM		Probabilité d'égalité des	
		Moy.	Med.	Moy.	Med.	Moy.	Med.	Moy.	Med.
AGE	Ln(age)	2.04	2.20	1.85	1.79	2.38	2.52	0.09 (*)	0.04 (**)
ENDET									
T	Ratio d'endettement	0.12	0.06	0.06	0.01	0.22	0.19	0.00 (***)	0.00 (***)
HT	Haute technologie (Binaire)	0.22	0.00	0.33	0.00	0.03	0.00	0.00 (***)	0.00 (***)
AUGM	Ln(Augmentation de capital)	0.70	0.54	0.93	0.60	0.33	0.29	0.06 (*)	0.00 (***)
B4	Auditeur B4 (Binaire)	0.55	1.00	0.65	1.00	0.38	0.00	0.01 (***)	0.00 (***)
TAILLE	Ln (Total actif)	10.51	10.39	10.44	10.38	10.61	10.57	0.37	0.93
RET	Pourcentage de rétention	0.74	0.76	0.75	0.78	0.73	0.71	0.38	0.08 (*)
HORIZ	Horizon de prévision	2.52	3.00	2.61	3.00	2.34	3.00	0.31	0.33

3.1.2 Construction de l'échelle de mesure

Pour évaluer la quantité de l'information prévisionnelle publiée, la procédure suivante a été appliquée. Chaque entreprise a un score initial de zéro. Le score de l'entreprise augmente si l'entreprise publie des informations prévisionnelles. Cinq éléments ont été retenus.

- (1) La publication d'un bilan prévisionnel (simplifié) : score de zéro en cas d'absence, de un sinon.

- (2) La publication d'un compte de résultat prévisionnel : le score va de zéro à deux : zéro en cas d'absence, un si le compte de résultat est simplifié, deux si le compte de résultat est détaillé.
- (3) La publication d'un tableau de financement ou des flux de trésorerie : en cas de publication, l'entreprise obtient le score un, zéro sinon.
- (4) L'existence d'un tableau récapitulatif des chiffres clés augmente le score de l'entreprise d'un point.
- (5) Si une section détaille les hypothèses, le score de l'entreprise augmente d'un point.

Comme le montre le Panel A du tableau 3, 28 % des entreprises publient un bilan prévisionnel, 51 % un tableau de financement, 83 % un tableau de synthèse et le même pourcentage détaille ses hypothèses dans un paragraphe spécifique.

L'analyse des données sur la publication du compte de résultat prévisionnel (données non reportées) fait ressortir les éléments suivants : 18 % des entreprises ne publient pas de compte de résultat prévisionnel, 43 % publient un compte de résultat en « grandes masses », 39 % un compte de résultat détaillé.

Il n'existe aucune différence significative entre le second et le nouveau marché quant à la publication d'informations prévisionnelles.

Tableau 3 - Information prévisionnelle et marché d'introduction

Variable	Moyenne	Ecart type	Médiane	Test de différence NM / SM	
				de la moyenne (probabilité Test T)	de la médiane (probabilité du test de Mann-Witney)
Panel A: existence d'éléments prévisionnels					
Bilan (0 ou 1)	0.28	0.45	0	0.6316	0.6289
Compte de résultat (0, 1 ou 2)	1.21	0.73	1	0.726	0.8788
Tableau de financement (0 ou 1)	0.51	0.5	1	0.9376	0.937
Tableau récapitulatif (0 ou 1)	0.83	0.38	1	0.4168	0.4136
Section hypothèse (0 ou 1)	0.83	0.38	1	0.1615	0.1602
Panel B: scores d'information prévisionnelle					
<i>Score 1</i> (=somme des items)	3.66	1.86	4	0.6552	0.8893
<i>Score 2</i> (= variable binaire)	0.61	0.49	1	0.7945	0.7928
<i>Score 3</i> (= analyse factorielle)	0	1	0.35	0.4509	0.8739
Panel C: convergence des scores					
	<i>Score 1</i>	<i>Score 2</i>	<i>Score 3</i>		
<i>Score 1</i> (=somme des items)	1				

<i>Score 2</i> (= variable binaire)	0.9721 ***	1
<i>Score 3</i> (= analyse factorielle)	0.7055 ***	0.7317 ***

* significatif à 10%, ** significatif à 5%, *** significatif à 1%.

A partir de ces données sur la publication ou non de documents financiers prévisionnels et leur justification, il est possible de construire trois indicateurs de la quantité d'information prévisionnelle :

- *Score 1* correspond à la somme des scores sur chacun des 5 items. Une valeur égale à zéro serait obtenue par une firme qui ne publierait aucune information prévisionnelle. Un score maximum de 6 pourrait être obtenu par une entreprise qui inclurait dans son prospectus un compte de résultat détaillé, un bilan, un tableau de flux, un tableau de synthèse et un section hypothèse.
- *Score 2* est une variable binaire codée 1 si elle obtient un *Score 1* supérieur à trois. L'objectif de cette mesure est de discriminer entre les entreprises publiant peu (*Score 1* inférieur à trois) et beaucoup d'information (*Score 1* supérieur à trois).
- *Score 3* est le score obtenu par une analyse factorielle des cinq items prévisionnels (bilan, compte de résultat, tableau de flux, tableau de synthèse, section hypothèse).

Le panel B du tableau 3 montre que *Score 1* va de zéro à quatre avec une moyenne de 3,66 ; 61 % des entreprises peuvent être considérées comme publiant beaucoup d'information (*Score 2* égal à un), cette sur-représentation des entreprises publiant beaucoup d'information est confirmée par l'analyse de *Score 3*. En effet, la valeur médiane de *Score 3* (0,35) est supérieure à sa valeur moyenne (zéro par construction).

L'analyse de la quantité d'information prévisionnelle est relativement insensible à la méthode d'agrégation des items. En effet, les coefficients de corrélation entre les trois mesures sont très élevés et significatifs au seuil de 1 % comme indiqué au panel C du tableau 3.

Dans la suite de cet article, nous retenons *Score 3-2* comme mesure de l'information prévisionnelle.

3.2 Résultats empiriques

3.2.1 Méthodologie

Dans un premier temps, les déterminants de la publication d'informations prévisionnelles dans les prospectus d'introduction a été étudiée. La variable étudiée (*Score 32*) étant binaire, nous utiliserons une régression logit.

Dans un deuxième temps, l'étude portera sur les conséquences de la quantité des informations prévisionnelles sur l'erreur de prévision du résultat. Notre hypothèse est que plus une firme publie de l'information prévisionnelle, plus l'erreur de prévision de son bénéfice (écart entre le bénéfice publié et le bénéfice attendu) sera faible.

Pour évaluer les déterminants de l'information volontaire, nous utilisons le modèle suivant (régression logit) :

$$Score2 = \alpha_0 + \alpha_1 HORIZ + \alpha_2 AGE + \alpha_3 B4 + \alpha_4 AUGM + \alpha_5 RET + \alpha_6 TAILLE + \alpha_7 NM + \alpha_8 HT + \sum_k \alpha_{9,k} ANNEE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Le tableau 4 présente la définition et la mesure des variables.

Tableau 4 - Définition et mesure des variables du modèle de déterminants

Variable	Signe attendu	Descripteur	Calcul
HORIZ	+(H1a)	Horizon de prévision	Nombre d'exercices pour lesquels les états financiers prévisionnels sont présentés.
AGE	+(H1b)	Age de la firme	Ln(âge en année)
B4	+(H1c)	Qualité de l'audit	Variable binaire codée 1 si l'entreprise a au moins un auditeur parmi : Arthur Andersen, Price WaterHouse Coopers, Ernst & Young, Deloitte, KPMG
AUGM	+(H1d)	Augmentation de capital	Ln(fonds levés en €)
RET	+(H1e)	Pourcentage de rétention des anciens actionnaires après l'introduction	(nombre de titres après l'introduction - nombre de titres émis - nombre de titres cédés) / (nombre de titres après l'introduction en bourse)
TAILLE	?	Taille de l'entreprise	Ln(total actif en valeur nette)
NM	?	Nouveau marché	Variable binaire égale à 1 si la firme s'introduit au nouveau marché, 0 sinon

HT	?	Appartenance au secteur de la haute technologie	Variable binaire codée 1 si la firme appartient aux industries : logiciels, informatique, communication, téléphonie, bio technologies ; zéro sinon.
ANNEE (binaire)?		Contrôle pour l'année d'introduction	

Les cinq premières variables correspondent au test des hypothèses H1a à H1e. La taille, le marché d'introduction, le secteur (haute technologie ou non) ainsi que l'année sont introduits comme variables de contrôle.

Le modèle de l'erreur de prévision est le suivant :

$$Erreur_{N+1} = \beta_0 + \beta_1 Score2 + \beta_2 Erreur_N + \beta_3 RET + \beta_4 AUGM + \beta_5 AGE + \beta_6 TAILLE + \beta_7 ENDET + \beta_8 HT + \beta_9 HORIZ + \beta_{10} ANNEE + \varepsilon_i \quad (2)$$

Tableau 5 - Définition et mesure des variables du modèle d'erreur de prévision

Variable	Signe attendu	Descripteur	Calcul
Score 2	+ (H2a)	Niveau d'information volontaire	Variable binaire (0/1)
Erreur N	+ (H2c)	Montant de l'erreur de l'année N	(Résultat publié en N – résultat prévu en N)/Total actif
RET	- (H2c)	Pourcentage de rétention des anciens actionnaires après l'introduction	(nombre de titres après l'introduction - nombre de titres émis- nombre de titres cédés)/ (nombre de titres après l'introduction en bourse)
AUGM	+ (H2d)	Augmentation de capital	Ln(fonds levés en €)
AGE	- (H2e)	Age de la firme	Ln(<u>age-âge</u> en année)
TAILLE	+	Taille de l'entreprise	Ln(total actif en valeur nette)
ENDETT	+	Endettement	Total dettes / total actif
HT	+	Appartenance au secteur de la haute technologie	Variable binaire codée 1 si la firme appartient aux industries : logiciels, informatique, communication, téléphonie, bio technologies ; zéro sinon.
HORIZ	<u>?</u>	Horizon de prévision	Nombre d'exercices <u>s</u> pour les <u>quels</u> les états financiers prévisionnels sont présentés.
ANNEE	?	Contrôle pour l'année d'introduction	

Les cinq premières variables correspondent au test des hypothèses H2a à H2e. La taille, l'endettement, le secteur (haute technologie ou non), l'horizon ainsi que l'année sont introduits comme variables de contrôle.

3.2.2 Résultats empiriques

Le tableau 6 présente les résultats empiriques sur l'étude des déterminants. Globalement le modèle proposé explique 41 % de la variance (R^2 de Cragg et Uhler). Seules deux variables ressortent comme significatives : l'horizon de prévision et l'âge de l'entreprise. Plus l'entreprise fait des prévisions sur un horizon long, plus l'information est détaillée, ce qui est conforme à notre hypothèse H1a. Plus l'entreprise est âgée (c'est-à-dire existe depuis longtemps), plus elle publie une information prévisionnelle détaillée (H2a). Les autres variables ne sont pas significatives. Les diagnostics de colinéarité (calcul des VIF) ne laissent pas apparaître de problème significatif (VIF moyen de 1,60 et un VIF maximum de 2,09).

Tableau 6 - Déterminants de l'information prévisionnelle

	<i>Score 2</i>
HORIZ	1.290703 (3.43)***
AGE	0.820746 (2.04)**
B4	0.45448 (0.64)
AUGM	0.84294 (1.13)
RET	3.053476 (1.08)
TAILLE	-0.430509 (0.85)
NM	-0.471027 (0.55)
HT	-0.34708 (0.47)
ANNEE (binaire)	inclus
Constant	-15.634141 (1.41)
Observations	74
R^2 Cragg & Uhler	0.412

Le tableau 7 présente les résultats empiriques quant à l'erreur de prévision. Le R^2 ajusté ressort à 32 %. Nous testons deux variantes du modèle : une avec HORIZ et l'autre sans. En effet, l'étude des déterminants a montré que cette variable « explique » le niveau de détail de

l'information. Toutefois, la régression ne comporte pas de problème de colinéarité car le VIF moyen des variables est de 1,54 ; aucun VIF n'étant supérieur à 1,94. Les résultats sont qualitativement identiques sur les deux régressions.

Quatre variables sont significatives au seuil de 10% :

- Le coefficient sur la variable *Score 2* est négatif et significatif, ce qui suggère que la publication d'une information détaillée diminue l'erreur de prévision (hypothèse H1b).
- L'erreur de prévision de l'année précédente : le coefficient est positif ce qui suggère que les erreurs de prévision ne se compensent pas d'une année à l'autre. Statistiquement, il n'est pas différent de un, ce qui signifie qu'une erreur de prévision l'année initiale se « retrouve » d'une année à l'autre.
- Le pourcentage de rétention des anciens actionnaires après l'introduction influe sur le niveau de l'erreur. Plus les anciens actionnaires « restent » dans l'entreprise, moins l'erreur de prévision est importante (hypothèse H2c). Ce résultat est cohérent avec la théorie de l'agence : si les actionnaires « historiques » quittent l'entreprise au moment de l'introduction en bourse, ils ont intérêt à publier des informations optimistes pour obtenir un prix d'introduction plus élevé.
- L'erreur de prévision croît avec l'importance des fonds levés, ce qui suggère que plus les nouveaux projets financés par l'introduction sont importants, plus il va être difficile de prévoir les flux relatifs à ces projets.

Les autres variables ne sont pas significatives.

Tableau 7 - Erreur de prévision

	(1)	(2)
	erreur année N+1	erreur année N+1
Erreur année N	0.858308 (2.60)**	0.896245 (2.59)**
RET	-2.213528 (2.74)***	-2.257863 (2.75)***
SCORE 2	-0.476273 (2.06)**	-0.48614 (2.07)**
TAILLE	-0.14865 (1.07)	-0.164762 (1.13)
AUGM	0.133642 (1.72)*	0.133963 (1.71)*
ENDETT	-0.103012	-0.022488

	(0.13)	(0.03)
AGE	0.07576	0.071964
	(0.89)	(0.83)
HT	-0.175729	-0.187292
	(0.75)	(0.78)
HORIZ		0.078256
		(0.41)
ANNEE (Binaire)	inclus	inclus
Constante	3.359983	3.361458
	(1.91)*	(1.90)*
Observations	61	61
R2 ajusté	0.32	0.32

Conclusion

Nous avons étudié successivement deux problématiques soulevées par la publication d'informations prévisionnelles dans les prospectus d'introduction : quels sont les déterminants du niveau de détail de l'information prévisionnelle publiée et quel est son impact sur l'erreur de prévision de résultat.

A notre connaissance, ce travail est le premier à étudier les relations entre le niveau de l'information prévisionnelle et la fiabilité des prévisions de résultat dans un contexte de forte asymétrie d'information, l'introduction en bourse.

Nos résultats indiquent que seuls l'âge de l'entreprise et l'horizon de prévision présentent une association positive et significative avec notre mesure du niveau d'information prévisionnelle contenue dans les prospectus d'introduction.

Quatre variables expliquent l'erreur de prévision de résultats : la publication d'information prévisionnelle et le taux de rétention d'actions par les actionnaires d'origine diminuent l'erreur de prévision, au contraire elle croît avec le montant de l'augmentation de capital et l'erreur de prévision initiale.

Ce travail pourrait avoir des implications pour les régulateurs boursiers dans la mesure où il suggère qu'une obligation de publication d'informations prévisionnelles très détaillées améliorerait l'efficacité des marchés en diminuant l'erreur de prévision.

Références

- Brown, P., A. Clarke, J. How et K. Lim (2000), « The Accuracy of Management Dividend Forecasts in Australia », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 8, pp. 309-331.
- Chen, G., Firth, M. et Krishnan, G. (2001), « Earnings forecast errors in IPO prospectuses and their association with initial stock returns », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 11, pp. 225-240.
- Cheng T. et Firth M. (2000), « An empirical analysis of the bias and rationality of profit forecasts published in new issue prospectuses », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 27, n° 3-4, pp. 423-446.
- Clarkson, P., A. Dontoh, G. Richardson et S. Sefcik (1992), « The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses », *Contemporary Accounting Research*, vol. 8, pp. 601-626.
- Degeorge F. et Derrien F. (2001), « Les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse: le cas Français », *Banques et Marchés*, vol. 55, pp. 8-19.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. et Shleifer, A. (2003), « Courts », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 Issue 2, pp. 453-517.
- Firth M. (1998), « IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns », *Applied Financial Economics*, vol. 8, n° 1, pp. 23-39.
- Firth, M. et Smith, A. (1992), « The accuracy of profits forecasts in initial public offering prospectuses », *Accounting and Business Research*, vol. 22, pp. 239-247.
- Firth, M., Kwok, B., Liau-Tan, C. et Yeo, G. (1995), « Accuracy of profit forecasts contained in IPO prospectuses », *Accounting and Business Review*, vol. 2, pp. 55-83.
- Hugues, P. J. (1986), « Signalling by Direct Disclosure under Asymmetric Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n°2, pp. 119-142.
- Jelic, R., B. Saadouni et R. Briston (1998), « The Accuracy of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange », *Accounting and Business Research*, vol. 29, pp. 57-72.
- Jog, V. et McConomy, B.J. (2003), « Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, n° 1 & 2, pp. 125-167.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., et Vishny, R. (2000), « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- Lee, P., Taylor S., Yee, C. et Yee, M. (1993), « Prospectus earnings forecasts: evidence and explanations », *Australian Accounting Review*, vol. 3, pp. 21-32.
- Lee, P., Stokes, D., Taylor S. et Walter, T. (2003), « The association between audit qualityn accounting disclosures and firm-specific risk: Evidence from initial public offerings », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, pp. 377-400.
- Lev B. (1992), « Information disclosure strategy », *California Management Review*, 34, pp. 49-76.
- Mai H. M. et Tchameni E. (1993), « L'analyse des prévisions de résultats publiés par les dirigeants », *Cahier de recherche CEREG*, université Paris-Dauphine.
- Mak, Y.T. (1996), « Forecast Disclosure by Initial Public Offering Firms in a Low-Litigation Environment », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 15, pp. 111-136.
- Pedwell, K., Warsame, H. et Neu, D. (1994), « The accuracy of Canadian and New-Zealand earnings forecasts: a comparison of voluntary versus compulsory disclosures », *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, vol. 3, n°2, pp. 221-236.

- Penman, S. (1980), « An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 18, n°1, pp. 132-160.
- Pourtier, F. (2004), « La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussion », *Comptabilité – Contrôle – Audit*, Tome 10, vol. 1, pp. 79-102.
- Ruland, W., Tung, S. et George, N.E. (1990), « Factors Associated with the Disclosure Manager's Forecasts », *The Accounting Review*, vol. 65, n°3, pp. 710-721.
- Schatt, A. et T. Roy (2002), « Analyse empirique des écarts de prévisions de bénéfices dans les prospectus d'introduction », *Actes du 23^{ème} congrès de l'AFC*.
- Sentis, P. (2004), *Introduction en Bourse – Une approche internationale*, Ed. Economica, Paris.
- Watts, R.L. (1977), « Corporate Financial Statements: A Product of the Market and Political Process », *Australian Journal of Management*, vol. 2, n° 1, pp. 53-75.