

SECTION 2 : LISSAGE DES RESULTATS ET VALEUR DE LA FIRME.

Plusieurs travaux portant sur le lissage des résultats s'accordent généralement pour reconnaître que le lissage des résultats augmente la valeur de la firme. La valeur d'un actif étant égale à la valeur actuelle de l'ensemble des cash-flows qu'il produira, le lissage des résultats pourrait affecter la valeur de la firme s'il affecte le niveau de ses cash-flows futurs ou s'il diminue le risque attaché à ces cash-flows et par conséquent s'il baisse le taux de rentabilité qu'exigent les investisseurs.

Nous montrerons que, selon la théorie financière néoclassique, le lissage des résultats, quel qu'il soit, ne peut pas influencer positivement la valeur de la firme par le biais des cash-flows mais, qu'en revanche, il peut être synonyme d'une réduction réelle ou artificielle du risque de la firme.

21. Lissage des résultats, niveau des cash-flows et niveau de risque de la firme.

Sur une longue période, le lissage réel et le lissage comptable des résultats n'affectent pas le niveau des cash-flows car ils n'entraînent qu'une simple réallocation de ces cash-flows dans le temps. Le lissage comptable se traduit par une variation du niveau de résultat publié puisque des charges et produits comptables sont manipulés mais il ne modifie pas les cash-flows de la firme. Le lissage réel, quant à lui, affecte le niveau des cash-flows d'une période mais, si on raisonne sur un cycle complet, il se traduit par une diminution des cash-flows en période de croissance et par une augmentation de ces mêmes cash-flows en période de récession. A long terme, en faisant abstraction des problèmes d'actualisation, le lissage réel n'a donc aucun impact sur le niveau des cash-flows.

Il est vrai que le lissage réel et le lissage comptable se traduisent par une réallocation dans le temps des impôts dus par la société. Mais, là encore, si on ignore les effets de l'actualisation et si on considère que les taux d'imposition sont constants, la valeur de la firme n'est pas affectée par l'effet fiscal du lissage. Par conséquent, le lissage des résultats, quel qu'il soit, ne

devrait avoir, pour un même niveau de risque, qu'un effet négligeable sur la valeur de l'entreprise.

Si le lissage des résultats ne peut pas affecter la valeur de la firme par le biais de son influence sur ses cash-flows, rien n'interdit de penser qu'il puisse modifier le niveau de risque de la firme, ce qui affectera le taux de rentabilité qu'exigent les investisseurs et parallèlement la valeur de la firme.

L'hypothèse stipulant que le lissage des résultats diminue le risque de l'entreprise a été avancée par Beidleman (1973). Cette hypothèse a été testée empiriquement par Lev et Kunitzky (1974). Elle repose notamment sur les conclusions de différents travaux qui ont mis en évidence l'existence d'une relation empirique entre les mesures comptables du risque et les mesures boursières du risque. Beaver, Kettler et Scholes (1970), Gonedes (1973) et Jacquillat, Levasseur et Péné (1976) ont ainsi démontré que la variabilité des résultats d'une firme était directement reliée à son risque boursier.

Beidleman avance deux arguments pour justifier cette hypothèse. Le premier repose sur la théorie de l'évaluation des actifs financiers. Celle-ci prend en compte l'incertitude en assortissant chaque niveau de cash-flows attendus selon les états de la nature d'une probabilité d'occurrence et en assortissant le taux d'actualisation d'une prime de risque. Le lissage des résultats aurait un impact favorable aussi bien sur les probabilités d'occurrence des cash-flows que sur la prime de risque, ce qui se traduirait par une meilleure évaluation de la firme.

Selon Ronen et Sadan (1981), cette explication est difficilement acceptable puisque la composante du risque qui est spécifique à la firme peut être diversifiée. De plus, si on accepte l'hypothèse de rationalité des investisseurs, l'argument de Beidleman ne vaudrait que pour le lissage réel et non pour le lissage comptable qui n'entraîne qu'une réduction artificielle de la variance des résultats.

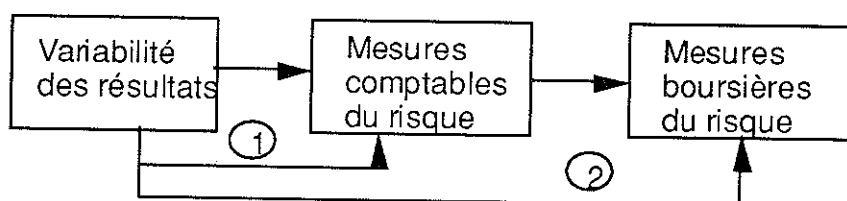
Un second argument théorique favorable au lissage des résultats a été avancé récemment par la théorie de l'équilibre des marchés financiers en situation d'incertitude. Le lissage permettrait de limiter la nature cyclique des

résultats publiés et tendrait donc à diminuer la covariance entre les rendements attendus des titres de la firme et les rendements du portefeuille de marché. Ceci diminuerait donc le niveau du risque systématique des actions ce qui aurait des effets bénéfiques sur l'évaluation des actions de la firme.

Cet argument évoqué par Beidleman ne vaut que pour le lissage réel. De plus, il suppose une relation positive entre les mesures comptables du risque et les mesures boursières du risque. Il convient donc de montrer que cette relation est effective.

Beaver, Kettler et Scholes (1970), Gonedes (1973) et Jacquillat, Levasseur, Pene (1976) étudient la relation qui lie les mesures comptables du risque (notamment la variabilité des résultats) aux mesures boursières du risque. Ils en concluent tous que la relation positive entre ces deux mesures est significative.

En fait, pour démontrer que le lissage intentionnel des résultats affecte le niveau de risque de la firme et sa valeur, il est nécessaire de mettre en évidence les deux enchaînements suivants :



Le premier enchaînement traduit le fait que l'intensité du lissage des résultats et sa mesure constituerait une mesure synthétique du risque comptable. Les mesures comptables du risque généralement proposées sont : le ratio d'endettement, la taille de la firme, le poids des charges financières, le fonds de roulement etc... Il apparaît en effet que moins la firme est endettée, plus sa taille est grande, plus ses charges financières sont faibles et plus son fonds de roulement est grand, moins l'entreprise est risquée. Par conséquent, il convient de montrer que la variabilité des résultats est directement liée aux différentes mesures comptables du risque si bien que l'intensité du lissage des résultats constitue une excellente variable de substitution aux habituelles mesures comptables du risque.

Autrement dit, ce n'est pas le lissage en tant que tel qui affecterait le risque de l'entreprise, mais le fait qu'il y ait lissage des résultats signifierait que l'entreprise est peu risquée. Pour que le faible niveau de risque reflété par la comptabilité puisse affecter la valeur de la firme, il faut que le niveau de risque apparent en comptabilité soit positivement associé au risque boursier de la firme. Plus précisément, pour accepter l'idée que le lissage des résultats améliore l'évaluation de la firme, il faut qu'il soit le reflet d'un risque boursier faible.

*

* *

Il est donc nécessaire de montrer que la variabilité des résultats est reliée aux mesures boursières du risque et particulièrement au risque systématique. C'est ce que traduisent les deux enchaînements du schéma ci-dessus. Ceci a été l'objet de nombreux travaux à la suite de ceux initiés par Beaver, Kettler et Scholes (1970). Tous ces travaux concluent à l'existence d'une relation entre ses deux mesures du risque, relation qui semble toutefois faible dans le contexte français (Jacquillat, Levasseur et Péné 1984).

22. Panorama des études consacrées à la relation lissage/risque.

221. Beaver, Kettler et Scholes (1970).

L'objectif de leurs travaux est de montrer la relation qui existe entre les différentes mesures comptables du risque et les mesures boursières du risque définies par la théorie du portefeuille.

Les mesures comptables du risque reflètent le risque global de la firme c'est à dire à la fois sa composante systématique et sa composante individuelle. On peut penser que ces deux composantes sont positivement corrélées avec les mesures boursières du risque. Ainsi, plus la firme est endettée (mesure spécifique du risque comptable), plus ses résultats sont sensibles aux conditions économiques générales et à la conjoncture

économique. Il est alors raisonnable de penser que les mesures comptables du risque peuvent constituer un substitut du risque systématique de la firme.

Beaver, Kettler et Scholes (1970) proposent les mesures comptables suivantes du risque :

(1) Le taux de distribution des dividendes.

Généralement, la littérature s'accorde pour reconnaître que les firmes présentant les taux de distribution les plus faibles sont les plus risquées tout simplement parce qu'une plus grande volatilité des résultats incite à privilégier un faible taux de distribution en cas de politique de dividende stable. Des résultats peu fluctuants iraient de pair avec un taux de distribution plus élevé.

(2) Le taux de croissance de la firme.

Il est fonction de trois facteurs :

* La croissance des actifs qui traduit notamment les opportunités de résultats excessifs. Dans une économie concurrentielle, les résultats excessifs sont très vite diminués par l'entrée de nouvelles firmes. Cependant, les résultats excessifs sont plus incertains que les résultats normaux. Une relation positive entre le taux de croissance et le risque est donc probable.

* L'excédent du taux de rendement exposé sur le taux de rendement attendu pour différentes périodes successives qui mesure l'existence d'un ensemble de résultats transitoire. En effet, les titres les plus risqués ont une plus grande probabilité d'avoir des séries de résultats qui soient pour partie transitoire et une plus grande probabilité d'avoir des séries de résultats négatifs. Cependant, il est difficile de conclure à une relation monotone de ce facteur avec le risque.

* La croissance des dividendes qui constitue un facteur d'accroissement du risque dans la mesure où les entreprises semblent éviter de diminuer le niveau des dividendes.

Plusieurs études empiriques ont montré que le troisième facteur était aléatoire et que le premier facteur semblait dominer. Finalement, Beaver, Kettler et Scholes choisiront le taux de croissance des actifs.

(3) L'endettement.

Les résultats sont plus volatiles lorsque l'endettement est introduit. Plus la firme est endettée, plus elle est risquée.

(4) Les liquidités.

Les actifs corporels et liquides ont un rendement moins volatile que les actifs incorporels.

(5) La taille de l'actif.

Les grandes firmes sont moins risquées que les petites.

(6) La variabilité des résultats.

Les variables définies précédemment sont des mesures susceptibles d'expliquer la variabilité des résultats. Il peut être judicieux d'introduire explicitement la variabilité des bénéfices comme facteur explicatif du risque. Une société dont la croissance est stable est intuitivement perçue comme moins risquée qu'une société dont les bénéfices subissent de fortes fluctuations. La variabilité des résultats est mesurée par l'écart type du ratio rapportant le résultat à la valeur de marché de la firme.

(7) La covariabilité des résultats évaluée par le bêta comptable.

Elle se calcule en régressant le ratio rapportant le résultat à la valeur de marché de la firme avec le ratio moyen du marché. Il s'agit d'une approche plus directe puisque la mesure du risque boursier repose sur le risque systématique.

Le risque boursier est évalué à partir des bêtas ex-post et est égal au rapport de la covariance entre les rendements du titre et les rendements du marché sur la variance des rendements du titre.

L'échantillon est constitué de 307 firmes cotées à la Bourse de New-York dont les états financiers sont disponibles sur Compustat pour la période comprise entre 1947 et 1965. La période d'étude est divisée en deux sous-périodes : 1947-1957 et 1957-1965 afin d'étudier la stationnarité de la relation entre les deux mesures du risque. Un test sur les coefficients de corrélation des rangs de Spearman montre que l'hypothèse de stationnarité des bêtas boursiers n'est pas violée. Par contre, la variabilité des résultats est significativement différente entre les deux sous-périodes définies.

Après avoir spécifié les différentes mesures du risque, Beaver, Kettler et Scholes étudient par le biais d'une régression la relation entre les mesures comptables et les mesures boursières du risque. L'étude de la significativité statistique de la relation permet de conclure, que pour chaque variable comptable définie, le signe du coefficient va dans la direction prévue sauf pour le coefficient de liquidité.

Chaque coefficient de rang dont la valeur absolue est supérieure que 0,10 (0,14) est significatif à un seuil de 5% (1%). Quatre coefficients sont supérieurs à 0,14 :

- le taux de distribution des dividendes
- l'endettement
- la variabilité des résultats
- la covariabilité des résultats.

C'est la variabilité des résultats qui affiche le coefficient le plus grand. Viennent ensuite le taux de distribution des dividendes et le bêta comptable.

Les corrélations sont ensuite conduites au niveau du portefeuille de titres. La régression est la plus significative une nouvelle fois pour la variabilité des résultats, puis pour le taux de distribution, puis pour le bêta comptable.

Il semble donc que des variables mesurant le risque comptable puissent être choisies pour classer les portefeuilles selon l'importance de leur risque boursier. Pour ce qui nous intéresse, notons que la variabilité des résultats permet d'apprécier le risque boursier de l'entreprise.

Il convient toutefois de noter que cette conclusion repose sur la mesure choisie pour apprécier la variabilité des résultats (écart type du ratio rapportant le résultat à la valeur de marché de la firme). Dans la première partie de notre recherche, nous avons discuté les mesures appropriées pour apprécier le lissage d'une série de résultats. Notamment, nous avons montré que, très probablement, les investisseurs ne recherchaient pas des résultats identiques d'une année sur l'autre mais une croissance stable de ces résultats. La mesure devrait donc porter sur la variation relative ou absolue du résultat et non pas sur le résultat lui-même. Nous avons aussi montré l'importance du déflateur. Généralement pour évaluer la variabilité des résultats, les travaux empiriques ont déflaté le résultat par la valeur de marché de la firme. Par conséquent, comme le souligne Gonedes (1973), un dénominateur commun est utilisé pour calculer les taux de rendement comptables et les taux de rendement boursiers. La corrélation observée entre la variabilité des résultats et le risque boursier pourrait être suspicieuse dans le sens où elle pourrait être induite par ce terme commun. C'est la raison pour laquelle Gonedes calcule les bêtas comptables en déflatant les résultats par le total de l'actif comptable. Il observe que la force de la relation est alors affaiblie. De plus, si les calculs portent sur les variations des taux de rendement comptables (hypothèse de la recherche d'un trend croissant), la corrélation est presque nulle entre les deux mesures du risque. Gonedes montre donc l'importance de la mesure comptable du risque et notamment l'importance des déflateurs et invite le chercheur à être prudent dans l'interprétation de ses conclusions.

Beaver et Manegold (1975) vont proposer des spécifications différentes de l'estimation des mesures comptables et boursières du risque afin de réduire les erreurs de mesure et afin de montrer la sensibilité de la relation à la spécification des mesures choisies. Ils concluent que, quelle que soit la spécification du bêta comptable, la corrélation entre le risque comptable et le risque boursier est statistiquement significative. Elle est notamment renforcée lorsque les bêtas boursiers font l'objet d'un ajustement bayésien.

Dans une seconde étape de leur étude, Beaver, Kettler et Scholes vont montrer que les mesures comptables du risque qu'ils ont définies permettent de prédire le risque futur de la firme. Ils vont se demander si les mesures comptables du risque de la première période (1947-1956) permettent de prédire le risque boursier de la seconde période (1957-1965). A cette fin, ils utilisent des variables instrumentales pour déterminer la relation entre les deux mesures du risque. Le processus de sélection des variables instrumentales a conduit à retenir trois variables : le taux de distribution des dividendes, le taux de croissance des actifs, la variabilité des résultats puisque la multicollinéarité entre ces trois variables est faible.

Ils montrent que les trois mesures comptables du risque sélectionnées permettent de prédire le risque futur de la firme. La variabilité des résultats conjointement avec le taux de distribution des dividendes et le taux de croissance des actifs semblent être utilisés par les investisseurs pour évaluer le risque des cash-flows attendus de la firme c'est à dire le risque futur.

Ces deux études portent en particulier sur la relation entre la variabilité des résultats et le risque boursier. L'intérêt des travaux de Lev et Kunitzky (1974) réside dans le fait qu'ils étudient directement le lien entre une mesure du lissage réel et les mesures du risque boursier.

222. Lev et Kunitzky (1974).

A partir du cadre conceptuel d'efficience des marchés, Lev et Kunitzky (1974) se proposent de démontrer empiriquement qu'une des motivations du lissage *réel* est de diminuer le risque de l'entreprise. L'étude se distingue des précédentes car Lev et Kunitzky définissent une mesure de la variabilité du résultat qui intègre la recherche d'une tendance croissante des résultats. En effet, les coefficients de variation du résultat sont établis en valeurs relatives ce qui suppose que le dirigeant recherche une croissance à taux constant des résultats. Cette approche s'oppose à celle des travaux précédents qui appréciaient la variabilité d'une série par sa variance.

Selon Lev et Kunitzky, les activités de lissage des résultats visent à diminuer l'incertitude de l'environnement en atténuant les fluctuations des résultats de la firme dues à l'évolution des conditions économiques générales. Elles permettraient une baisse de la covariabilité entre les résultats comptables de la firme et les résultats comptables du marché (diminution du bêta comptable). Par exemple, une firme qui lisse ses ventes de façon intentionnelle¹ sera moins sensible aux fluctuations économiques générales qu'une firme qui ne lisse pas ses ventes. De même, le lissage de la production et des dépenses d'investissement diminue la sensibilité des coûts de la firme aux fluctuations économiques. En conséquence, la covariabilité des résultats nets de la firme avec les résultats nets des autres firmes diminuera avec le lissage réel². Par hypothèse, cette covariabilité est très liée au risque systématique (bêta boursier). L'hypothèse qui découle de cette analyse est la suivante :

L'intensité du lissage réel est une fonction décroissante du niveau de risque systématique : plus les séries comptables sont lissées, plus le risque systématique de la firme est faible.

Il est aussi raisonnable de penser que l'intensité du lissage des résultats est fonction du niveau de risque non systématique, composante du risque de la firme non reliée aux conditions économiques générales. Ainsi, les activités de lissage peuvent diminuer la sensibilité de la firme aux fluctuations économiques de l'industrie auquel elle appartient.

Par conséquent, il semble opportun de déterminer si le lissage réel est négativement lié au risque global, d'une part, et au risque systématique d'autre part.

Lev et Kunitzky proposent d'étudier le lissage réel et s'intéressent au lissage des variables réelles suivantes.

1. La production mesurée par la somme de la production vendue et de la production stockée.

¹ En faisant, par exemple, varier le prix de vente unitaire en fonction du niveau de la demande.

² La covariabilité serait nulle si le lissage était parfait.

2. Les ventes.
3. Le résultat net.
4. Les dépenses d'investissement.
5. Le ratio dépenses d'investissement/actif immobilisé net.
6. Le fonds de roulement.
7. La liquidité de l'actif.
8. Le ratio d'endettement.
9. Les dividendes annuels.
10. Le taux de distribution.
11. Le dividende par action.

Le lissage de ces différentes variables comptables n'est pas mesuré par l'écart type de leurs valeurs dans la mesure où Lev et Kunitzky s'intéressent aux variations relatives des variables d'une année sur l'autre, ils calculent un coefficient de variation basé sur la valeur absolue de la différence entre la variation relative du résultat pour une période donnée et la variation relative moyenne au cours de cette même période.

Le trend est mesuré par la variation relative moyenne des valeurs annuelles :

$$G = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^{n-1} \frac{x_{t+1}}{x_t}$$

L'importance du lissage est appréhendée par la mesure suivante :

$$S = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^{n-1} \left| \frac{x_{t+1}/x_t - G}{G} \right|$$

où x représente les différentes mesures du risque comptable spécifiées ci-dessus.

L'échantillon de Lev et Kunitzky est constitué de 260 firmes dont les données sont disponibles pour au moins 15 ans entre 1949 et 1968. Les variables des états financiers sont corrélées en coupes instantanées avec les deux mesures du risque boursier par une régression des moindres carrés. Les mesures comptables sont les variables indépendantes de la régression.

Lev et Kunitzky concluent que les mesures de lissage des ventes, des dividendes, des dépenses d'investissement et des résultats sont significativement corrélées avec les deux mesures boursières du risque. Le coefficient des liquidités de l'actif n'est significatif que pour la mesure du risque total. Les signes de tous les coefficients sont ceux qui sont attendus : plus les séries sont variables, plus le risque est élevé.

Il faut toutefois souligner que l'échantillon de Lev et Kunitzky est hétérogène dans la mesure où les firmes appartiennent à différentes industries. Elles sont donc confrontées à des environnements plus ou moins instables. L'appartenance à une industrie pouvant expliquer les corrélations observées entre les mesures comptables et boursières du risque même en l'absence de lissage, une analyse des corrélations est conduite en divisant l'échantillon selon l'industrie. Celle-ci montre que les conclusions précédentes ne peuvent pas être attribuées à des effets liés à l'industrie.

Cette étude démontre donc empiriquement qu'une des motivations des activités de lissage réel des résultats est la diminution du risque systématique et global de la firme. Selon ses auteurs, une étude semblable pourrait être conduite afin de mettre en évidence les motivations du lissage comptable qui, par opposition au lissage réel, n'a aucun impact sur les cash-flows de la firme.

223. Jacquillat, Levasseur et Péné (1976).

Jacquillat, Levasseur et Péné (1976) reprennent l'étude de Beaver, Kettler et Scholes (1970) mais leurs travaux sont d'un intérêt particulier car ils portent sur un échantillon d'entreprises françaises représentant 30 sociétés industrielles (hors holdings et groupes) réparties dans 19 secteurs.

Cinq grands types de mesures comptables du risque ont été proposés par les auteurs :

(1) Les ratios de risque économique :

- La taille des actifs : les sociétés importantes sont moins risquées que les sociétés de petite taille.

- L'intégration : mesurée par le ratio de la valeur ajoutée au chiffre d'affaires hors taxes. Une entreprise à faible valeur ajoutée par rapport à son chiffre d'affaires sera plus dépendante de l'environnement qu'une entreprise intégrée. En effet, il semble que le bénéfice est moins volatile dans une entreprise intégrée que dans une entreprise de faible transformation ou de distribution.

(2) Les ratios à caractère financier :

- Le ratio de couverture des frais financiers par les bénéfices : plus son niveau est élevé, plus la société est risquée.

- Le ratio d'endettement : plus la société est endettée, plus elle est risquée.

- L'endettement global (dettes totales/actif) : plus il est important, plus la société est risquée.

(3) La politique de distribution des bénéfices de l'entreprise : on considère souvent que les sociétés ayant un taux de distribution des bénéfices faibles sont plus risquées que les autres.

(4) La rentabilité des fonds propres (Bénéfice net/fonds propres) : sous réserve d'un taux de distribution des bénéfices élevé, ce ratio indique le renforcement des fonds propres et il peut être indicatif d'une réduction du risque.

(5) Le risque qui pèse sur les bénéfices.

Toutes les mesures que nous avons présentées précédemment sont des mesures susceptibles d'expliquer le risque qui pèse sur les bénéfices futurs. Il semble judicieux d'introduire explicitement la variabilité des bénéfices comme facteur explicatif du risque d'une entreprise. Une société dont la croissance est stable est intuitivement perçue comme moins risquée qu'une société dont les bénéfices subissent de fortes fluctuations. La variabilité des résultats sera mesurée :

- par le coefficient de variation des résultats par action déflatés par le cours de l'action.

- par le coefficient de variation des bénéfices nets déflatés par les fonds propres.

Deux bêtas comptables ont également été sélectionnés comme mesure du risque :

- Le premier bêta comptable est défini comme le rapport
* de la covariance des bénéfices par action sur le cours d'une firme avec les bénéfices par action sur le cours de l'échantillon de sociétés sélectionnées

* à la variance des bénéfices par action/cours de l'échantillon

Le bêta comptable a donc été obtenu en régressant les bénéfices par action/cours d'une société par rapport à ceux de l'échantillon. Le fait de déflater par le cours risque de se traduire par une autocorrélation avec le risque boursier d'où une seconde mesure du bêta comptable.

- Le second bêta comptable est calculé à partir du ratio bénéfices nets/fonds propres et déterminé également par une régression.

- Les coefficients de variation des deux bêtas comptables définis précédemment sont également calculés car ils complètent les bêtas comptables en prenant en compte la variabilité et non la volatilité des ratios.

Des régressions simples et multiples sont effectuées afin d'évaluer le degré de relation entre le risque boursier et les différentes mesures du risque comptable.

Jacquillat, Levasseur et Péné concluent que les ratios d'endettement sont positivement corrélés au risque de marché alors que le degré d'intégration et la rentabilité des fonds propres sont négativement corrélés avec le risque boursier. Mais, seule la rentabilité des fonds propres présente un coefficient de corrélation de rang statistiquement significatif sur les deux périodes. La croissance des bénéfices nets n'a un coefficient de rang statistiquement significatif que pour les années 1968-1971.

La variabilité des résultats est corrélée positivement avec le risque boursier dans la seconde période. Par contre, pour la première période, les deux mesures de la corrélation se contredisent, le coefficient de corrélation de rang étant négatif, ce qui contredit l'hypothèse selon laquelle le lissage des résultats diminue le risque de la firme. Les deux bêtas comptables ou les coefficients de variation des deux bêtas comptables ont des coefficients de corrélation de rang non significatifs pour la première sous-période. Pour la seconde sous-période, les deux bêtas comptables affichent une corrélation positive.

Par conséquent, la variabilité des bénéfices, qui est la plus étroitement associée au risque boursier dans l'étude de Beaver, Kettler et Scholes (1970), n'apparaît que timidement en France au cours de la seconde période (1968-1971).

Une régression multiple confirme globalement ces résultats. La rentabilité des fonds propres apparaît encore comme la mesure la mieux corrélée avec le risque boursier. Elle est également la seule variable comptable qui apparaisse sur les deux périodes et soit donc stable. La croissance des bénéfices nets réapparaît dans la seconde sous-période. La variabilité du ratio bénéfice par action sur cours (coefficient de variation du premier bêta comptable) apparaît dans la seconde sous-période. Il constitue avec la rentabilité des fonds propres et la croissance des bénéfices nets les trois meilleurs variables de la seconde période : ils expliquent 46% de la variance.

Compte tenu de l'étroitesse de l'échantillon, on doit considérer les résultats comme préliminaires. On remarque, cependant, que la rentabilité des fonds propres a un effet systématiquement réducteur du risque dans le contexte français.

On peut noter qu'en France la variabilité des résultats n'est que faiblement reliée au risque boursier contrairement à ce que montre les études américaines. Plus généralement, il ne semble pas que l'association entre les mesures du risque comptable et le risque boursier soit très élevée en France.

224. Farrelly, Ferris et Reichenstein (1985).

Farrelly, Ferris et Reichenstein se proposent eux-aussi d'étudier dans quelle mesure les mesures comptables du risque permettent de prédire le risque futur. Pour ce faire, ils proposent une mesure ex-ante du risque prévu. La prédiction du risque est définie par référence aux perceptions des analystes financiers. 200 réponses relatives à 25 actions de firmes parmi les plus importantes cotées à New-York ont été obtenues. Le questionnaire visait à évaluer le risque des actions sur une échelle de 1 à 9. Par hypothèse, chacun des titres est supposé appartenir à un portefeuille de titres diversifiés, l'objectif étant d'évaluer le risque systématique. Seul le nom de la société est mentionnée, il n'y a pas d'information supplémentaire dans le questionnaire.

L'évaluation moyenne du risque faite par les analystes financiers a été régressée avec les mesures comptables du risque pour déterminer si les nombres comptables permettent de prédire le risque futur de l'entreprise. Les tests reposent sur les coefficients de rang de Kendall et de Friedman.

Cette régression est significative pour trois mesures comptables : la croissance des actifs, l'endettement et la variabilité des résultats. La variance totale expliquée est de 0,79. Par conséquent, les états financiers donnent des indications sur le risque d'un portefeuille d'actions.

Il semble donc que les états financiers permettent d'anticiper ex-ante le risque de la firme. Ce sont la croissance des actifs et la variabilité des résultats qui sont les variables les plus significatives.

A la lecture de ces travaux, il semble que les nombres comptables et, en particulier, la variabilité des résultats permettent d'apprécier le risque d'une entreprise. En effet, les conclusions de ces études montrent généralement que les mesures comptables du risque sont reliées aux mesures boursières du risque même si ces relations semblent plus faibles dans le contexte français.

La question posée était de déterminer si le lissage comptable des résultats est un indicateur à lui tout seul du niveau de risque de l'entreprise. Ainsi, il semble qu'une entreprise ayant des résultats artificiellement lissés

mais qui parallèlement a un taux d'endettement élevé, des dettes représentant un fort pourcentage de l'actif... ne bénéficie pas des conséquences favorables du lissage sur l'appréciation de son risque. Dans ce cas de figure, il paraît probable que son risque réel ne soit pas atténué et que le lissage des résultats ne se traduise pas par une meilleure évaluation de la firme.

Rien ne garantit cette conclusion puisqu'aucune étude empirique n'a porté sur la relation entre une mesure du lissage comptable des résultats et les mesures boursières du risque en contrôlant les autres indicateurs du risque tel que le niveau d'endettement de la firme.

Conclusion

Dans la mesure où le lissage comptable des résultats n'a pas de fondement réel puisqu'il consiste en une réduction artificielle de la variance des résultats publiés, il ne devrait avoir aucun impact sur la valeur et sur le risque de la firme si les investisseurs sont rationnels. Observer une relation entre le lissage comptable des résultats et le risque d'une entreprise peut signifier que le degré de variabilité des résultats est une mesure synthétique des différentes mesures comptables du risque et, comme des travaux ont montré que ces mesures étaient reliées aux mesures boursières du risque, on peut en conclure que le lissage peut avoir une influence sur le risque de la firme.

Ces différents arguments avancés dans ce chapitre sont inscrits dans le cadre d'analyse de la théorie financière néoclassique. Ils se justifient, notamment, dans un contexte de symétrie d'information entre les actionnaires et le dirigeant. En relâchant cette hypothèse, la théorie des signaux avance l'idée que le lissage des résultats est susceptible d'affecter la valeur de la firme, puisqu'il constituerait un signal au marché financier de la bonne qualité de la firme. C'est ce cadre théorique que nous allons adopter maintenant pour justifier le fait que le lissage comptable des résultats peut améliorer la valeur de la firme même s'il n'a aucune influence sur les cash-flows ou sur le risque de la firme.