

## **12. Information comptable et hypothèse de fixation fonctionnelle des investisseurs.**

Si les marchés sont efficients et si l'hypothèse de rationalité des investisseurs est valide, le lissage comptable des résultats, qui n'a aucune incidence sur les cash-flows, ne devrait pas affecter la valeur de l'entreprise. En revanche, selon l'hypothèse de fixation fonctionnelle, les investisseurs pourraient être systématiquement trompés par les changements de procédures comptables.

Pour expliquer les décisions comptables des dirigeants, la "comptabilité comportementale" qui étudie le traitement de l'information comptable par ses utilisateurs a avancé l'hypothèse de la fixation fonctionnelle. Celle-ci stipule qu'un décideur est a priori incapable de modifier son processus décisionnel à la suite d'un changement dans la façon dont l'information comptable est fournie. Si les extraits fournis par la comptabilité portent la même étiquette telle que "résultat net", les décideurs qui sont censés intégrer toutes les subtilités de la comptabilité ont tendance à faire abstraction du fait qu'il existe une diversité de méthodes pour calculer ces extraits<sup>1</sup>. C'est ce que l'on appelle la fixation fonctionnelle. L'hypothèse de fixation fonctionnelle postule donc une relation mécanique entre les résultats comptables et les cours boursiers. Elle suppose que le marché est systématiquement abusé par les procédures comptables. Elle prédit qu'une modification comptable qui augmente les résultats est systématiquement accompagnée d'un rendement anormal positif des titres (et inversement) quel que soit l'effet du changement comptable sur la valeur actuelle des cash-flows attendus de la firme.

Par conséquent, si une réaction boursière est observée à l'annonce d'un changement de méthode d'amortissement ou de valorisation des stocks alors que ce changement n'affecte ni les cash-flows de l'entreprise, ni son risque, ceci peut signifier que les investisseurs souffrent de fixation fonctionnelle. Ainsi, Jensen (1966) et Dopuch et Ronen (1973) ont conduit

---

<sup>1</sup> Voir Ashton (1976) ; Barnes et Webb (1986) ; Bloom, Elgers et Murray (1984) ; Chang et Birnberg (1977) ; Haka, Friedman et Jones (1986) ; Hand (1990) ; Harris et Ohlson (1990) ; Ijiri, Jaedicke et Knight (1966) ; March (1987) ; Moon (1990) ; Tinic (1990) ; Wilner et Birnberg (1986).

des études expérimentales qui supportent cette hypothèse. Leurs études tendent à montrer que des sujets (étudiants, analystes financiers) ne prennent pas en compte dans leur analyse les variations de résultat qui ne sont dues qu'à l'utilisation d'une nouvelle méthode comptable.

D'autres études semblent confirmer une relative irrationalité des investisseurs. Ainsi, Hand (1990) propose la vérification d'une position médiane entre l'hypothèse d'efficience des marchés qui postule la rationalité des investisseurs et l'hypothèse de fixation fonctionnelle. En réponse aux données comptables, le prix des titres boursiers d'une firme est parfois fixé par des investisseurs avertis et parfois par des investisseurs non avertis. Il vérifie cette hypothèse en analysant la réaction du prix du titre boursier à la suite de la publication des bénéfices trimestriels dans les états financiers intermédiaires des entreprises qui ont effectué des échanges de dettes à long terme contre des actions. Ces opérations génèrent des gains comptables dont l'ampleur est habituellement révélée au moment de la publication du bénéfice trimestriel. Cependant, un investisseur averti serait en mesure d'évaluer le montant du gain au moment de l'annonce de l'opération elle-même. Si les marchés sont efficients et si les cours sont déterminés par des investisseurs avertis, il ne devrait y avoir aucune réaction boursière associée au gain au moment de la publication du bénéfice. En effet, le gain comptable pour ce type d'opération ne fait que refléter une réalité économique déjà connue. Si, au contraire, les marchés boursiers souffrent de fixation fonctionnelle et que les cours des titres sont déterminés par des investisseurs non avertis, une réaction boursière associée au gain devrait s'observer à l'annonce du bénéfice. Les résultats semblent indiquer que les marchés boursiers ne sont pas complètement efficients face à ce type d'opération et que des investisseurs non avertis semblent fixer les cours des titres. Ces résultats sont cependant à interpréter avec prudence puisque le modèle empirique utilisé par Hand explique moins de 4% du rendement anormal réalisé par les entreprises de l'échantillon pour la période de deux jours entourant l'événement considéré.

De même, Harris et Ohlson (1990) montrent que la valeur comptable des sociétés pétrolières est pertinente dans la mesure où elle est corrélée avec la valeur boursière. Ils se demandent alors si la significativité de la valeur comptable résulte de la pertinence de l'information comptable ou si les

investisseurs souffrent de fixation fonctionnelle sur les valeurs comptables. Pour répondre à cette question, Harris et Ohlson cherchent à déterminer s'il est possible de construire une stratégie de placement rentable sur la base de l'information contenue dans les bilans des sociétés pétrolières. Dans un premier temps, les auteurs divisent la valeur boursière de chaque entreprise par le nombre de barils de pétrole qu'elle possède, cette information étant publique. Le ratio ainsi obtenu est une indication de la valeur attribuée par le marché à chaque baril détenu en réserve par l'entreprise. L'échantillon est par la suite séparé en deux selon la position de l'entreprise par rapport à la médiane de l'échantillon pour le ratio valeur boursière-barils. Les titres surévalués sont alors vendus à découvert et les titres sous-évalués sont achetés. Une telle stratégie de placement génère des rendements anormaux positifs. Ceci suggère que les marchés sont inefficients dans la mesure où les investisseurs n'utilisent pas correctement les valeurs comptables pour déterminer les valeurs boursières. Il faut toutefois admettre que cette conclusion peut aisément être remise en cause car Harris et Ohlson n'intègrent pas le risque de la firme dans l'évaluation des rendements anormaux. De plus, les entreprises des sous-échantillons peuvent être fondamentalement différentes à d'autres égards, lesquels peuvent être corrélés avec la mesure valeur boursière-barils. Notons aussi que l'analyse de Tinic (1990) indique que les résultats obtenus par Harris et Ohlson pourraient venir des effets de la crise pétrolière de 1979-1980, qui a entraîné une forte hausse des prix. En reprenant l'étude de Harris et Ohlson sans intégrer les données relatives à cette période, Tinic montre que les résultats obtenus perdent de leur significativité.

\*

\* \*

Afin de déterminer le degré de rationalité des investisseurs face à l'information comptable et de compléter les conclusions de Harris et Ohlson (1990) ou Tinic (1990), nous examinerons, dans le paragraphe qui suit, la littérature relative à l'étude de la réaction des cours boursiers autour de la date de publication d'une modification comptable<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La méthodologie utilisée par ces travaux a été exposée chapitre 4, section 1, pages 149 et 150.

### **13. Panorama des études consacrées à l'impact des changements comptables sur la valeur de la firme<sup>1</sup>.**

Cette examen de la littérature dissociera deux types de changements comptables : les changements comptables n'ayant aucun impact sur l'impôt dû par la société et par conséquent sur les cash-flows et les changements ayant un impact sur les cash-flows de la firme par le biais de l'impôt. Les changements avec impact fiscal concernent principalement l'adoption de la méthode LIFO pour évaluer les stocks. Celle-ci augmente les cash-flows de la firme puisqu'elle minore l'impôt dû mais, parallèlement, elle diminue le résultat publié. Par conséquent, un investisseur rationnel réagira favorablement à la diminution d'impôt sans se soucier de l'effet sur le résultat alors qu'un investisseur naïf ne considérera que la baisse du résultat.

#### **131. La réaction du marché à l'annonce d'une modification comptable n'ayant aucun impact fiscal.**

Comme il est postulé que les investisseurs sont rationnels, une modification comptable n'ayant aucun effet sur l'impôt dû par la firme et par conséquent sur ses cash-flows ne devrait pas s'accompagner d'une réaction boursière. Si une variation des cours boursiers est observée autour de la date de publication du changement, elle peut avoir différentes significations :

(1) La méthodologie est mal définie : la date de publication du changement comptable, les modèles utilisés, la période d'observation des cours sont mal définis.

(2) Un autre événement simultané au changement comptable a pu entraîner une réaction des cours ; l'observation des cours n'est pas faite "toutes choses égales par ailleurs".

(3) Le changement comptable a un "contenu informatif" : dans un cadre d'asymétrie d'information, il est possible que le changement ait permis au dirigeant de transmettre un signal aux investisseurs. Le fait, par exemple,

---

<sup>1</sup>Un tableau récapitulatif des méthodologies et conclusions de ces études a été dressé pages 180 et s.

d'immobiliser les dépenses de recherche et développement au lieu de les porter en charges peut signifier que des projets ont de sérieuses chances d'aboutir et que l'entreprise offre de bonnes perspectives futures.

(4) La réaction boursière signifie que les investisseurs se laissent tromper par les manipulations comptables. Cette dernière interprétation remet en cause l'hypothèse d'efficience des marchés et ouvre la porte à de nouveaux paradigmes de recherche tels que le paradigme de fixation fonctionnelle.

L'analyse de la réaction boursière lors d'une modification comptable sans effet sur l'impôt dû par la société sera conduite en se référant à cinq travaux portant sur la méthode d'amortissement et la méthode de report du crédit d'impôt lié à l'investissement : Comiskey (1971) ; Archibald (1972) ; Kaplan et Roll (1972) ; Ball (1972) ; Cassidy (1976).

#### **1311. Comiskey (1972).**

Comiskey étudie l'impact sur les cours boursiers d'un changement de méthode d'amortissement lorsque l'entreprise passe du système dégressif au système linéaire en comptabilité alors qu'elle maintient le système dégressif en fiscalité. Le changement s'accompagne d'une augmentation du résultat comptable par action mais n'améliore pas les performances économiques réelles de la firme. Dans un contexte d'efficience des marchés, le cours de l'action ne devrait pas augmenter lors du changement comptable. Le PER (Price Earnings Ratios) devrait donc "toutes choses égales par ailleurs" diminuer.

Comiskey base ses tests sur un échantillon de 11 sociétés appartenant au secteur de l'acier. Il va comparer les PER des firmes de son échantillon avant et après le changement de méthode d'amortissement. Il va procéder de même sur un groupe de contrôle constitué de 14 firmes appartenant au même secteur et n'ayant réalisé aucun changement de méthode d'amortissement.

A partir d'une table de contingence et d'un test du Khi-deux, Comiskey montre que les PER des deux groupes de firmes ne se comportent pas de la

même façon. Les PER des firmes ayant changé de méthodes d'amortissement diminuent relativement plus que les PER du groupe de contrôle. Les résultats sont donc en accord avec l'hypothèse d'efficacité des marchés.

Cependant, le mode de détermination du groupe de contrôle est critiquable. De façon idéale, il ne doit différer du groupe expérimental que sur une seule dimension : la variable étudiée. Dans cette étude, il apparaît que la taille des firmes du groupe de contrôle est en moyenne plus petite que la taille des firmes du groupe expérimental. Par conséquent, les différences de comportement entre ces deux groupes peuvent être dues aux différences de taille. De plus, ses deux échantillons sont de très petite taille et limitent la généralisation des conclusions de son étude. Surtout, Comiskey n'isole pas les variations du cours boursiers dus aux mouvements économiques généraux et non spécifiques à la firme. Or, le changement comptable n'a un impact que sur la composante spécifique du rendement. En conclusion, Comiskey met en évidence l'existence possible d'une relation entre les choix comptables et la taille de l'entreprise, relation qui sera confirmée, par la suite, par la théorie politico-contractuelle de la comptabilité.

Archibald (1972) reprend l'objectif de l'étude de Comiskey mais étudiera la réaction du marché après avoir isolé la variation du cours boursier due aux mouvements économiques généraux.

### **1312. Archibald (1972).**

Archibald se propose également d'étudier l'impact de l'adoption d'une nouvelle méthode comptable d'amortissement en comptabilité (et non en fiscalité) sur les cours boursiers de la firme réalisant le changement.

Pour ce faire, Archibald se réfère au modèle de marché pour mesurer les rendements de l'action dus aux mouvements généraux du marché et étudier le comportement des rendements anormaux :

Archibald définit la date de publication du changement de méthode d'amortissement comme étant le mois de publication du changement comptable dans le "Wall Street Journal" ou la date de publication du résultat

concerné par ce changement lorsque la date de publication du changement comptable n'est pas explicitement connue. La régression est estimée à partir d'un échantillon de 65 firmes cotées en Bourse. Les rendements anormaux sont observés sur une période allant de 24 mois avant et après le changement.

Archibald donne deux interprétations à l'évolution observée des rendements anormaux :

- Avant le changement, une baisse des taux de rendement est observée puisque les firmes traversent des périodes de crise. Par le changement, le dirigeant a voulu afficher de meilleurs résultats. La performance du titre devient positive le mois du changement et les mois qui suivent il y a davantage de rendements anormaux positifs que négatifs ce qui tendrait à montrer que l'investisseur est naïf.

- Après le changement, il y a de nombreux rendements anormaux négatifs ce qui tend à montrer que l'effet favorable du changement sur les cours est peu plausible et que les investisseurs sont rationnels.

Selon Archibald, il y a plus d'arguments qui supportent l'hypothèse de l'investisseur naïf que d'arguments supportant l'hypothèse d'efficience des marchés bien que sa position soit critiquable.

Les critiques opposées à Archibald constitueront les principales améliorations méthodologiques des travaux empiriques qui suivront. Ces critiques sont les suivantes. Archibald ne définit aucun groupe de contrôle qui lui permettrait pourtant de confirmer ou d'infirmer ses conclusions (à condition qu'il soit identique au groupe expérimental sauf pour la variable étudiée). Ses calculs auraient dû porter sur les rendements anormaux moyens cumulés afin de dégager une tendance générale plutôt que sur les rendements anormaux moyens. La divulgation éventuelle du changement comptable est observée sur quatre ans ce qui paraît être une période d'étude un peu longue d'où la difficulté de neutraliser l'impact des informations nouvelles arrivant sur le marché. De plus, il y a le plus souvent confusion entre la date de publication du changement et la date de publication du résultat de telle sorte qu'on ne sait pas auquel des deux événements le marché réagit. Une amélioration

méthodologique importante par la suite consistera également à tenir compte des variations du risque de la firme lors du changement comptable.

### **1313. Kaplan et Roll (1972).**

Kaplan et Roll (1972) se proposent de tester la réaction des marchés financiers lorsque les firmes changent de méthodes comptables pour publier le crédit d'impôt lié à l'investissement<sup>1</sup> ou lorsqu'elles changent de méthode d'amortissement<sup>2</sup>.

L'échantillon est constitué de 332 firmes. Parmi ces 332 firmes, 55 firmes n'ont pas changé de méthodes comptables. Le changement comptable est supposé être rendu public à la date de publication du résultat concerné par ce changement, cette date est relevée dans le Wall Street Journal.

Kaplan et Roll utilisent le modèle de marché pour isoler la variation des taux de rendement hebdomadaires de la firme expliquée par les conditions économiques générales. Ils conduisent une étude en coupes instantanées de façon à éliminer l'impact des événements qui ne concernent pas les changements de méthodes étudiés. Si le changement comptable affecte les cours boursiers, les rendements anormaux auront une moyenne différente de zéro à proximité de la date de publication des résultats.

L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés met en évidence que les titres des firmes qui ont vu leur résultat augmenter grâce au changement de méthode comptable de report du crédit d'impôt pour investissement montrent des rendements anormaux négatifs les 10 semaines autour de la publication du changement comptable. Après la date de publication du changement, le cumul des rendements anormaux moyens croît. De la 25<sup>ème</sup> à la 36<sup>ème</sup> semaine les rendements anormaux cumulés redeviennent positifs. Toutefois, à partir de la 39<sup>ème</sup> semaine, les titres

---

<sup>1</sup> Le crédit d'impôt lié à un investissement se constate en comptabilité soit entièrement l'année de l'acquisition de l'investissement, soit de façon étalée sur la durée d'utilisation du bien.

<sup>2</sup> La firme revient à un système d'amortissement linéaire en comptabilité tout en maintenant le système dégressif en fiscalité.

présentent de nouveau des rendements anormaux négatifs. La réaction boursière semble donc temporaire.

L'échantillon de contrôle montre également des rendements anormaux alors qu'aucun changement comptable n'a eu lieu. Or, cet échantillon ne devrait montrer aucun rendement anormal ce qui signifie que :

- ou l'échantillon a été constitué de façon non aléatoire,
- ou un événement non pris en compte dans l'étude peut expliquer les rendements anormaux des deux échantillons.

En ce qui concerne le changement de méthode d'amortissement, il apparaît que les firmes qui augmentent leurs résultats par le biais d'un changement de méthodes d'amortissement montrent des rendements anormaux positifs autour de la date de publication du changement mais ces rendements sont temporaires. Cependant, les résultats suggèrent aussi que les firmes qui font le changement connaissent de faibles performances (trend à la baisse des rendements anormaux cumulés avant le changement).

Les manipulations comptables semblent donc sans succès pour affecter de manière permanente les cours boursiers : les cours augmentent à la date de publication du changement mais de façon temporaire.

Il faut noter que l'étude de Kaplan et Roll porte sur la réaction boursière à court terme (observation des rendements hebdomadaires) mais ils font, comme les recherches précédentes, l'hypothèse implicite d'un risque constant avant et après le changement.

#### **1314. Ball (1972).**

Ball se propose d'étudier les réactions du marché boursier à différents types de changements comptables réalisés entre 1947 et 1960 en se référant lui aussi au modèle de marché. Il utilisera également un modèle dont les paramètres seront estimés en coupes instantanées.

Ses conclusions sont basées sur l'évolution des rendements anormaux moyens cumulés 100 mois avant et après le changement. Le mois de

publication du changement comptable correspond au mois de publication des résultats concerné par ce changement.

Le modèle en coupes instantanées permet d'estimer les risques systématiques ( $\beta$ ) des firmes afin de former 10 portefeuilles homogènes en terme de risque. Le fait d'estimer le modèle au niveau d'un portefeuille de titres plutôt qu'au niveau d'un titre individuel diminue l'erreur de mesure portant sur la variable indépendante  $\beta$ .

Comme le modèle précédent, les rendements anormaux moyens cumulés avant le changement sont négatifs (-16%). Par contre, après le changement, les rendements tendent vers zéro. Ball conclut que le marché semble ignorer les effets sur le résultat d'un changement comptable et par conséquent que l'investisseur n'est pas naïf face aux manipulations comptables.

### **1315. Cassidy (1976).**

Cassidy (1976) identifie 6 sources possibles de conflit pour expliquer les conclusions divergentes des tests empiriques précédents :

- (1) La nature du changement comptable étudié.
- (2) Le modèle d'évaluation utilisé.
- (3) L'utilisation de données mensuelles ou hebdomadaires.
- (4) La définition de la période d'étude.
- (5) La définition de la date de publication du changement comptable.
- (6) L'indice de marché employé.

Selon Cassidy, le modèle de marché et l'indice de marché choisis sont des éléments importants pour expliquer les résultats contradictoires d'une étude empirique à l'autre.

Il reprend l'étude de Kaplan et Roll en utilisant le modèle de marché défini par Archibald et en prenant l'indice de Fisher plutôt que l'indice calculé d'après la base de données "Standard et Poor" (indice hebdomadaire qui n'ajuste pas les dividendes).

Pour évaluer les coefficients des régressions, seuls les taux de rendement précédant le mois de publication des résultats sont utilisés. L'échantillon est divisé en quatre groupes :

- Le groupe 1 est formé des firmes qui continuent d'utiliser l'étalement du crédit d'impôt lié à l'investissement.
- Le groupe 2 est formé des firmes qui vont prendre en compte dans le résultat tous les crédits d'impôt liés à l'investissement (actuels ou passés).
- Le groupe 3 est formé des firmes qui vont continuer la méthode d'étalement pour les crédits d'impôt nés les années précédentes et adopter le non étalement pour les crédits actuels.
- Le groupe 4 est formé des firmes qui adoptent la méthode de non étalement du crédit d'impôt.

Cassidy s'attend à ce que si le groupe 3 montre une performance anormale alors le groupe 2 devrait montrer une performance au moins égale à celle du groupe 3. Comme la date du changement comptable est identique à la date de publication du résultat, il est difficile de dire si l'augmentation des cours observée est due au changement comptable (qui augmente le résultat) ou expliquée par la publication du résultat. Cette interprétation est renforcée par le fait que le groupe 2 et le groupe 3 étudié conjointement ont le même comportement que le groupe 1, ou que le groupe 2 seul. Par conséquent, les variations des rendements semblent aléatoires. Les résultats obtenus sont concordants avec ceux d'Archibald et de Ball. Ils infirment les conclusions de Kaplan et Roll.

\*

\* \*

Face à un changement comptable n'ayant aucun impact sur l'impôt dû par la société, on ne devrait pas observer de réaction du marché puisque la modification comptable n'a aucun impact sur les cash-flows de la firme. Par contre, lorsque les firmes changent de méthode d'évaluation des stocks, on devrait observer une réaction favorable du marché puisque ce changement autorise des économies fiscales bien que, parallèlement, les résultats publiés de la firme soient en baisse.

### **132. La réaction du marché à l'annonce de la modification de la méthode comptable d'évaluation des stocks.**

Aux Etats-Unis, de nombreuses entreprises ont dans les années soixante-dix adopté une nouvelle méthode d'évaluation des stocks. En période d'inflation et de stocks stables ou croissants, l'adoption de la méthode LIFO conduit, en effet, à l'ajournement de l'impôt. Comme l'adoption de la méthode LIFO diminue les résultats publiés et augmente les cash-flows de la firme suite à la réalisation d'économies d'impôts, la valeur actuelle de l'entreprise adoptant la méthode LIFO devrait augmenter<sup>1</sup>. Si les investisseurs sont rationnels, ils devraient être sensibles à la variation des cash-flows et non à la variation des résultats publiés. Il devrait donc s'en suivre une réaction positive du marché. Par contre, si les investisseurs sont naïfs, la marché devrait réagir défavorablement à la diminution des résultats publiés.

Toute la difficulté des travaux empiriques portant sur l'analyse de la réaction du marché financier à l'annonce de la modification de la méthode

---

<sup>1</sup> Selon Biddle et Lindahl (1982), les économies d'impôts liées au changement de méthode d'évaluation des stocks vont dépendre :

- du niveau des stocks futurs
- du coût d'achat des stocks futurs
- du taux d'imposition
- de la rotation des stocks
- du taux d'actualisation

L'économie d'impôt réalisée la première année et connue (comme l'entreprise doit publier en annexe l'effet du changement comptable sur le résultat l'année du changement) sert de "proxy" aux économies d'impôt totales permises par l'adoption de LIFO.

De plus, Abdel-Khalik et McKeown (1978) ajoutent que pour qu'il y ait une économie d'impôt suite à l'adoption de la méthode LIFO dans une économie inflationniste, il est nécessaire que :

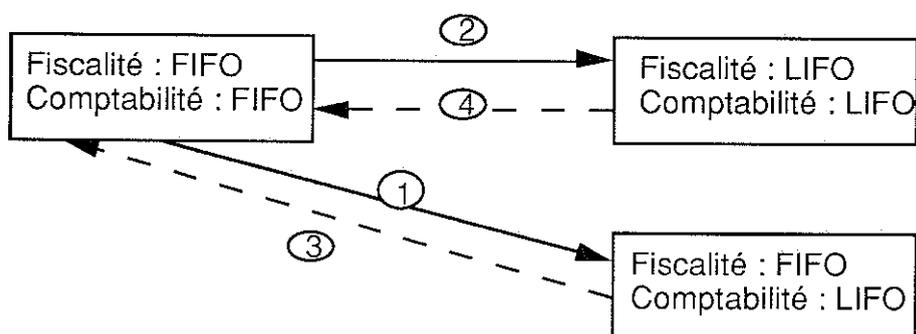
- l'adoption soit également faite en fiscalité
- la firme adoptant la méthode LIFO ne soit pas liquidée
- la tendance inflationniste des prix des matières stockées ne se renverse pas
- les taux d'imposition ne changent pas de façon à contrecarrer l'effet de l'adoption de LIFO sur le résultat et sur les cash-flows.

Par conséquent, les travaux empiriques portant sur l'adoption de la méthode LIFO doivent normalement vérifier au préalable que ces conditions sont remplies. Cette vérification est rarement conduite mais les travaux portent le plus souvent sur les années 1974-1975 où les conditions citées ci-dessus sont vérifiées dans leur ensemble.

d'évaluation des stocks sera de montrer que la variation du cours boursier est directement liée à l'économie d'impôts permise par l'adoption de la méthode LIFO.

### 1321. Sunder (1973).

Sunder (1973) se propose d'étudier l'impact d'un changement de méthode d'évaluation des stocks sur les cours boursiers. Pour ce faire, il identifie quatre cas de figures :



(1) Cas 1 : Les firmes qui adoptent ou étendent l'utilisation de la méthode LIFO en comptabilité et qui maintiennent la méthode FIFO en fiscalité : l'impôt sur les sociétés ne varie pas, les cash-flows sont identiques de même que la valeur de l'entreprise. Dans ce cas de figure, les firmes affichent des niveaux de résultats (actuels et futurs) inférieurs à ce qu'ils seraient avec la méthode FIFO. Si le marché réagit à la diminution de résultat, les cours boursiers devraient diminuer alors que si les investisseurs sont rationnels, aucune réaction du marché n'est attendue.

(2) Cas 2 : Les firmes qui adoptent la méthode LIFO en comptabilité et en fiscalité. Les résultats de la firme vont diminuer. De plus, la firme réalisera des économies d'impôts donc les cash-flows et la valeur de la firme devraient augmenter.

(3) Cas 3 : Les firmes qui abandonnent la méthode LIFO en comptabilité et maintiennent la méthode FIFO en fiscalité. Il n'y a pas d'incidence fiscale donc l'impôt sur les sociétés et les cash-flows sont

identiques. Les résultats publiés sous la méthode FIFO vont être supérieurs à ce qu'ils auraient été sous la méthode LIFO.

(4) Cas 4 : Les firmes qui utilisaient la méthode LIFO en comptabilité et fiscalité et qui l'abandonnent complètement pour utiliser la méthode FIFO en comptabilité et fiscalité. Le résultat publié est supérieur et s'accompagne d'une économie d'impôts. Par conséquent, la valeur de la firme augmente.

Sunder regroupe les deux premiers cas (groupe A) composés des firmes adoptant ou étendant l'utilisation de la méthode LIFO et regroupe les deux derniers cas de figure (Groupe B) composés des firmes restreignant l'utilisation de la méthode LIFO.

Si les prévisions des investisseurs sont faites à partir des résultats publiés (investisseurs naïfs), la valeur de marché des firmes du groupe A doit diminuer et celle du groupe B augmenter lors d'un changement comptable. Par contre, si les prévisions sont faites à partir de la valeur économique de la firme (investisseurs rationnels) c'est à dire à partir de l'actualisation des cash-flows, la valeur de marché du groupe A devrait augmenter et celle du groupe B diminuer.

Les hypothèses de Sunder sont donc :

Hypothèse 1 : Si les prévisions des investisseurs sont basées sur la valeur économique actuelle de la firme, un changement comptable qui augmente la valeur économique sera relié avec une augmentation du cours.

Hypothèse 2 : Si les prévisions des investisseurs sont basées sur les résultats publiés, un changement comptable qui fait varier les résultats aura une incidence sur le cours même si ce changement n'a aucun effet sur la valeur économique de la firme.

Par conséquent, si les changements comptables du groupe A (B) sont reliés respectivement avec une augmentation (diminution) du cours, ceci est en accord avec l'hypothèse 1. Si les changements comptables dans le groupe A (B) son reliés respectivement avec une diminution (augmentation) des cours, ceci est en accord avec l'hypothèse 2.

L'échantillon d'étude est constitué de 155 firmes dont 129 appartiennent au groupe A et 26 au groupe B. Le changement comptable est supposé rendu public à la fin de l'année fiscale du changement.

Si le marché est efficient, les rendements anormaux moyens déterminés par le modèle de marché sont un estimateur non biaisé de la réaction du marché à la modification comptable et les rendements anormaux moyens cumulés devraient être proches de zéro. Tout écart significatif peut être interprété comme étant relié avec le changement de méthode comptable. Les rendements anormaux seront observés un an avant le changement afin de détecter des informations dévoilées par d'autres circuits que les états financiers.

Sunder aboutit aux conclusions suivantes :

- \* Les cours boursiers des firmes du groupe A (adoptant la méthode LIFO) augmentent de 5,3% par rapport à l'indice de marché pendant les 12 mois précédents le changement. Pendant l'année suivant le changement, aucun trend des cours ne peut être mis en évidence (légère baisse).

- \* Les cours boursiers des firmes du groupe B (firmes adoptant la méthode FIFO) diminuent deux mois avant le changement et un an après le changement. Mais l'échantillon est trop petit pour avoir une significativité statistique.

- \* La réaction des cours du groupe de contrôle (120 firmes) est en contraste avec le groupe A.

Les résultats supportent donc le fait que l'ensemble des rendements anormaux observés pour le groupe B (adoption de la méthode FIFO) peut être obtenu par un groupe de titres aléatoire. De plus, il semble qu'il y ait des réactions liées à l'industrie. En effet, 18% des firmes du groupe A appartiennent au secteur de l'acier, 27% des firmes du groupe B au secteur textile et 19% du groupe B au commerce de détail. Cependant, si l'industrie de l'acier est exclue de l'échantillon A, la tendance dégagée précédemment reste valable encore valable.

Il semble donc, pour le groupe A (adoption de la méthode LIFO), que la publication du changement comptable et de ses conséquences sur l'impôt n'ait en moyenne aucun effet sur les prix du marché : aucune tendance

anormale des cours n'est observable 12 mois après la fin de l'année fiscale. Il se peut, cependant, que la décision de changer de méthode comptable soit publiquement connue avant la fin de l'année fiscale c'est à dire anticipée par le marché. Par conséquent, l'augmentation anormale des cours avant la fin de l'année fiscale signifierait que le marché répond favorablement et cette réponse serait en accord avec l'hypothèse 1 à savoir que le marché réagirait favorablement à l'augmentation des cash-flows.

Les résultats de cette étude n'apportent aucun support au fait que le marché réagisse de façon défavorable à une baisse de résultat due à la méthode LIFO. Au contraire, les cours boursiers ont une réaction positive anticipée. Par conséquent, soit l'augmentation du cours est due à l'avantage fiscal lié à l'adoption de la méthode LIFO, soit les firmes adoptant la méthode LIFO ont fait de bonnes affaires et alors la méthode LIFO signale les bonnes perspectives futures de l'entreprise.

On peut se demander pourquoi toutes les firmes n'adoptent pas la méthode LIFO en période d'inflation et de stocks stables ou croissants puisqu'elle autorise des économies d'impôts. Comme la méthode LIFO diminue les résultats publiés, le dirigeant peut être méfiant et envisager les conséquences possibles sur sa rémunération et sur son horizon de travail. De plus, les taux d'inflation ex-post ne reflètent pas toujours les taux d'inflation anticipés. En effet, différentes conditions sont nécessaires pour que le changement de méthode se traduise par des économies fiscales<sup>1</sup>. Les firmes maintenant la méthode FIFO pourraient appartenir à des industries où l'évolution anticipée des prix est à la baisse ce qui supprimerait l'avantage fiscal lié au changement de méthodes.

### **1322. Abdel-Khalik et McKeown (1978)**

Abdel-Khalik et McKeown (1978) se proposent d'étudier l'effet conjoint de deux facteurs sur le comportement des cours boursiers : le changement de méthode d'évaluation des stocks et le signe de la croissance attendue du résultat par action avant la publication du changement. L'idée de manipulation possible de l'information comptable est accentuée lorsque le

---

<sup>1</sup> Elles sont énoncées page 162 en bas de page.

résultat prévu est à la baisse par rapport au résultat de l'année précédente. Ainsi, Patell (1976) a montré que la révision des cours boursiers est reliée avec les prévisions des résultats : elle est positive lorsque les prévisions de résultat sont optimistes et inversement lorsque les prévisions sont pessimistes.

L'étude d'Abdel-Khalik et McKeown porte sur l'adoption de la méthode LIFO comme méthode d'évaluation des stocks. Deux groupes de firmes sont étudiés :

- un groupe expérimental composé des firmes ayant adopté la méthode LIFO divisé lui-même en deux sous-groupes :

\* S<sup>+</sup> si les prévisions de résultats<sup>1</sup> sont supérieures au résultat réel (76 firmes).

\* S<sup>-</sup> si les prévisions de résultat sont inférieures au résultat réel (31 firmes).

- un groupe de contrôle composé des firmes n'ayant pas changé de méthodes comptables, divisé en deux sous-groupes, C<sup>+</sup> et C<sup>-</sup>, selon les mêmes critères que précédemment.

Les échantillons sont appariés selon la direction attendue du résultat par action et également selon le risque (bêta) de la firme après élimination des firmes dont le risque est instable.

Le modèle de marché est utilisé afin d'isoler le rendement lié à l'événement étudié. Une analyse de variance permet d'étudier l'effet conjoint du changement comptable et du signe de la croissance attendue du résultat par action sur le comportement des cours boursiers.

Abdel-Khalik et McKeown (1978) concluent que la variation anormale du cours boursier reliée au changement de méthode d'évaluation des stocks a été conditionnée par le signe attendu de la croissance du résultat par action avant la date du changement. Ceci confirme l'idée que les manipulations sont beaucoup plus importantes quand le résultat prévu est à la baisse. La réaction

---

<sup>1</sup> Par hypothèse, le résultat prévu en t est égal au résultat réel de t-1.