

du marché financier observée peut s'expliquer soit par l'effet du changement sur le résultat de la firme, soit par le niveau du résultat prévu par rapport au résultat de l'année précédente, soit encore par ses deux éléments conjointement.

1323. Brown (1980)

Généralement, les travaux portant sur l'analyse de la réaction boursière suite à un changement comptable conduisent leur méthodologie de façon à déterminer la réaction du marché à long terme. Brown (1980), comme Kaplan et Roll (1972), se propose d'étudier la réaction du marché à court terme. En effet, à court terme, le changement de méthode comptable a pu permettre aux investisseurs les plus sophistiqués de réaliser des bénéfices aux dépens des investisseurs les moins sophistiqués.

Comme précédemment, le modèle de marché va permettre d'isoler les effets sur le rendement d'un titre des événements économiques généraux. L'indice des rendements du marché est évalué d'après la base de données "Standard and Poor¹".

L'analyse à court terme du marché porte sur les cours boursiers hebdomadaires. Les paramètres du marché sont estimés sur une période de 2 ans et demi et l'estimation exclut les taux de rendement proches du changement (12 semaines avant et 10 semaines après le changement).

Brown propose trois procédures pour mesurer l'impact du changement sur les cours :

(1) La comparaison des résidus moyens cumulés entre les firmes adoptant la méthode LIFO et celles n'adoptant pas la méthode LIFO.

(2) L'évaluation de l'effet en pourcentage de la méthode LIFO sur le résultat publié et l'étude de sa corrélation avec les rendements anormaux.

(3) L'évaluation de l'impact économique de la méthode LIFO et l'étude de sa corrélation avec les rendements anormaux.

¹ Cet indice a l'avantage de ne pas inclure les compagnies ferroviaires et les banques qui généralement n'ont pas adopté la méthode LIFO en 1974 ou 1975 et qui doivent donc être exclues de l'échantillon.

Par hypothèse, le changement comptable est supposé connu par l'investisseur en même temps que la date de publication des résultats attendus pour l'année en cours. Ceci signifie que Brown teste trois événements : la publication de l'adoption de la méthode LIFO, la publication de l'effet de la méthode LIFO sur le résultat, la publication des résultats attendus pour l'année en cours.

L'effet de l'adoption de la méthode LIFO sur le résultat par action est égal au rapport suivant :

$$\frac{\text{Résultat par action qui aurait été publié sans changement}}{\text{Diminution du résultat par action due au changement}}$$

L'impact économique est estimé par un modèle déterministe défini précédemment par Sunder (1976) :

$$PV = \frac{X_0 M}{r/I - 1}$$

où PV représente la différence des valeurs actuelles des cash-flows déterminés avec la méthode LIFO et des cash-flows déterminés avec la méthode FIFO divisé par le nombre d'actions, X_0 le pourcentage du stock ayant fait l'objet d'un changement de méthode d'évaluation, M le taux marginal d'imposition r le coût du capital (résultat d'exploitation moyen/valeur moyenne de marché de l'ensemble des actions) et I le taux de variation des prix.

L'échantillon est composé de 73 firmes ayant adopté la méthode LIFO en 1974 et de 13 firmes ayant adopté la méthode LIFO en 1975 et exclut les entreprises financières, les entreprises de transport, les entreprises de consommation courante.

Les premières conclusions sont basées sur une analyse des rendements anormaux moyens cumulés pour les deux groupes de firmes. Ceux-ci évoluent de façon parallèle jusqu'à une date comprise entre la deuxième et troisième semaine avant la publication des résultats. Les rendements moyens cumulés pour les firmes ne changeant pas de méthode

comptable restent relativement constants deux semaines après le changement mais ceux des firmes changeant de méthode d'évaluation des stocks continuent de diminuer six à sept semaines après le changement. Il semble que l'adoption de la méthode LIFO conduise à une réaction négative qui serait en accord avec l'hypothèse d'inefficience des marchés car les investisseurs réagissent à une diminution du résultat plutôt qu'à une augmentation des cash-flows. Il est toutefois difficile d'attribuer la réaction négative du marché aux changements comptables puisque, au cours de la période étudiée, les résultats attendus pour la période ont résolument été publiés.

Une analyse de variance permet de conclure qu'il n'y a aucune différence entre les deux groupes de firmes. Cependant, l'analyse montre que les variations des cours pour les deux groupes de firmes se font dans des directions non parallèles durant les 5 semaines autour de zéro (le cours des actions des firmes adoptant la méthode LIFO diminue) et confirme donc la conclusion précédente basée sur l'analyse de l'évolution des rendements anormaux.

Cependant, une comparaison des risques systématiques avant et après le changement comptable montre une différence de niveau de risque entre les deux groupes de firmes, ce qui invite le chercheur à être prudent dans l'interprétation des conclusions.

L'analyse des corrélations montre que la variation du cours est corrélée négativement et de façon significative avec l'effet de LIFO sur le résultat pendant les semaines après le changement. Or, une corrélation négative signifie une réaction défavorable du marché. Par conséquent, les réactions boursières sont reliées à l'effet du changement comptable sur le résultat et non à l'effet sur les cash-flows.

Les tests ne parviennent pas à montrer une relation forte entre les résidus et l'impact économique mais cet échec est probablement dû aux hypothèses trop restrictives du modèle de Sunder. Cependant, les résultats suggèrent que les sociétés connaissant des prix croissants retirent probablement les plus grands bénéfices à adopter la méthode LIFO que les sociétés peu touchées par l'inflation.

Les résultats de cette étude sont en contradiction avec les résultats de Ball (1972) et Sunder (1973) mais ces derniers étudient les effets à long terme. Brown suggère l'existence d'une réaction négative du marché à court terme probablement temporaire.

1324. Ricks (1982).

Ricks se propose aussi de tester la réaction des marchés à l'adoption de la méthode LIFO. Son étude repose sur un groupe de contrôle composé de firmes n'ayant pas adopté la méthode LIFO et sur un groupe expérimental de firmes ayant adopté la méthode LIFO en 1974. L'échantillon est limité aux firmes dont les stocks représentent un pourcentage significatif de l'actif total (au moins 5 %). Finalement, l'échantillon se compose de 1047 firmes parmi lesquelles 354 firmes ont adopté la méthode LIFO.

La méthodologie est basée sur le modèle de marché qui permet de déterminer les rendements anormaux des titres des firmes. L'étude porte sur les rendements hebdomadaires puis sur les rendements mensuels. La date de publication est déterminée par le biais de quatre sources d'information. Lorsque cette date n'est pas explicitement disponible (60% des cas), la date retenue est par hypothèse la date de publication des résultats attendus pour l'année en cours.

Le graphique des rendements cumulés moyens mensuels montre que les firmes adoptant la méthode LIFO ont de meilleures performances que les firmes n'adoptant pas la méthode LIFO pendant la période qui précède le changement. Le marché réagirait négativement à l'adoption de la méthode LIFO. Les rendements hebdomadaires montrent que les firmes adoptant la méthode LIFO ont des rendements qui diminuent la 6ème semaine avant le changement comptable par rapport aux firmes n'adoptant pas la méthode LIFO.

Par conséquent, les rendements des actions à proximité de la date de publication du changement comptable des firmes ayant adopté la méthode

LIFO sont significativement plus faibles que les rendements des firmes n'ayant pas adopté la méthode LIFO. Différentes interprétations sont possibles :

(1) La réaction négative peut être due à la diminution de résultats qui accompagne l'adoption de la méthode. Les tests montrent que plus l'effet de la méthode LIFO sur le résultat est important, plus la différence de rendements entre les deux groupes de firmes est grande. Cette conclusion est en accord avec l'hypothèse de fixation fonctionnelle.

(2) Le marché estime que les firmes adoptant la méthode LIFO ont des dirigeants qui attendent des profits réels plus faibles dans le futur. Cette hypothèse est difficilement validable. En effet, il existe toute une littérature (Biddle 1980) qui montre que la méthode LIFO peut être un signal au marché de l'optimisme des dirigeants sur le futur.

(3) Des variables ont été omises dans l'étude et la performance négative observée n'est pas reliée à l'adoption de la méthode LIFO mais à l'industrie de la firme, son risque, à la croissance attendue de son résultat etc...

(4) L'investisseur peut anticiper une diminution du prix d'achat des matières stockées et donc une diminution des cash-flows ce qui se traduit par une réaction défavorable des cours. Mais, ceci est peut probable dans la période d'analyse (1974-1975).

(5) Bien que l'économie d'impôts liée à la méthode LIFO soit considérée comme une bonne nouvelle, la publication de la méthode LIFO peut inclure des informations nouvelles sur l'exploitation de la firme. Il est en effet difficile de penser que la majorité des firmes n'ayant pas adopté la méthode LIFO n'aurait pas eu d'économie d'impôts avec la méthode LIFO en 1974 et on peut se demander pourquoi ces firmes n'ont pas adopté la méthode LIFO (pertes en 1974, sociétés étrangères, dirigeants répu gnants à diminuer les résultats etc...).

Ricks montre ainsi la difficulté liée ce type d'études relatives à l'analyse des réactions des titres d'une firme ayant changé de méthodes comptables.

1325. Biddle et Lindahl (1982)

Biddle et Lindahl (1982) se proposent d'étudier la relation entre l'économie d'impôt réalisée lors de l'adoption de la méthode LIFO et le comportement des rendements anormaux mensuels cumulés. L'étude porte sur un échantillon de 311 firmes ayant adopté la méthode LIFO.

Compte tenu de l'influence de l'économie d'impôts sur les cash-flows, on devrait observer une relation positive entre l'importance des rendements anormaux cumulés et l'importance des économies d'impôt après contrôle de différentes variables notamment après contrôle de la performance anormale des résultats et contrôle de la variation du risque systématique.

Les rendements anormaux cumulés sont déterminés à partir du modèle de marché et analysés quinze mois autour du résultat fiscal concerné par le changement (12 mois avant et 3 mois après le changement). L'économie d'impôt est déflatée par la valeur de marché des actions au début de l'année fiscale concernée par l'adoption de LIFO. Biddle et Lindahl se proposent de contrôler la performance anormale des résultats. La performance est définie par une comparaison du résultat réel avec un résultat prévu. Ils donnent deux définitions du résultat prévu : soit les prévisions de l'année t sont égales au résultat réel de $t-1$, soit elles sont égales au résultat réel de $t-1$ avec une croissance d'un montant constant chaque année. La performance anormale est également déflatée soit par la valeur de marché en début d'exercice, soit par les prévisions de résultat.

Les rendements anormaux cumulés augmentent de 15,5% pendant les 12 mois de l'année d'adoption de la méthode LIFO avec un léger déclin à la fin de l'année fiscale. L'augmentation est donc plus importante que celle mise en évidence par Sunder (7%) et Ball (5,3%). Ces différences s'expliquent par la période d'étude. L'étude de Biddle et Lindahl porte sur les années soixante dix très marquées par l'inflation alors que celle de Ball porte sur les résultats des années 1946 à 1958 et l'étude de Sunder sur les années 1946 à 1956. Par conséquent, les économies d'impôts (fonction du taux d'inflation) sont supérieures dans l'analyse de Biddle et Lindahl. Le marché réagit de façon favorable à l'impact positif du changement sur les cash-flows ce qui tend à montrer que les investisseurs sont rationnels.

L'analyse montre également que la performance anormale du résultat (résultat non attendu) et les économies d'impôts sont corrélées avec les rendements boursiers anormaux.

On observe que le risque systématique diminue après l'adoption de la méthode LIFO alors que les travaux précédents montraient une augmentation du risque. Le graphique des rendements anormaux cumulés, après contrôle du risque, donne des résultats très proches des résultats précédents.

1326. Biddle et Ricks (1988).

Biddle et Ricks se proposent d'expliquer pourquoi Ricks (1982) conclut que le marché financier a réagi défavorablement à l'annonce de l'adoption de la méthode LIFO. Ils vont montrer que les rendements anormaux négatifs observés par Ricks viennent d'une surestimation systématique des résultats faite par les analystes financiers en 1974 pour les firmes adoptant la méthode LIFO. Le marché aurait réagi à la publication du résultat concerné par le changement comptable (à sa composante non prévue) et non au changement comptable lui-même. La réaction défavorable du marché s'explique donc par les erreurs de prévisions des résultats des firmes ayant adopté la méthode LIFO : les effets de l'inflation sur la valeur de l'entreprise ont été mal pris en compte par les analystes financiers.

Leur échantillon est constitué de 279 firmes qui sont ainsi partagées :

- 61 firmes qui ont rendu publique l'adoption de la méthode LIFO à la même date que la publication des résultats attendus pour l'année en cours.
- 101 firmes qui ont rendu publique le fait qu'elles avaient l'intention d'adopter la méthode LIFO mais pour lesquelles l'adoption définitive de cette méthode est incertaine.
- 117 firmes qui ont rendu publique l'adoption de la méthode LIFO avant la date de publication des résultats attendus pour l'année en cours et dont l'adoption est définitive.

Au préalable, Biddle et Ricks confirment la réaction défavorable du marché pour les firmes ayant adopté la méthode LIFO. Ils remarquent ensuite

des erreurs de prévisions des résultats et des rendements anormaux des cours boursiers autour de la date de publication du résultat attendu pour l'année même si les firmes ont rendu publique l'adoption de la méthode LIFO. De plus, les erreurs de prévision semblent liées à l'importance des effets de la méthode LIFO sur le résultat de la firme. Il semble que l'information portant sur les effets probables de la méthode LIFO sur les résultats aient été peu disponibles et que les analystes aient sous-estimé ces effets. Ces erreurs de prévisions n'ont été constatées qu'à la date de publication du résultat. De plus, il semble que les effets de l'inflation sur la valeur de la firme aient été mal évalués d'autant plus qu'une partie de l'inflation n'a pas été anticipée en 1974. Un sous-échantillon de 46 firmes où le dirigeant a évalué et rendu publique les effets de la méthode LIFO sur le résultat montre que le dirigeant avait sous-estimé les effets de l'inflation. Il n'est donc pas surprenant que les analystes et les investisseurs les aient également sous-estimés.

1327. Hand (1993).

Avant de tester la réaction boursière des titres d'une firme lorsqu'elle adopte la méthode LIFO, Hand définit trois modèles explicitant le choix de la méthode d'évaluation des stocks afin de les valider empiriquement :

(1) un modèle traditionnel expliquant le choix entre la méthode LIFO et la méthode FIFO par l'économie d'impôt que permet la première et qui fait l'hypothèse que les coûts d'adoption de la méthode LIFO sont faibles.

Si le marché est efficient, le cours boursier en t_0 reflétera la probabilité que la firme bénéficie d'économies d'impôts. Cette probabilité dépend du taux d'inflation attendu sur les achats de la firme. Par conséquent, en t_1 , les cours boursiers vont varier dans la mesure où, quel que soit le cas de figure (adoption ou non de la méthode LIFO), la publication du résultat de la firme révèle une information nouvelle.

(2) un modèle basé sur la valeur réelle de l'entreprise mais qui prend en compte les coûts d'adoption de la méthode LIFO (dépenses de tenue des comptes, coût d'agence, coût pour éviter la liquidation des stocks sous la méthode LIFO, augmentation de la probabilité de ne pas respecter les

clauses d'endettement etc...). Par hypothèse, le dirigeant prend ses décisions de façon à maximiser la valeur actuelle de la richesse des actionnaires et les investisseurs ne sont pas fixés fonctionnellement.

Dans ce modèle, une firme qui adopte la méthode LIFO ne voit pas sa valeur augmenter dans l'absolu. A l'opposé du premier modèle, les économies d'impôts permises par la méthode LIFO et non attendues diminuent le cours boursier de la firme car la firme subit les effets négatifs de l'inflation et, de plus, le modèle tient compte des coûts d'adoption de la méthode LIFO.

(3) un modèle reposant sur la non rationalité de tous les investisseurs (fixation fonctionnelle). Les investisseurs ignorent les implications réelles des méthodes d'évaluation sur les cash-flows de la firme. Ils évaluent l'action d'une firme en t comme un multiple des résultats attendus en $t+1$ sachant que les résultats suivent un processus de marche aléatoire. Dans ce cadre, le marché va réagir défavorablement à l'adoption de la méthode LIFO qui diminue les résultats publiés.

Les tests sont basés sur 1444 publications concernant la méthode d'évaluation des stocks (réelles ou envisagées) entre 1974 et 1976 et distinguent les firmes publiant l'adoption de la méthode LIFO avant la date de publication des résultats des firmes ayant publié l'éventualité d'adopter la méthode LIFO et ayant annoncé l'adoption définitive de LIFO lors de la publication du résultat.

Hand conclut que les investisseurs sont relativement sophistiqués compte tenu de leurs réactions à l'adoption de la méthode LIFO. Les deux premiers modèles sont validés : les investisseurs semblent avoir reconnu et évalué les économies fiscales liées à l'adoption de la méthode LIFO. De plus, ils semblent avoir pris en compte les coûts liés à l'adoption de cette méthode.

*

* *

Les études événementielles reliant les variations de valeur de la firme aux modifications de méthodes comptables nécessitent de prendre en compte

de nombreuses variables (prévisions des résultats, taille des firmes, variation du risque etc...) et nécessitent de neutraliser les autres informations arrivant sur le marché financier susceptibles d'affecter les cours boursiers de la firme. Les conclusions parfois contradictoires et les difficultés méthodologiques de ces travaux ne permettent pas de répondre de façon définitive à la question de la rationalité des investisseurs face aux manipulations comptables. Nous allons toutefois tenter de dresser un bilan des apports de ces travaux afin de mieux percevoir l'éventuelle rationalité des investisseurs.

14. Le comportement des investisseurs face aux manipulations comptables des dirigeants.

Les conclusions des études empiriques mesurant l'impact de l'adoption d'une nouvelle méthode comptable sur les cours boursiers sont contradictoires. Sunder (1973), Abdel-Khalik et McKeown (1978), Brown (1980) et Ricks (1982) montrent que :

- ou le marché réagit défavorablement à l'adoption de la méthode LIFO alors que l'on attendait une réaction positive du marché,
- ou que la réaction du marché est favorable mais elle s'explique alors par d'autres variables.

Biddle et Lindahl (1982) ont validé l'hypothèse de rationalité des investisseurs puisqu'ils réagissent favorablement à l'économie d'impôts liée à l'adoption de la méthode LIFO. De même, Comiskey (1972), Cassidy (1976) confirment le fait que le marché ne réagit pas à l'adoption d'une nouvelle méthode d'amortissement ou à la mise en place d'une nouvelle méthode de report du crédit d'impôt lié à l'investissement. Ils montrent que les investisseurs sont rationnels et ne se laissent pas tromper par les variations de résultat dues à un changement de méthode comptable.

De plus, il semble qu'à court terme le marché est inefficent mais qu'il serait efficient à long terme. Sur une courte période, autour du changement comptable, les investisseurs sophistiqués peuvent réaliser des gains anormaux aux dépens des investisseurs naïfs (Kaplan et Roll 1972 ; Brown 1980). On peut se demander dans quelle mesure cette réaction temporaire ne

va pas à l'encontre de l'hypothèse d'efficience des marchés puisque le concept d'efficience suppose la réaction rapide du marché.

Il faut souligner que les conclusions de ces travaux sont à interpréter avec prudence compte tenu des choix méthodologiques qui ont été faits. Très souvent, il y a confusion entre la date de publication de la modification comptable et la date de publication du résultat concerné par cette modification. Par conséquent, les réactions observées du marché peuvent être expliquées par la variation non attendue du résultat. Stevenson (1987), pour montrer la sensibilité des conclusions des études au choix de la date de publication du changement comptable, a conduit une étude dont la méthodologie est semblable aux précédentes mais il a défini très précisément cette date par l'envoi d'un courrier aux entreprises. Sa conclusion confirme l'efficience du marché : l'évolution des résidus moyens cumulés montre une réaction favorable du marché à l'adoption de la méthode LIFO.

De plus, l'analyse des résidus du modèle de marché est utilisée pour mesurer les rendements anormaux et évaluer l'effet d'un choix comptable sur le marché. Cette méthodologie vaut surtout pour des portefeuilles de titres compte tenu des problèmes de mesure du risque systématique (Foster 1980).

Enfin, les auteurs montrent la nécessité de contrôler différentes variables telles que la variation non attendue du résultat (Kaplan et Roll 1972 ; Ball 1972 ; Abdel-Khalik et McKeown 1978 ; Biddle et Ricks 1988), la variation du risque de la firme avant et après le changement de méthode comptable (Sunder 1973, 1975 ; Ball 1972 ; Biddle et Lindahl 1988). Le contrôle de l'industrie de la firme est également nécessaire car les méthodes comptables sont très proches d'une industrie à l'autre afin que les états financiers puissent être comparables. Ainsi, Lee et Hsieh (1985) remarquent que le choix d'une méthode d'évaluation des stocks dépend des caractéristiques de l'activité de la firme et, en particulier, du processus d'évolution des prix auquel l'entreprise est confrontée.

Ces études expriment la nécessité de rapprocher la réaction boursière des motivations qui ont poussé le dirigeant à changer de méthodes comptables (Foster 1980). Ainsi, Biddle (1980a, b) montre que ces recherches ne suffisent pas pour expliquer le changement de méthodes d'évaluation des

stocks. Il prend en compte les effets internes d'un tel changement. En effet, le choix entre les deux méthodes n'est pas indépendant des quantités stockées et ces quantités sont sous le contrôle du dirigeant. Pour que la méthode LIFO permette des économies d'impôts suffisantes pour avoir un impact sur les cash-flows, le niveau physique du stock doit être stable ou croissant. La politique de stockage de la firme peut permettre de comprendre pourquoi certaines firmes n'ont pas choisi la méthode LIFO alors que celle-ci leur aurait permis de réaliser des économies fiscales. Cette politique étant très sensible au type d'activité de la firme, on comprend pourquoi des industries entières n'ont pas adopté la méthode LIFO.

Penno et Simon (1986) constatent que les sociétés cotées en Bourse choisissent plus volontiers la méthode FIFO et l'amortissement linéaire. Dhaliwal, Salamon et Smith (1982) montrent l'existence d'un lien entre le type de contrôle de l'entreprise (actionnarial ou managérial) et la méthode d'amortissement utilisée. Hunt (1985), en revanche, ne constate aucune relation semblable pour le choix du mode de valorisation des stocks. Ainsi, la théorie politico-contractuelle de la comptabilité explicitera les motivations qui poussent le dirigeant à modifier les méthodes comptables mais, comme nous le verrons dans le chapitre 6, elle ne parvient pas ou mal à les relier à la variation des cours boursiers.

*

* *

Par conséquent, il est difficile de conclure catégoriquement à la rationalité ou non rationalité des investisseurs : le paradigme de l'efficience des marchés a permis de tester la réaction du marché financier à la publication d'une modification comptable mais les conclusions des études empiriques sont mitigées voire contradictoires, souvent parce qu'elles reposent sur différents choix méthodologiques qui sont très critiquables. La littérature portant sur le lissage des résultats a également avancé l'idée que le lissage augmente la richesse des actionnaires. Pourtant, au vu des conclusions des travaux empiriques que nous venons d'exposer, rien ne garantit que le lissage comptable des résultats en tant que tel améliore l'évaluation de la firme.