

Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?

Géraldine Broye (Université de Strasbourg)

Alain Schatt (Université de Besançon)

Résumé :

La valorisation des entreprises introduites en bourse s'opère dans un contexte d'incertitude et d'asymétrie d'information. Il en résulte fréquemment une sous-évaluation à l'introduction : les émetteurs diffusent les actions dans le public à un prix plus faible que le « juste » prix. Cette sous-évaluation peut être réduite par la divulgation d'informations pertinentes dans les prospectus et par la certification de ces informations par des intermédiaires jouissant d'une bonne réputation.

Mots-Clés :

Introduction en bourse – Sous-évaluation – Divulgations d'informations.

Abstract :

Valorisation of firms going public takes place in a context of uncertainty and information asymmetry. This frequently implies IPO underpricing : the issuers sell shares to the public at a lower price than the « true value ». This underpricing can be reduced by the disclosure of relevant information in the prospectus and by certification of these information by prestigious underwriters and auditors.

Keywords :

Initial Public Offering – Underpricing - Disclosure

Correspondance :

Géraldine Broye
I.A.E de Strasbourg
Rue de la Forêt Noire
67000 Strasbourg
geraldine.broye@iae.u-strasbg.fr

Alain Schatt
Université de Franche-Comté, UFR SJEPEG
Avenue de l'observatoire
25030 Besançon cedex – France
alain.schatt@univ-fcomte.fr

Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?

Introduction.

Le nombre d'introductions en bourse a fortement augmenté en France au cours des dernières années, avec la création du Nouveau Marché destiné aux jeunes entreprises disposant d'un fort potentiel de croissance. Les raisons qui poussent les sociétés à s'introduire en bourse sont variées : levée de nouveaux capitaux pour financer leur développement, réalisation de plus-values pour les actionnaires d'origine, ou encore recherche de notoriété. Quelles que soient ses motivations, l'émetteur doit attirer les investisseurs qui vont acheter les actions mises à leur disposition, tout en limitant le coût de l'opération.

Le coût de l'introduction est composé, en grande partie, du coût de la sous-évaluation de l'entreprise à l'introduction. En effet, il apparaît que le prix d'offre (défini par l'émetteur) est très souvent significativement inférieur au prix de marché de l'action. Ce résultat a été obtenu dans de nombreux pays (Loughran et al., 1994), sachant que le degré de sous-évaluation varie généralement entre les pays, selon les procédures d'introduction et les caractéristiques des entreprises. En France, la sous-évaluation a notamment été étudiée par Husson et Jacquillat (1990), Broye (2001), Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2001), Sentis (2001) et Schatt et Roy (2001a). Ces derniers trouvent, pour 192 entreprises introduites en bourse entre 1996 et 2000 sur le Nouveau Marché et le Second Marché, une sous-évaluation d'environ 20% au bout de cinq jours de cotation, soit un manque à gagner pour les actionnaires d'origine d'environ 6 milliards de francs (plus de 30 millions de francs par opération, en moyenne).

Ce phénomène de sous-évaluation peut résulter d'un excès d'optimisme de la part des investisseurs (Aggarwal et Rivoli, 1990), qui paient un prix supérieur au (« juste ») prix défini par l'émetteur. Une seconde explication, plus fréquemment retenue dans la littérature, considère que l'émetteur doit proposer un prix volontairement inférieur au (« juste ») prix de marché, afin de rémunérer le risque assumé par les investisseurs, qui ne peuvent estimer correctement la distribution

des flux futurs en raison de l'incertitude et de l'asymétrie d'information qui entourent l'opération. Cette réduction de prix permet également d'attirer une certaine catégorie d'investisseurs mieux informés, en général les investisseurs institutionnels, qui exigent une compensation pour leur participation dans l'opération (Rock, 1986 ; Beatty et Ritter, 1986).

Puisque la sous-évaluation s'avère relativement coûteuse pour les actionnaires d'origine, nous exposons dans cet article les moyens dont disposent les futurs émetteurs pour réduire l'asymétrie d'information afin de garantir le succès de l'opération d'introduction, tout en limitant son coût. Cette problématique est pertinente dans le contexte actuel de chute des cours des actions de nombreuses entreprises récemment introduites en bourse. Il est probable qu'attirer des investisseurs s'avère désormais plus complexe. Par ailleurs, les résultats de certaines études américaines permettent de rappeler que l'achat d'actions d'entreprises non (ou peu) connues est une décision risquée. En effet, il apparaît que les entreprises qui s'introduisent en bourse sont sous-performantes à long terme (Loughran et Ritter, 1995 ; Mikkelson et al., 1997) : leur performance comptable et boursière est significativement plus faible que celles d'autres entreprises cotées en bourse.

Nous discutons dans une première section de l'importance pour les investisseurs des informations contenues dans les prospectus d'introduction. Le rôle des auditeurs et des banques introductrices, qui crédibilisent l'information contenue dans les prospectus, est discuté dans la seconde section. Enfin, nous concluons dans la troisième section.

1. Les informations financières communiquées aux investisseurs lors de l'introduction.

Lors de l'introduction en bourse, les dirigeants de l'entreprise ont l'obligation de mettre à disposition des investisseurs un prospectus d'introduction. Celui-ci est généralement visé par l'autorité de tutelle, la Commission des Opérations de Bourse en France, qui en définit le contenu. Dans ce document figurent des renseignements relatifs à l'entreprise (objectifs, activités, marchés, données financières,...) et à l'opération (capital diffusé dans la public, procédure d'introduction,...). Ils permettent aux investisseurs de se forger une idée sur la valeur de l'entreprise et, corollairement, sur le prix des actions proposées par l'émetteur.

Les informations financières historiques et prévisionnelles contenues dans ces prospectus font l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs. Selon Firth (1998), ces derniers devraient en principe se focaliser davantage sur les résultats prévisionnels que sur les résultats passés, en raison de la capacité des premiers à tenir compte des modifications de l'environnement de l'entreprise et de ses choix stratégiques. En particulier, les prévisions prennent en compte les flux de liquidités liés aux nouveaux investissements financés par les capitaux levés lors de l'introduction en bourse.

1.1. Les informations prévisionnelles contenues dans les prospectus.

Les prévisions sont indispensables aux investisseurs pour estimer le prix des actions, que la méthode d'évaluation retenue soit celle de la valeur actuelle des flux futurs, qui est la méthode la plus pertinente d'un point de vue théorique (Schatt et Roy, 2001b), ou celle des multiples. Cette dernière, très prisée par les professionnels, consiste à comparer le P.E.R. (*Price Earning Ratio*, égal au bénéfice rapporté au cours actuel de l'action), ou d'autres ratios, à celui d'entreprises « comparables » évoluant dans le même secteur d'activité. Si l'intérêt d'une telle méthode est limité, dans la mesure où les multiples des entreprises comparables sont généralement très disparates (Kim et Ritter, 1999), la connaissance des bénéfices futurs (qui est également une approximation des flux futurs) s'avère cependant indispensable.

Ainsi, les informations prévisionnelles (chiffre d'affaires, résultats,...) divulguées par les dirigeants font l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs. La publication de telles informations n'est pas autorisée par l'autorité de tutelle dans certains pays (par exemple, par la SEC aux Etats-Unis). En revanche, dans certains pays comme la France, ces prévisions sont fournies dans le prospectus. En publiant des prévisions fiables, reposant sur des hypothèses clairement définies et justifiées, les dirigeants peuvent affecter la perception des investisseurs sur les flux futurs, réduire leur incertitude, et par conséquent, réduire le coût de la sous-évaluation.

1.1.1. La fiabilité des prévisions.

Si les dirigeants possèdent des informations privilégiées sur les projets actuels et futurs de l'entreprise, dont ne disposent pas les investisseurs, il n'en demeure pas moins que la prévision des bénéfices reste un exercice complexe. Les dirigeants doivent développer de nombreuses hypothèses, plus ou moins objectives, sur les évolutions externes et internes à l'entreprise. Dans ce cas, il semblerait normal que les bénéfices réalisés dans le futur ne soient pas exactement égaux à ceux prévus au moment de l'introduction.

Divers travaux ont abordé la question de l'erreur (relative) de prévision, correspondant à la différence entre le bénéfice réalisé en période t (BR_t) et le bénéfice prévu pour la période t (BP_t). Les deux mesures généralement utilisées (Cheng et Firth, 2000) sont l'erreur moyenne de prévision, égale à $(BR_t - BP_t)/BR_t$, et l'erreur absolue de prévision, égale à $|EP_t|$. La première mesure donne une idée de « l'optimisme » ($BP_t > BR_t$) ou de « la prudence » ($BP_t < BR_t$) des dirigeants, et la seconde permet de vérifier si cette information prévisionnelle est précise. Les principaux résultats qui se dégagent des études empiriques sont les suivants :

- Tout d'abord, il apparaît que les informations fournies par les dirigeants sont plus précises que celles obtenues par un investisseur utilisant des données historiques (Cheng et Firth, 2000 ; Jelic et al., 1998).

- Cependant, les erreurs de prévisions restent significatives, même si des différences existent entre les pays. Les erreurs mesurées à Hong-Kong (Cheng et Firth, 2000), en Malaisie (Jelic et al., 1998) ou à Singapour (Firth et al., 1995) apparaissent relativement faibles et prudentes comparativement à celles obtenues en Nouvelle-Zélande (Firth et Smith, 1992), en Angleterre (Keasey et McGuinness, 1991), en Australie (Lee et al., 1993) ou au Canada (Pedwell et al., 1994). L'erreur de prévision est conséquente dans les quatre derniers pays cités, puisque le bénéfice prévu est fréquemment deux fois plus élevé que le bénéfice publié ultérieurement. Les dirigeants semblent donc très « optimistes » dans de nombreux cas.

- Enfin, si différentes explications des erreurs de prévisions sont proposées dans les études citées, les modèles testés ne permettent d'expliquer qu'une faible partie des erreurs de prévisions (les coefficients de détermination des régressions sont en général très faibles). Ainsi, peu de travaux

ont confirmé de relation significative entre l'erreur de prévision et l'horizon de prévision, le risque financier, la taille et l'âge de l'entreprise, ou encore le secteur d'activité dans lequel l'entreprise évolue.

Puisque que le lien entre l'erreur de prévision et les différentes variables explicatives apparaît peu significatif, il se pourrait que les écarts soient liés pour une large part à l'opportunisme des dirigeants qui souhaitent attirer les investisseurs en exagérant l'optimisme des prévisions. Puisque cette explication ne peut être rejetée, il est nécessaire de rappeler qu'un tel comportement peut se révéler extrêmement coûteux à plus long terme pour les dirigeants.

- En premier lieu, des actions en justice peuvent être intentées et la responsabilité des dirigeants peut être engagée par les investisseurs. Pour Jelic et al. (1998), la prudence dont font preuve les dirigeants des entreprises de Malaisie, comparativement à ceux d'autre pays, tient probablement aux obligations et aux sanctions légales qui pèsent sur ces dirigeants.

- En second lieu, un tel comportement peut détériorer significativement et durablement la réputation des dirigeants. Pour Clarkson et al. (1992), ce risque se traduira notamment par une baisse du prix des actions, causée par une révision à la baisse des anticipations des investisseurs lorsqu'ils disposeront de nouvelles informations. Dans un tel cas, la probabilité du remplacement des dirigeants augmente, si ceux-ci ne possèdent pas une fraction élevée d'actions de l'entreprise, et dans le cas contraire, ils s'appauvriront fortement en cas de baisse du cours des actions.

1.1.2. La réduction des erreurs de prévisions par la manipulation comptable.

Puisque l'erreur de prévision peut se révéler coûteuse pour les dirigeants (sanctions juridiques et sanctions par le marché financier), il est probable que les dirigeants cherchent à en réduire l'importance. C'est ce que démontre l'étude de Magnan et Cormier (1997). Ils trouvent qu'en cas d'écart important entre les prévisions et les réalisations, les dirigeants gèrent les bénéfices postérieurs à l'introduction. Les auteurs testent cette hypothèse sur un échantillon de 120 entreprises canadiennes introduites en bourse entre 1985 et 1992. Le cas canadien est intéressant parce que les dirigeants ont la possibilité (ni obligation, ni interdiction) de publier des prévisions dans les prospectus. Deux contraintes pèsent sur les entreprises qui souhaitent faire figurer des bénéfices prévisionnels. D'une part, des auditeurs doivent émettre leur opinion sur la pertinence des hypothèses retenues par les dirigeants avant la publication de ces informations. D'autre part, en cas d'erreur significative, les entreprises sont tenues de justifier les écarts dans les états financiers.

Pour les 71 entreprises de leur échantillon qui ont présenté des prévisions avant l'introduction, il apparaît que l'écart de prévision est un déterminant significatif de la manipulation comptable. Lorsque les bénéfices prévus sont supérieurs aux bénéfices réalisés, les dirigeants augmentent anormalement le résultat de l'exercice (et inversement). Par ailleurs, la gestion des bénéfices est significativement plus importante dans les entreprises qui ont décidé de publier des prévisions dans leurs prospectus par rapport à celles qui n'ont pas utilisé cette possibilité.

Cette gestion des résultats publiés postérieurement à l'introduction en bourse peut expliquer la faible relation entre l'erreur de prévision et les diverses variables explicatives. En effet, en cas de gestion des bénéfices, la mesure des erreurs de prévision est biaisée, puisque le bénéfice retenu par les chercheurs est le bénéfice publié, qui est « manipulé », et non le bénéfice « réel », qui n'a pas fait l'objet d'ajustements discrétionnaires de la part des dirigeants.

1.2. La manipulation des données comptables.

Ainsi, dans certains cas, les données comptables sont manipulées par les dirigeants postérieurement à l'introduction, afin de réduire l'écart entre les réalisations et les prévisions. Cependant, dans de nombreux pays (Etats-Unis,...), les dirigeants n'ont pas le droit de faire figurer de prévisions dans les prospectus. Dans ce cas, les bénéfices comptables antérieurs à l'opération prennent une plus grande importance pour les investisseurs. Si ces derniers ne comprennent qu'imparfaitement l'incidence des choix comptables sur les bénéfices, les dirigeants sont également incités à gérer ces bénéfices, pour donner une meilleure image de leur entreprise, et obtenir un prix plus élevé.

La gestion des bénéfices par les dirigeants, dans le cas des introductions en bourse, a notamment été étudiée aux Etats-Unis par Teoh et al. (1998) et Chaney et Lewis (1998). L'autorité de marché américaine (la SEC) n'accorde pas aux dirigeants le droit de faire figurer des prévisions dans les prospectus, mais autorise la modification des choix comptables de façon rétrospective, pour toutes les années figurant dans les prospectus. Il s'agit d'une opportunité exceptionnelle offerte aux dirigeants pour ajuster le niveau et la croissance des bénéfices comptables des années préalables à

l'introduction. Certes, un auditeur doit vérifier ces informations comptables, mais il est uniquement tenu de certifier la conformité des choix comptables effectués par les dirigeants avec les normes comptables américaines (US GAAP) et non la pertinence de ces choix.

Les études montrent que de nombreuses entreprises « manipulent » les bénéfices comptables des années précédant l'introduction, afin de modifier la perception des investisseurs sur la distribution des flux futurs. Certes, à plus long terme les investisseurs réagissent à ces pratiques après avoir collecté de nouvelles informations (Teoh et al., 1998). En effet, l'évolution du prix des actions au cours des trois premières années de cotation est fonction de la manipulation comptable. Plus les ajustements ont été agressifs (la manipulation importante), plus les rentabilités ultérieures sont faibles. Pour les entreprises ayant augmenté le plus significativement leur bénéfice, la rentabilité des actions au bout de trois ans est très significativement inférieure à la rentabilité d'un investissement comparable. Ce résultat confirme l'idée que le marché sanctionne ultérieurement les dirigeants qui ont cherché à tromper les investisseurs au moment de l'introduction, en leur fournissant des informations trop optimistes sur la capacité de l'entreprise à dégager des flux de liquidités et sur son risque.

Pour éviter de supporter des coûts ultérieurs à l'opération, les dirigeants ont la possibilité d'utiliser les services d'intermédiaires de qualité, qui certifient la qualité des informations fournies dans les prospectus. Un tel choix permet, sans aucun doute, d'instaurer un climat de confiance avec les investisseurs.

2. Le choix des intermédiaires.

Deux catégories d'intermédiaires occupent une place majeure lors de l'introduction en bourse : l'auditeur, qui certifie la qualité des informations comptables et financières contenues dans le prospectus d'introduction, et les banques introductrices, dont le rôle est notamment de fixer le prix d'offre des actions avec les dirigeants et de garantir le placement des titres sur le marché. Ces partenaires de l'entreprise engagent leur réputation dans les fonctions de certification et de contrôle qui leur sont attribuées. Pour les investisseurs en situation d'incertitude, cette réputation joue un rôle

important, car elle crédibilise les informations communiquées par l'entreprise, et influence à ce titre leur participation à l'opération.

2.1. La sélection de l'auditeur.

L'auditeur, professionnel indépendant, certifie que l'information comptable et financière de l'entreprise est fidèle et cohérente. Il joue un rôle fondamental dans le processus de résolution des tensions informationnelles, puisque son intervention permet de discipliner le comportement discrétionnaire des dirigeants, notamment en terme de manipulation des résultats comptables (Becker et al., 1998 ; Francis et al., 1999).

Divers travaux ont mis en évidence que les fonctions de l'auditeur sont d'autant plus efficaces que la qualité de l'audit est élevée. Cette dernière, définie comme la capacité de l'auditeur à détecter puis à révéler toute irrégularité dans les comptes, est généralement appréhendée par la réputation du cabinet (Moizer, 1997). Les cabinets jouissant d'une bonne réputation sont en effet incités à maintenir une qualité de service différenciée afin de préserver leurs quasi-rentes (Klein et Leffler, 1981). Si les cabinets réputés réduisent la probabilité d'erreurs ou d'irrégularités dans les prospectus d'introduction, ceux-ci devraient être perçus comme plus crédibles par les investisseurs. En réduisant l'incertitude des investisseurs, la signature de l'auditeur permet donc de limiter la sous-évaluation à l'introduction.

D'après Hogan (1997), les dirigeants doivent réaliser un arbitrage entre les bénéfices liés au choix d'un cabinet réputé et son coût supérieur. Ils sélectionnent le type de cabinet qui minimise le coût total d'une sous-évaluation supérieure et d'un coût d'audit supplémentaire. Pour Titman et Trueman (1986), les émetteurs qui détiennent des informations privées favorables sur leur entreprise sont incités à sélectionner un cabinet réputé. Un tel choix signale de façon crédible la qualité de l'émetteur, car il ne peut pas être imité par un dirigeant détenant des informations défavorables. En retenant un auditeur de qualité, ce dernier court en effet le risque que l'auditeur détecte et révèle la véritable situation de l'entreprise. Dans ce cas, non seulement l'opération (telle que prévue) risque d'échouer, mais en plus, ce dirigeant devrait supporter le coût supplémentaire d'un audit de qualité.

Pour vérifier l'effet de signalisation, les travaux se focalisent sur l'impact de la réputation de l'auditeur (mesurée par l'appartenance à l'un des « Big Five ») sur les rentabilités anormales enregistrées le premier jour de cotation. Si de rares études ne trouvent pas d'effet significatif, les recherches conduites par Beatty (1989), Michaely et Shaw (1995), Holland et Horton (1993) et Broye (2001) vérifient que le choix d'un « Big Five » permet de réduire le coût de la sous-évaluation.

Enfin, il faut noter que d'autres gains peuvent être réalisés par les dirigeants en possession d'informations favorables, qui choisissent un auditeur de qualité. En particulier, ce choix offre la possibilité aux dirigeants de réduire le pourcentage de capital qu'il doit conserver pour communiquer ses anticipations favorables au marché (Datar et al., 1991). Par ailleurs, le gain est fonction du risque spécifique des entreprises. A un risque plus élevé, impliquant des coûts d'agence importants, correspond un bénéfice plus élevé si les informations sont certifiées par un auditeur jouissant d'une bonne réputation (Clarkson et Simunic, 1994 ; Firth et Liao-Tan, 1998).

2.2. Le choix des banques introductrices.

Pour s'introduire en bourse, les entreprises utilisent également les services d'une banque introductrice, qui participe à l'évaluation des actions et se charge de placer les titres dans le public. La banque engage sa réputation lorsqu'elle certifie que le prix d'offre reflète toute l'information publique et privée concernant l'entreprise candidate (Beatty et Ritter, 1986). Puisque les banques, comme les auditeurs, reçoivent des rentes sur leur capital réputationnel, elles sont incitées à ne pas tricher sur le prix d'offre qu'elles proposent.

En fait, si la banque sous-évalue trop les titres, elle perd de futurs émetteurs, et si elle ne sous-évalue pas assez, elle risque de perdre des investisseurs potentiels. Puisque la banque n'a pas intérêt à salir sa réputation et que les investisseurs peuvent observer leur historique d'introductions, la certification apportée par la banque peut être considérée comme crédible (Chemmanur et Fulghieri, 1994). Pour Nanda et Yun (1997), une des principales conséquences du phénomène de réputation réside dans le risque de perte de parts de marché pour les banques qui ne proposent pas un prix d'offre optimal. Dunbar (2000) examine la relation entre l'évaluation des titres émis et l'évolution des

parts de marché des banques. Ses résultats montrent que pour les banques ayant une réputation établie, une surévaluation initiale ou une forte sous-évaluation ont un effet négatif sur l'évolution des parts de marché.

Au même titre que les auditeurs, les banques introductrices réputées jouent donc un rôle important pour signaler la qualité des introductions en bourse (Carter et Manaster, 1990). Les entreprises « de bonne qualité », souhaitant limiter la sous-évaluation de leurs titres, tentent de révéler leurs caractéristiques au marché en sélectionnant une banque prestigieuse. A leur tour les banques prestigieuses, pour maintenir leur réputation, cherchent à s'associer aux introductions les moins risquées (Wolfe et al., 1994). Ainsi, le choix d'une banque réputée constitue un signal favorable concernant le risque de l'introduction. Pour vérifier cette hypothèse, divers travaux se sont attachés à mesurer l'impact de la réputation de la banque sur les rendements initiaux des titres émis. Les résultats sont toutefois mitigés, ce qui est certainement lié à la difficulté de mesurer la réputation de la banque (Carter et al., 1998). Certaines études confirment l'hypothèse de signal (notamment Michaely et Shaw, 1995 ; Carter et al., 1998 ; Broye, 2001), tandis que d'autres ne trouvent pas d'effet significatif (Holland et Horton, 1993 ; Willenborg, 1999).

Outre leur rôle de certification, les banques sont susceptibles de jouer un rôle de contrôle des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires et des investisseurs. Hansen et Torregrosa (1992) établissent que ce contrôle améliore la performance de l'entreprise et réduit les coûts d'agence, et implique par conséquent un accroissement de la valeur de la firme. Il y a création de valeur car un contrôle par la banque apporte une évaluation crédible des mécanismes de contrôle interne et des efforts fournis par l'équipe dirigeante. Selon Jain et Kini (1999) et Carter et al. (1998), cet effet de création de valeur persiste sur le long terme. En effet, les entreprises introduites par des banques réputées offrent une meilleure performance, boursière et opérationnelle, sur un horizon de trois ans après l'introduction, que les entreprises associées aux banques moins réputées. Par ailleurs, Jain et Kini (1999) montrent qu'il existe une réelle demande de la part des émetteurs pour un contrôle de la part des banques introductrices, et que cette demande augmente lorsque les autres mécanismes de contrôle mis en place dans l'entreprise sont moins efficaces. Ils vérifient en particulier que la rémunération est inversement liée à la part de capital retenue par les dirigeants.

3. Conclusion

L'ensemble des informations communiquées dans les prospectus d'introduction permet de réduire l'asymétrie informationnelle et l'incertitude qui entourent l'opération et, par conséquent, la sous-évaluation à l'introduction des entreprises. En particulier, les investisseurs sont particulièrement attentifs aux bénéfices prévisionnels divulgués par les dirigeants, et à un degré moindre aux bénéfices comptables des entreprises n'ayant pas publié d'informations prévisionnelles dans les prospectus.

Divers travaux permettent de conclure que les prévisions de bénéfices publiées par les dirigeants sont relativement « optimistes » dans de nombreux pays (Canada, Angleterre, Australie), bien qu'étant significativement plus précises que les prévisions effectuées à l'aide de modèles statistiques utilisant des données historiques. Si les prévisions véhiculent donc de l'information privée aux investisseurs, il apparaît cependant que les informations fournies aux investisseurs sont manipulées.

Ces résultats confirment l'idée que les dirigeants cherchent à modifier positivement la perception des investisseurs sur la distribution des flux de liquidités futurs de l'entreprise. Une telle « gestion » de l'information, destinée à obtenir un prix plus élevé, ne permet cependant que de transférer dans le temps le coût de la sous-évaluation et ne supprime en aucun cas ce dernier. En effet, avec l'arrivée de nouvelles informations, les investisseurs (qui ne sont pas naïfs) sanctionneront ultérieurement les dirigeants de l'entreprise. Un tel comportement n'est donc en aucun cas favorable au développement de relations de confiance à long terme avec les investisseurs.

Pour limiter les coûts ultérieurs à l'introduction, liés à des sanctions juridiques ou à des sanctions de marché, les dirigeants ont intérêt à apporter des garanties sur la qualité des informations fournies dans les prospectus. En particulier, la présence d'intermédiaires financiers jouissant d'une bonne réputation aux côtés des dirigeants est souhaitable.

Le prestige des intermédiaires joue un rôle important pour les investisseurs en situation d'incertitude et d'asymétrie d'information. De nombreuses études empiriques montrent que la sélection d'auditeurs et de banques réputés permet, en véhiculant une information crédible sur la

qualité des informations fournies, de réduire la sous-évaluation des titres. Le choix de partenaires réputés représente donc pour l'émetteur une décision importante lui permettant de limiter le coût de l'introduction à court terme, mais également à long terme en garantissant aux actionnaires un meilleur contrôle.

Si les intermédiaires apportent une certaine garantie au marché, un problème de crédibilité demeure cependant, dans la mesure où ces derniers peuvent toujours être soupçonnés de privilégier les intérêts de l'entreprise au détriment de ceux des investisseurs afin de maximiser leur propre utilité. Dans le cas des auditeurs se pose notamment le problème du renouvellement du mandat comme source potentielle de conflits d'intérêt. L'auditeur, nommé et rémunéré par l'entreprise, est susceptible de succomber aux pressions des dirigeants pour des raisons économiques, voire même affectives. Quant aux banques introductrices, la nature du conflit est similaire entre une volonté de soigner sa réputation et la nécessité de préserver sa clientèle dans le but notamment d'être présent lors des opérations financières futures de l'entreprise. Ces problèmes de conflit d'intérêt se reflètent par exemple au travers des comportements des analystes financiers affiliés aux banques introductrices. Il apparaît que ces derniers affichent un optimisme exagéré quant aux prévisions de croissance des entreprises clientes de la banque apparentée dans le but d'attirer les investisseurs et de garantir le succès de l'introduction (Michaely et Womack, 1999 ; Dechow et al., 2000). Toutefois les auteurs cités mettent en évidence une relation directe entre le suroptimisme des analystes affiliés et la contre-performance à plus long terme des entreprises qui en ont fait l'objet. Ces résultats illustrent une fois encore l'apparition d'une sanction à long terme pour les entreprises surévaluées exagérément à l'émission.

Cet article s'est exclusivement intéressé à l'utilisation de l'information financière et au choix des intermédiaires qui certifient et contrôlent cette information comme moyens de réduire l'incertitude des investisseurs, et par conséquent le coût de la sous-évaluation. D'autres mécanismes peuvent bien sûr permettre à l'émetteur de signaler ses anticipations favorables. C'est notamment le cas de la rétention des actions par les actionnaires d'origines. En conservant une fraction plus élevée d'actions, les émetteurs signalent les bonnes perspectives de développement et de profitabilité puisqu'ils cherchent à en profiter personnellement.

Références

- R. Aggarwal et P. Rivoli, 1990, « Fads in initial public offering market », *Financial Management*, 19, 45-57.
- R. Beatty, 1989, « Auditor reputation and the pricing of Initial Public Offerings », *The Accounting Review*, Octobre, 693-709.
- R. Beatty et J.Ritter, 1986, « Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- C. Becker, M. Defond, J. Jiambalvo, K.R. Subramanyam, 1998, « The effect of audit quality on earnings management », *Contemporary Accounting Research*, Spring, 1-24.
- G. Broye, 2001, « Choix des cabinets d'audit et évaluation des titres introduits au second marché », *Comptabilité Contrôle Audit*.
- R. Carter et S. Manaster, 1990, « Initial Public Offerings and underwriter reputation », *The Journal of Finance*, Septembre, 1045-1067.
- R. Carter, F. Dark, A. Singh, 1998, « Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks », *The Journal of Finance*, Février, 285-311.
- P. Chaney et C. Lewis, 1998, « Income smoothing and underperformance in initial public offerings », *Journal of Corporate Finance*, 4, 1-29.
- T. Chemmanur et P. Fulghieri, 1999, « A theory of the going-public decision », *Review of Financial Studies*; 12, 249-79.
- T. Cheng et M. Firth, 2000, « An empirical analysis of the bias and rationality of profit forecasts published in new issue prospectuses », *Journal of Business Finance and Accounting*, 27, 423-446.
- P. Clarkson, A. Dontoh, G. Richardson et S. Sefcik, 1992, « The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses », *Contemporary Accounting Research*, 8, 601-626.
- P. Clarkson et D. Simunic, 1994, « The association between audit quality, retained ownership, and firm-specific risk in US vs. Canadian IPO markets », *Journal of Accounting and Economics*, 17, 207-228.
- S. Datar, G. Feltham, J. Hughes, 1991, « The role of audits and audit quality in valuing new issues », *Journal of Accounting and Economics*, 14, 3-49.

P. Dechow, A. Hutton et R. Sloan, 2000, « The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings », *Contemporary Accounting Research*, 17, 1-32.

C. Dunbar, 2000, « Factors affecting investment bank Initial Public Offering market share », *Journal of Financial Economics*, 55, 3-41.

A.M. Faugeron-Crouzet et E. Ginglinger, 2001, « Introduction en bourse et émission d'actions nouvelles sur le marché français », *Finance*, Décembre.

M. Firth, 1998, « IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns », *Applied Financial Economics*, 8, 29-39.

M. Firth, B. Kwok, C. Liao-Tau et G. Yed, 1995, « Accuracy of profit forecasts contained in IPO prospectuses », *Accounting and Business Review*, 2, 55-83.

M. Firth et C.K. Liao-Tan, 1998, « Auditor quality, signalling, and the valuation of Initial Public Offerings », *Journal of Business, Finance and Accounting*, Janvier/ Mars, 145-165.

M. Firth et A. Smith, 1992, « The accuracy of profits forecasts in initial public offering prospectuses », *Accounting and Business Research*, 22, 87, 239-247.

J. Francis, E. Maydew, H.C. Sparks, 1999, « The role of big 6 auditors in the credible reporting of accruals », *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Fall, 17-34.

R. Hansen et P. Torregrosa, 1992, « Underwriter compensation and corporate monitoring », *The Journal of Finance*, Septembre, 1537-1555.

C. Hogan, 1997, « Costs and benefits of audit quality in the IPO market : A self-selection analysis », *The Accounting Review*, Janvier, 67-86.

K. Holland et J. Horton, 1993, « Initial Public Offerings on the unlisted securities market: The impact of professional advisers », *Accounting and Business Research*, 24, 19-34.

B. Husson et B. Jacquillat, 1990, « Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché », *Finance*, 11, 123-134.

B. Jain et O. Kini, 1999, « On investment banker monitoring in the new issues market », *Journal of Banking and Finance*; 23, 49-84.

R. Jelic, B. Saadouni et R. Briston, 1998, « The accuracy of earnings forecasts in IPO prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange », *Accounting and Business Research*, 29, 57-72.

K. Keasey et P. McGuinness, 1991, « Prospectus earnings forecasts and the pricing of new issues on the Unlisted Securities Market », *Accounting and Business Research*, 21, 133-145.

M. Kim et J. Ritter, 1999, « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, 53, 409-437.

B. Klein et K. Leffler, 1981, « The role of market forces in assuring contractual performance », *Journal of Political Economy*, Août, 615-641.

P. Lee, S. Taylor, C. Yee et M. Yee, 1993, « Prospectus earnings forecasts : evidence and explanations », *Australian Accounting Review*, Mai, 21-32.

T. Loughran et J. Ritter, 1995, « The new issues puzzle », *The Journal of Finance*, 50, 23-51.

T. Loughran, J. Ritter et K. Rydqvist, 1994, « IPOs : International insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.

M. Magnan et D. Cormier, 1997, « The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting », *The Journal of Financial Analysis*, Spring, 6-17.

R. Michaely et W. Shaw, 1995, « Does the choice of auditor convey quality in an Initial Public Offering? », *Financial Management*, 14, 15-30.

R. Michaely et K. Womack, 1999, « Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations », *The Review of Financial Studies*, 12, 653-686.

W.H. Mikkelson, M.M. Partch et K. Shah, 1997, « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics*, 44, 281-307.

P. Moizer, 1997, « Auditor reputation : the international empirical evidence », *International Journal of Auditing*, 1, 61-74.

V. Nanda et Y. Yun, 1997, « Reputation and financial intermediation: an empirical investigation of the impact of IPO mispricing on underwriter market value », *Journal of Financial Intermediation*, 6, 39-63.

K. Pedwell, H. Warsame et D. Neu, 1994, « The accuracy of Canadian and New-Zealand earnings forecasts : a comparison of voluntary versus compulsory disclosures », *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 3, 221-236.

K. Rock, 1986, « Why new issues are underpricing », *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.

A. Schatt et T. Roy, 2002, « Modification de la structure de propriété et valorisation des entreprises introduites en bourse », *Banque & Marchés*, Novembre-Décembre, 55, 19-29.

A. Schatt et T. Roy, 2002, « Quelques réflexions sur l'évaluation des entreprises », *Revue Française de Comptabilité*, Décembre, 442, Mars, 28-30.

P. Sentis, 2001, « Performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995 », *Finance*, 22, 87-118.

S. Teoh, I. Welch et T. Wong, 1998, « Earnings management and the long-run performance of initial public offerings », *The Journal of Finance*, 53, 1935-1974.

S. Titman et B. Trueman, 1986, « Information quality and the valuation of new issues », *Journal of Accounting and Economics*, June, 159-172.

M. Willenborg, 1999, « Empirical analysis of the economic demand for auditing in the Initial Public Offerings market », *Journal of Accounting Research*, Spring, 225-238.