



HAL
open science

Réaction des analystes financiers à la publication des informations comptables manipulées : étude d'événement appliquée sur le cas français

Sarra Elleuch Hamza

► **To cite this version:**

Sarra Elleuch Hamza. Réaction des analystes financiers à la publication des informations comptables manipulées : étude d'événement appliquée sur le cas français. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. ⟨halshs-00548120⟩

HAL Id: halshs-00548120

<https://shs.hal.science/halshs-00548120v1>

Submitted on 18 Dec 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Réaction des analystes financiers à la publication des informations comptables manipulées : étude d'événement appliquée sur le cas français

Sarra ELLEUCH HAMZA

Maître assistant

ISCAE, Campus Universitaire 2010 Manouba, Tunisie, Téléphone : 216 71 600 705

Sarra.ell@iscae.rnu.tn ou sarelleuch@yahoo.fr

Résumé

Cet article a pour objectif l'identification du comportement des analystes financiers à la publication des informations comptables manipulées. En appliquant la méthodologie des études d'événement sur des données françaises, les résultats montrent que les analystes financiers révisent sensiblement leurs prévisions et s'alignent à la valeur publiée lorsque la gestion des résultats est insignifiante car ils trouvent le résultat publié informatif. En présence de gestion importante des résultats, les révisions des analystes n'atteignent pas la valeur publiée car elle incorpore une partie gérée pour des raisons opportunistes.

Mots clés

Analystes financiers - étude d'événement - gestion des résultats comptables.

Abstract

The objective of this paper is to identify the behavior of financial analysts at the disclosure of manipulated information's. The methodology is based in event studies applied using French data. The results show that financial analysts revise their expectations and meet the earnings announced if the earnings management is insignificant because they consider the earning announced informative. In presence of earnings management, revisions of analysts don't meet the earning published for opportunistic incentives.

Keywords

Financial analysts - event studies - earnings management.

Réaction des analystes financiers à la publication des informations comptables manipulées : étude d'événement appliquée sur le cas français

1. INTRODUCTION

L'utilité de l'information comptable publiée qu'elle soit intermédiaire ou annuelle a été mise en évidence par la littérature comptable. Elle n'est pas seulement utile pour les investisseurs comme cela a été validé sur plusieurs marchés financiers (Beaver, 1968 ; Ball et Brawn, 1968; Morse, 1981 ; Desrochers, 1991 ; Opong, 1995...) mais aussi pour les analystes financiers qui sont réputés être spécialistes dans la collecte et l'analyse des informations (Stickel, 1989 ; Brawn et Han, 1992 ; Grandin, 1992 ; Tchémini, 1993...). Leurs résultats montrent que les analystes révisent sensiblement leurs prévisions à la publication des informations comptables et que leurs prévisions deviennent plus précises en approchant la fin de l'exercice. Cela indique que les attentes des analystes ne traduisent pas nécessairement les résultats affichés par les dirigeants.

Certains auteurs considèrent que c'est le comportement des dirigeants qui explique cette divergence. Ainsi, Matsumoto (2002) précise que les dirigeants peuvent gérer soit les prévisions des analystes soit le résultat de l'entreprise en vue d'éviter les mauvaises surprises. Les dirigeants peuvent gérer les prévisions des analystes de deux manières. La première consiste à assister les analystes dans leur travail (Matsumoto, 1999). D'ailleurs, Hutton (2004) précise que les dirigeants guident souvent les analystes en revoyant en détail leurs modèles utilisés pour prévoir les résultats. La deuxième consiste à adopter une politique de divulgation d'informations préliminaires trompeuses. C'est ainsi que Baik et Jiang (2005) mettent en évidence l'importance des annonces des prévisions des dirigeants dans la révision des prévisions des analystes. Ils comparent les prévisions des analystes aux résultats publiés avant et après l'annonce des prévisions des dirigeants et trouvent que les analystes convergent plus vers le résultat publié après l'annonce des prévisions des dirigeants. Ce qui laisse supposer que les dirigeants peuvent prévoir des résultats pessimistes pour faire baisser les prévisions des analystes et éviter ainsi les mauvaises surprises. Libby et Tan (1999) examinent cet effet en présence d'annonces défavorables et trouvent que la préannonce des résultats défavorables fait baisser les prévisions des analystes financiers alors que la valeur réelle du résultat n'est pas aussi mauvaise que les dirigeants l'ont préannoncée. A l'annonce effective, la vraie valeur est dévoilée indiquant un niveau supérieur à celui attendu par les analystes financiers même

s'il est négatif, ce qui crée une surprise positive et amène les analystes à réviser leurs prévisions à la hausse. Cette stratégie contrebalance l'effet négatif des résultats défavorables en un effet positif.

Les dirigeants peuvent aussi gérer le résultat comptable pour publier des valeurs supérieures à celles prévues. Selon Richardson, Teoh et Wysoki, (1999), les firmes s'engagent dans des manipulations afin de battre les prévisions et éviter les mauvaises surprises, des manipulations qui sont sous-estimées par les analystes financiers.

Toutefois, cette conclusion n'est pas partagée par d'autres chercheurs qui affirment que les analystes financiers incorporent l'impact de la gestion des résultats dans leurs anticipations. C'est ainsi que DeFond et Park (2001) montrent que les analystes arrivent à anticiper la réversibilité des accruals. Ils ne révisent sensiblement leurs prévisions des résultats trimestriels à la hausse que si l'annonce des résultats de l'exercice précédent est favorable malgré une gestion à la baisse car ils savent que les accruals discrétionnaires négatifs vont se reverser au cours des exercices futurs entraînant la hausse des résultats futurs. De même, les analystes ne révisent significativement leurs prévisions à la baisse que si l'annonce est défavorable malgré une gestion à la hausse.

Le fait que les dirigeants puissent induire les analystes financiers en erreur soit en leur amenant à baisser leurs prévisions et éviter les pertes soit en gonflant le résultat de l'entreprise nous mène à examiner la réaction de ces analystes une fois le résultat est publié. A ce moment, les analystes peuvent observer l'écart entre ce qu'ils attendaient et ce que les dirigeants ont publié et s'apercevoir ainsi des manipulations éventuelles. Comment réagissent-ils à de telles situations ? Est-ce qu'ils maintiennent leurs positions ou ajustent leurs anticipations en fonction de l'information publiée ? L'ajustement éventuel de leurs anticipations se fait-il en s'alignant à la valeur publiée ou à la valeur qui devrait être publiée sans la manipulation ? Il nous a donc paru intéressant d'étudier le comportement des analystes financiers lors de l'annonce des informations comptables manipulées, c'est à dire, d'examiner si les analystes révisent leurs prévisions des résultats annuels à l'annonce des résultats du même exercice. Rares sont les études qui ont traité ce sujet car, à notre connaissance, la plupart ont examiné l'impact de l'annonce des résultats annuels ou intermédiaires sur les prévisions des résultats futurs et non pas actuels. Même celles qui ont examiné le comportement des analystes à la divulgation des résultats gérés avaient pour objectif de tester si les analystes intégraient la nature réversible des accruals et s'intéressaient donc aux résultats futurs.

L'examen du comportement des analystes financiers à l'annonce des résultats manipulés nous paraît avoir des implications importantes puisque l'ajustement ou non des prévisions des analystes reflète leurs avis sur l'aspect informatif du résultat publié. Cet avis constitue un indicateur pertinent aux investisseurs qui leur aide à bien interpréter les informations publiées et prendre les décisions adéquates. Le comportement des analystes devrait normalement conditionner le comportement des investisseurs. En effet, si les analystes s'alignent au résultat publié même s'il est manipulé, cela donne un signal aux investisseurs que le résultat est informatif et reflète la perspective future de l'entreprise. Par contre, si les analystes ne s'alignent pas, c'est qu'ils donnent plus de la valeur aux résultats non manipulés. La manipulation aura plutôt un effet opportuniste.

Pour déterminer la réaction des analystes, la méthodologie utilisée est empruntée de la méthodologie des études d'événement où la réaction des analystes est mesurée par le pourcentage des analystes qui révisent leurs anticipations à la publication et par l'ampleur et le sens de ces révisions. L'étude est réalisée dans le contexte français sur une période de 4 ans s'étalant de 1996 jusqu'à 1999 en raison de la disponibilité des données.

Pour ce faire, nous allons tout d'abord présenter, dans la première section, les développements avancés qui nous ont aidés à émettre nos hypothèses. La méthodologie appliquée pour tester ces hypothèses sera décrite dans la deuxième section. Les résultats obtenus et les interprétations correspondantes seront présentés dans la troisième section. Les conclusions de cette étude feront l'objet de la quatrième et dernière section.

2. LE DEVELOPPEMENT DES HYPOTHESES

Les dirigeants ont plusieurs motivations à gérer les résultats de manière à baisser ou élever le résultat comptable. Abarbanell et Lehavy (2003a) soulignent que les analystes financiers ne peuvent pas ou ne sont pas motivés à reporter ces manipulations dans leurs prévisions.

Ils ne peuvent pas anticiper ces manipulations car certains dirigeants s'engagent dans une activité de manipulation pour atteindre les prévisions déjà annoncées (Degeorge, Patel et Zeckhauser, 1999) ou tout juste les dépasser. Les analystes n'arrivent pas à prévoir la part des accruals dans le résultat car l'émission de leurs prévisions vient avant l'annonce des résultats et sous estiment ainsi l'impact de ces accruals. Dans ce sens, Richardson, Teoh et Wysoki (1999) affirment que les entreprises qui battent les prévisions comprennent souvent des éléments discrétionnaires positifs assez importants dans leurs bénéfices annoncés. Alors que les résultats des entreprises publiant des résultats inférieurs à ceux prévus englobent moins de manipulation (Abarbanell et Lehavy, 2003b). De même, l'adoption des principes comptables

favorisant le conservatisme rend la tâche de prévision plus difficile (Abarbanell et Leavy, 2003a). Ces derniers trouvent une corrélation entre l'erreur négative des prévisions et les accruals discrétionnaires négatifs. Ils concluent que lorsque les analystes prévoient un résultat supérieur à celui annoncé, cela est dû à leur sous estimation aux montants des accruals discrétionnaires négatifs. Cette sous estimation provient selon ces auteurs au fait que les normes comptables retiennent par prudence les éléments qui risquent d'augmenter les pertes et non pas ceux qui augmentent les gains éventuels. Alors que les analystes tiennent compte de l'ensemble des pertes et des gains éventuels.

Ils peuvent être non motivés à reporter les manipulations pour maintenir de bonnes relations avec les dirigeants et continuer à profiter de l'accès à certaines informations privées. D'ailleurs, Barth et Hutton (2001) considèrent que cette dernière raison est la cause principale de la non prise en compte des implications des accruals discrétionnaires. Toutefois, les analystes doivent aussi garder de bonnes relations avec les clients (les investisseurs) en publiant des prévisions assez précises. Sinon, les investisseurs vont se rendre compte des biais que comportent les prévisions et agiront différemment, ce qui fera perdre l'utilité de l'effort de l'analyste. Les analystes tiennent donc à présenter des prévisions assez précises. C'est ainsi que Hansen et Noe (1998) essaient de voir si les analystes sont capables de distinguer entre la perspective informative et la perspective opportuniste de la gestion des résultats en étudiant le signe des accruals discrétionnaires. Leurs conclusions affirment l'habileté des analystes à faire cette distinction puisqu'ils tendent à ne pas réviser leurs prévisions à la hausse (baisse) en réaction aux annonces favorables (défavorables) précédées par des annonces de résultats gérés à la baisse (hausse). Das et Shroff (2002) confirment ce comportement et précisent que la nature réversible des accruals discrétionnaires s'observent surtout dans le quatrième trimestre et que les analystes sont conscients de ce phénomène. Barth et Hutton (2004) expliquent que la variété des sources d'information mises à la disponibilité des analystes leur permet d'identifier les implications futures de ces accruals.

Devant cette contradiction dans les conclusions, plusieurs scénarios peuvent être préparés pour envisager la réaction des analystes à la publication des informations comptables manipulées :

- Premier scénario : L'analyste financier tient à afficher des prévisions précises aux investisseurs sans plaire nécessairement aux dirigeants sauf qu'il n'a pas les moyens lui permettant de prévoir les implications de la gestion des résultats. C'est à la publication des résultats annuels qu'il s'aperçoit de l'écart et de ses implications. Il peut soit s'aligner à la valeur publiée s'il considère que cette valeur traduit la perspective future de l'entreprise

soit afficher une autre valeur qui la juge plus pertinente à montrer la vraie situation de l'entreprise. Si les sources d'information en sa possession lui permettent d'anticiper correctement les implications de la manipulation, il peut maintenir sa dernière prévision avant la publication car il la considère juste.

- Deuxième scénario : L'analyste financier tient à garder de bonnes relations avec les dirigeants en s'alignant aux résultats publiés par les entreprises. Ils confirment ainsi la pertinence des résultats publiés quel que soit le sens de la gestion des résultats. Ainsi, si les analystes qui ont prévu des résultats pessimistes pour éviter aux dirigeants les mauvaises surprises peuvent réviser leurs anticipations après l'annonce en s'alignant à la valeur publiée. Cette révision aura donc un rôle confirmatoire.
- Troisième scénario : Une combinaison des deux premiers scénarios nous permet de penser que l'analyste fait mieux de s'approcher du résultat publié afin de garder de bonnes relations avec les dirigeants tout en signalant aux investisseurs le sens que devraient afficher les dirigeants et qui reflèterait plus la réalité. Ainsi, si les dirigeants affichaient un résultat géré à la hausse pour des raisons opportunistes, les analystes peuvent réviser légèrement à la baisse sans trop s'éloigner de la valeur annoncée. Par contre, s'ils trouvent que la gestion du résultat est informative, ils vont confirmer le résultat publié.

Nous allons adopter le troisième scénario car il nous paraît le plus adéquat vu qu'il permet de garder de bonnes relations avec les dirigeants tout en communiquant des informations assez précises aux investisseurs. Il serait donc intéressant de voir la réaction des analystes qui étaient optimistes ou pessimistes à la publication des résultats annuels gérés à la hausse ou à la baisse. Quatre situations peuvent se présenter :

- Situation 1 : Le résultat publié géré à la baisse est inférieur au résultat prévu par les analystes financiers. Les analystes peuvent ne pas intégrer l'impact négatif de la gestion des résultats, ce qui peut expliquer leurs prévisions optimistes. Leurs anticipations tendent plutôt aux résultats théoriques qui devraient être affichés sans la gestion des résultats.

$$\text{Gestion de résultat} < 0 \qquad \text{Ecart} = (\text{Résultat publié} - \text{Résultat prévu}) < 0$$

- Situation 2 : Le résultat publié géré à la hausse est supérieur au résultat prévu par les analystes. C'est la situation inverse de la première où les analystes affichent un résultat pessimiste peut être parce qu'ils n'ont pas tenu compte de la gestion positive du résultat.

$$\text{Gestion de résultat} > 0 \qquad \text{Ecart} = (\text{Résultat publié} - \text{Résultat prévu}) > 0$$

- Situation 3 : Le résultat publié, même géré à la hausse, reste inférieur à celui prévu. Le fait de tenir compte ou pas de la gestion des résultats ne change en rien l'optimisme des analystes.

Gestion de résultat >0

Ecart = (Résultat publié - Résultat prévu) <0

- Situation 4 : C'est la situation inverse de la précédente dans le sens où le résultat publié, même géré à la baisse, reste supérieur au résultat estimé.

Gestion de résultat <0

Ecart = (Résultat publié - Résultat prévu) >0

Les deux dernières situations indiquent que la gestion de résultat n'a pas d'effet sur les prévisions des analystes. Les prévisions des analystes ont été formulées indépendamment de la manipulation. Leur ajustement ne devrait pas être lié à la gestion de résultat. C'est les deux premières situations qui peuvent indiquer que la gestion du résultat induit les analystes en erreur. Si les analystes optimistes (pessimistes) révisent leurs prévisions à la baisse (hausse) suite à la divulgation des résultats gérés à la baisse (hausse) mais en gardant une valeur supérieure (inférieure) au résultat publié, c'est qu'ils ont ajusté leurs prévisions selon la valeur théorique qui devrait être affichée s'il n'avait pas de manipulation. De cette manière, ils donnent de l'importance aux résultats divulgués par les dirigeants tout en signalant aux investisseurs le sens de la manipulation. Par contre, si les analystes révisent leurs prévisions pour atteindre le résultat net, c'est qu'ils trouvent que le résultat géré informatif.

Pour pouvoir formuler une hypothèse sur le sens de l'ajustement des prévisions des analystes financiers, il faut tout d'abord supposer que les analystes donnent de l'importance à ces annonces. En effet, si les analystes financiers ne réagissent pas à cet événement, il n'y a aucun intérêt à analyser le sens de la réaction. C'est pour cela qu'avant d'émettre l'hypothèse principale, on va supposer, en premier lieu, que la majorité des analystes modifie leurs prévisions à l'annonce des résultats annuels. Nous pouvons ainsi formuler les deux hypothèses suivantes :

H_1 : Le pourcentage des analystes financiers qui révisent leurs prévisions à l'annonce des résultats comptables annuels est significatif.

H_2 : Les analystes financiers optimistes (pessimistes) révisent leurs prévisions à la baisse (hausse) à l'annonce des résultats annuels gérés à la baisse (hausse) sans nécessairement s'aligner à la valeur publiée.

3. LA METHODOLOGIE APPLIQUEE ET L'ANALYSE DESCRIPTIVE

3.1. LA MESURE DES VARIABLES

3.1.1. L'estimation des accruals discrétionnaires

La gestion de résultat est généralement mesurée par le niveau des accruals discrétionnaires (ACCDIS) qui sont déterminés par la différence entre les accruals totaux (ACCT) et ceux non discrétionnaires (ACCND).

$$ACCDIS_{it} = ACCT_{it} - ACCND_{it}$$

Les accruals totaux (ACCT) correspondent aux produits et charges qui n'ont pas généré un encaissement ou décaissement au cours de l'exercice au titre duquel ils ont été comptabilisés. Ils sont obtenus selon l'approche directe puisqu'elle permet de capter les accruals mieux que l'approche bilancielle (Hribar et Collins, 2002). L'analyse de la revue de la littérature a permis de choisir les modèles qui ont montré leur supériorité pour estimer les accruals non discrétionnaires. Nous avons retenu le modèle de Jones (1991) mais dont les paramètres sont estimés par secteur sur des données de Panel :

$$\frac{ACCT_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{s0} \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_{s1} \frac{\Delta CA_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_{s2} \frac{IMMO_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

avec :

- ΔCA_{it} = la variation du chiffre d'affaires du titre (i) entre les périodes (t) et (t-1) ;
- $IMMO_{it}$ = la valeur des immobilisations brutes du titre (i) à la période (t) y compris la valeur des écarts sur acquisitions. L'étude de Culvenor et all (1999) a montré la pertinence d'inclure la valeur des immobilisations incorporelles dans la détermination des accruals. La valeur de ces immobilisations n'incorpore pas la valeur des immobilisations financières.
- A_{it-1} : l'actif total net du titre (i) à la période (t-1) ;
- α_{s0} , α_{s1} et α_{s2} sont les paramètres du modèle qui sont estimés par secteur (s) sur des données de Panel. Dans le cadre de cette recherche, on a pu identifier 12 secteurs¹.

Les accruals discrétionnaires sont donc égaux à :

$$\frac{ACCD_{it}}{A_{it-1}} = \frac{ACCT_{it}}{A_{it-1}} - \left[\hat{\alpha}_{s0} \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{s1} \frac{\Delta CA_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{s2} \frac{IMMO_{it}}{A_{it-1}} \right]$$

¹ La répartition de l'échantillon selon ces différents secteurs d'activité est présentée en annexe.

L'ajout de la variable "Flux de trésorerie d'exploitation" dans le modèle ne nous paraît pas très intéressant dans notre cas puisque l'effet de cette variable est plutôt considérable pour les firmes en croissance ou celles s'introduisant en bourse.

3.1.2. L'estimation des biais optimistes et pessimistes

Pour distinguer les analystes pessimistes des analystes optimistes, il suffit de mesurer l'écart entre le résultat publié par les dirigeants et le résultat prévu par les analystes.

$$\text{Ecart}_i = (\text{Résultat Publié}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

Le résultat prévu est mesuré par le consensus du marché. Ce consensus est construit en considérant la moyenne arithmétique des dernières prévisions faites par chaque analyste financier. Si l'écart est positif, c'est que les analystes ont anticipé un résultat inférieur à celui affiché. Ils sont donc pessimistes. Au contraire, si les analystes ont prévu un résultat supérieur à celui annoncé (l'écart est négatif), c'est qu'ils étaient optimistes dans leurs prévisions.

3.2. LA MESURE DE LA REACTION DES ANALYSTES FINANCIERS ET LES TESTS STATISTIQUES UTILISES

Pour déterminer la réaction des analystes financiers, il y a lieu de comparer le pourcentage des analystes qui modifient leurs prévisions au moment de l'annonce avec le pourcentage normal des révisions. Si la différence est significative, c'est que l'annonce a apporté des informations qui n'étaient pas auparavant intégrées dans les prévisions antérieures. Etant donnée que la fréquence des prévisions n'est pas quotidienne, l'étude a été menée sur des données mensuelles. Les analystes corrigent leurs anticipations généralement avant, à l'annonce et tout juste après l'annonce. C'est pourquoi, la réaction des analystes est identifiée en étudiant le pourcentage des corrections faites le mois d'annonce ($t=0$).

La période d'estimation comprend les douze mois qui précèdent le mois d'annonce. Cependant, il faut signaler que les analystes apportent des corrections aux estimations antérieures au fur et à mesure de l'écoulement de l'exercice en cours ; notamment aux mois d'avril, juillet et octobre qui correspondent à la publication des informations trimestrielles. C'est pourquoi, les révisions relatives à ces mois ont été écartées.

Ainsi, pour chaque firme (i), il y a lieu de comparer le pourcentage des révisions des analystes réalisées durant la période d'événement (PR_{it}) avec la médiane des pourcentages des révisions effectuées durant la période d'estimation (\overline{PR}_i) afin de déterminer le pourcentage des révisions anormales (PRA_{it}).

$$PRA_{it} = PR_{it} - \overline{PR}_i$$

Pour le mois de l'annonce (t=0), le comportement des analystes de l'ensemble de l'échantillon (N) est mesuré par la moyenne des pourcentages des révisions anormales (MPRA_t).

$$MPRA = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N PRA_{it}$$

Les tests utilisés sont le test paramétrique en coupe instantanée et le test non paramétrique de Signe. Le test de Signe consiste à vérifier s'il y a autant de révisions anormales positives que négatives. Lorsque ces tests statistiques sont significativement négatifs, cela indique que les analystes ne réagissent pas puisque le nombre des révisions est nettement inférieur au nombre normal. Les analystes ont anticipé l'ampleur et le sens de la gestion de résultat et ont reporté leurs anticipations bien avant la publication. Au contraire, si les tests statistiques affichent des valeurs significativement positives, c'est que les analystes ont ajusté leurs prévisions en fonction des nouvelles informations. Dans ce cas, il serait intéressant d'examiner le sens et l'ampleur de leurs rectifications.

Pour déterminer si les analystes financiers ont modifié leurs prévisions à la baisse ou à la hausse, il y a lieu de comparer la valeur moyenne des révisions des analystes faites le mois de l'annonce (Résultat Révisé) de chaque firme (i) avec le consensus du marché (Résultat Prévu). Ce rapport est noté par "REVISION_i".

$$REVISION_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

Pour mesurer l'ampleur de ces révisions sur tout l'échantillon (N), il y a lieu de calculer la moyenne de ces rapports (MREVISION). Cette mesure nous permet de cerner le sens de la révision dans la mesure où un écart significativement positif (négatif) indique une révision à la hausse (baisse).

$$MREVISION = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N REVISION_i$$

Cependant, les analystes peuvent réviser leurs attentes mais sans s'aligner nécessairement à la valeur publiée. Afin de voir si les analystes convergent vers cette valeur, il y a lieu de comparer la valeur moyenne des révisions des analystes faites le mois de l'annonce (Résultat Révisé) de chaque firme (i) avec le résultat publié (Résultat Publié). Ce rapport est noté par "CONV_i".

$$CONV_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Publié}_i) / |\text{Résultat Publié}_i|$$

La moyenne de ces rapports (MCONV) mesure l'écart de l'ensemble de l'échantillon.

$$MCONV = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CONV_i$$

Un écart qui tend vers zéro indique que les analystes rectifient leurs prévisions pour se conformer à ce que les dirigeants ont publié. Un écart significativement positif (négatif) signale que les analystes sont persuadés que le résultat qui devrait être affiché est supérieur (inférieur) à celui réellement publié. Les mêmes tests statistiques ont été utilisés pour voir la significativité de ces deux mesures à savoir le test paramétrique en coupe instantanée et le test non paramétrique de Signe.

3.3. LE CHOIX DE L'ECHANTILLON

L'échantillon comprend les sociétés cotées à la Bourse de Paris (marchés au Comptant et à Règlement mensuel) sur une période de 4 ans qui s'étale de 1996 jusqu'à 1999 en raison de la disponibilité des données. Les dates d'annonce des résultats annuels sont collectées à partir du site *Les Echos*. Les données nécessaires pour mesurer les accruals discrétionnaires sont disponibles sur la base *DIANE* et dans les rapports annuels. Quant aux prévisions des analystes financiers, elles sont extraites de la base *I/B/E/S*. L'échantillon initial comprenait 128 entreprises observées sur 4 ans, ce qui faisait 504 cas. Les cas où les informations nécessaires sont indisponibles pour calculer les accruals discrétionnaires sont écartés (52 cas). De même, les entreprises qui sont suivies de moins de 3 analystes financiers sont aussi supprimées (20 cas). Enfin, tous les cas où il est impossible d'identifier une date d'annonce fiable ont été aussi écartés (160 cas). L'échantillon final est donc composé de 280 cas. De cet échantillon, on a pu identifier les cas où les analystes financiers sont optimistes en présence d'une gestion de résultat à la baisse (82 cas) et les cas inverses, c'est à dire, les cas où les financiers sont pessimistes en présence d'une gestion à la hausse (42 cas).

3.4. L'ANALYSE DESCRIPTIVE

Il apparaît selon le tableau 1 que les accruals discrétionnaires sont, en moyenne, négatifs et représentent 0,49% du total actif. Alors que le résultat net constitue 3,96% du total actif. Pour estimer l'ampleur réelle des manipulations, le tableau 1 présente aussi les statistiques de la valeur absolue des accruals discrétionnaires. Ces manipulations varient de 0,02% à 58,17% du total actif. Elle reflète en moyenne 4,99% du total actif avec un écart type de 6,44%. Les analystes financiers sont plutôt optimistes avant l'annonce puisque la moyenne et la médiane de leurs surprises sont négatives (respectivement de -4,11% et -2,33%). A l'annonce, les analystes semblent réviser leurs prévisions à la baisse puisque la moyenne et la médiane de

leurs révisions sont de -0,65% et -0,13%. Leurs rectifications restent tout de même supérieures au résultat publié de 2,57% en moyenne indiquant que les analystes ne s'alignent pas nécessairement à l'information divulguée. La gestion des résultats peut être une explication à ce comportement. Il faut, toutefois, passer à des analyses plus détaillées pour confirmer cette interprétation.

Tableau 1 : Résumé des statistiques descriptives de l'échantillon

	ACCD/TA	ACCD /TA	RN/TA	ECART	REVISION	CONV
Moyenne	-0,49%	4,99%	3,96%	-4,11%	-0,65%	2,57%
Médiane	-0,44%	3,01%	3,59%	-2,33%	-0,13%	1,62%
Maximum	50,46%	58,17%	53,14%	77,08%	47,32%	85,08%
Minimum	-58,17%	0,02%	-29,41%	-84,54%	-67,35%	-64,71%
Ecart type	8,13%	6,44%	5,81%	22,24%	12,58%	19,07%

- ACCD désigne les accruals discrétionnaires estimés selon le modèle de Jones.

- |ACCD| désigne la valeur absolue des accruals discrétionnaires estimés selon le modèle de Jones.

- TA est le total de l'actif.

- RN est le résultat net.

- ECART désigne la surprise des analystes financiers qui se traduit par un biais optimiste ou pessimiste.

$$\text{Ecart}_i = (\text{Résultat Publié}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- REVISION désigne l'ampleur de la révision des analystes financiers à l'annonce des résultats.

$$\text{REVISION}_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- CONV désigne le degré de convergence des analystes financiers vers le résultat publié à l'annonce.

$$\text{CONV}_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Publié}_i) / |\text{Résultat Publié}_i|$$

4. LA REACTION DES ANALYSTES FINANCIERS A L'ANNONCE DES RESULTATS ANNUELS : RESULTATS ET INTERPRETATIONS

Le tableau 2 (Panel A) affiche tout d'abord la moyenne des pourcentages anormaux des analystes qui révisent leurs anticipations à l'annonce des résultats annuels (PRA). Elle est de 1,63% pour les cas d'entreprises qui gèrent à la baisse pour afficher des valeurs inférieures à celles prévues par les analystes et de 2,33% pour les cas qui gèrent à la hausse pour divulguer des résultats supérieurs à ceux anticipés. Quel que soit l'échantillon, les résultats montrent que les analystes financiers révisent sensiblement leurs attentes puisque le test de Student affiche des valeurs significatives au seuil de 5% pour les deux échantillons (respectivement de 2,16 et 2,06). Le test de Signe confirme cette conclusion même s'il n'est pas significatif pour le premier échantillon (respectivement de 1,54 et 2,27). Cela indique que l'annonce des résultats annuels apporte des nouvelles qui mènent les analystes à corriger leurs anticipations. Les annonces annuelles ne sont pas seulement utiles aux analystes pour bien anticiper les résultats des exercices futurs mais comprennent aussi des nouveautés pour l'exercice en question. L'hypothèse 1 est donc confirmée.

Tableau 2 : Résultats de la réaction des analystes financiers à l'annonce des résultats manipulés

Panel A	ACCD<0 et ECART<0 (N=82)			ACCD>0 et ECART>0 (N=42)		
	PRA	REVISION	CONV	PRA	REVISION	CONV
Moyenne	1,63%	-0,63%	8,63%	2,33%	3,78%	-6,99%
Test de Student	2,16*	-0,67	4,51**	2,06*	2,34*	-2,95**
Test de Signe	1,54	-0,72	5,66**	2,27*	1,41	-3,28**
Panel B	(RT-RE)>0 et ECART<0 (N=79)			(RT-RE)<0 et ECART>0 (N=40)		
	PRA	REVISION	CONV	PRA	REVISION	CONV
Moyenne	1,85%	-1,95%	9,36%	2,28%	2,89%	-8,61%
Test de Student	2,31*	-1,74	5,03**	1,20	2,58*	-3,35**
Test de Signe	1,57	-1,16	5,74**	0,95	1,77	-3,36**

* indique que les valeurs sont significatives au seuil de 5%.

** indique que les valeurs sont significatives au seuil de 1%.

- ACCD désigne les accruals discrétionnaires estimés selon le modèle de Jones Modifié.

- ECART désigne la surprise des analystes financiers qui se traduit par un biais optimiste ou pessimiste.

$$\text{Ecart}_i = (\text{Résultat Publié}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- RT est le résultat théorique que l'entreprise devrait afficher s'il n'y avait pas de manipulation. Il correspond à la différence entre le résultat publié et les accruals discrétionnaires.

- RE est le résultat estimé par les analystes noté encore par Résultat prévu.

- PRA désigne le pourcentage des révisions anormales de l'échantillon.

- REVISION désigne l'ampleur de la révision des analystes financiers à l'annonce des résultats.

$$\text{REVISION}_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- CONV désigne le degré de convergence des analystes financiers vers le résultat publié à l'annonce.

$$\text{CONV}_i = (\text{Résultat Révisé}_i - \text{Résultat Publié}_i) / |\text{Résultat Publié}_i|$$

L'ajustement des analystes ne signifie pas nécessairement qu'ils s'alignent aux valeurs publiées. Au contraire, les résultats du tableau 2 (Panel A) ont montré que les analystes révisent de manière significative sans atteindre le résultat publié. En effet, lorsque les résultats sont gérés à la baisse alors que les analystes estimaient une valeur supérieure, ces derniers révisent leurs attentes et corrigent à la baisse mais sans être significatives. Ni le test de Student (-0,67) ni le test de signe (-0,72) présente une valeur significative. Ils ne confirment pas les résultats présentés par les dirigeants puisque leurs révisions restent toujours supérieures aux résultats divulgués. Les tests statistiques sont significatifs au seuil de 1% (Test de Student=4,51 et Test de Signe=5,66). Cela indique donc qu'à l'annonce, les analystes gardent presque la même position sauf qu'ils ramènent un petit peu leurs prévisions aux valeurs divulguées pour garder de bonnes relations avec les dirigeants. Il semble d'après les résultats du panel A que les analystes ont anticipé le résultat théorique que devraient annoncer les dirigeants s'il n'avait pas de manipulation bien avant la publication puisqu'ils ont prévu un résultat supérieur à la valeur publiée qui ne tient pas compte de la baisse des accruals.

Toutefois, on ne peut pas confirmer cette déduction pour tous les cas surtout lorsque le résultat théorique est supérieur aussi bien au résultat estimé que publié. C'est dans ce cadre

qu'on a repris le même travail mais en se focalisant sur les cas où les analystes sont toujours optimistes mais estiment des valeurs inférieures aux résultats théoriques. Il apparaît d'après le tableau 2 (Panel B) que les analystes ne corrigent pas à la hausse mais plutôt à la baisse puisque la moyenne des révisions est négative de -1,95% sans être significative au seuil de 5% (-1,74 pour le test de Student et -1,16 pour le test de Signe). Ils s'éloignent donc de la valeur théorique pour se positionner entre cette valeur et la valeur publiée. Ils essaient d'afficher des valeurs qui plaisent aux dirigeants tout en signalant aux investisseurs le sens de manipulation. Etant donné que leurs corrections ne convergent pas vers les résultats publiés, cela signale aux investisseurs que les manipulations ne sont pas informatives mais plutôt opportunistes car si c'était vrai, les analystes devraient s'aligner à la valeur publiée pour confirmer aux investisseurs l'importance des informations divulguées sur les perspectives futures de l'entreprise.

Les mêmes interprétations peuvent être déduites lorsqu'on se penche sur l'échantillon d'entreprises qui gèrent à la hausse alors que les analystes prévoient une valeur inférieure. Un nombre significatif d'analystes révise leurs prévisions puisque les tests de Student et de Signe sont respectivement significatifs de 2,06 et 2,27 au seuil de 5%. Même si les analystes sont pessimistes (Prévisions < Réalisations) et ajustent, à l'annonce, leurs prévisions significativement à la hausse (le test de Student de 2,34 étant significatif à 5%), ils continuent à afficher des résultats significativement inférieurs aux résultats publiés au seuil de 1% (-2,95 pour le test de Student et -3,28 pour le test de Signe). Leurs ajustements s'éloignent du résultat théorique puisque le Panel B du tableau 2 montre une hausse significative des révisions (le test de Student de 2,58 étant significatif au seuil de 5%). Les analystes s'approchent donc au résultat publié pour montrer leur complaisance mais signalent aux investisseurs que les résultats publiés sont gonflés. L'hypothèse 2 est donc confirmée.

Pour identifier l'impact de l'information comptable manipulée sur le comportement des analystes avec plus de précision, on a classé les cas des firmes qui gèrent fortement leurs résultats des autres cas dont la gestion des résultats est insignifiante. Pour séparer entre ces deux groupes, on a considéré que les firmes dont la valeur absolue des accruals discrétionnaires dépasse 2% du total actif présentent une gestion de résultat assez forte. Celles qui ont une valeur inférieure à ce seuil représentent le quartile le plus faible de tout l'échantillon collecté initialement. Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau 3.

Les résultats du Panel A sont similaires à ceux déjà obtenus initialement. Par contre, certaines différences résident lorsqu'il s'agit de gestion faible des résultats (Panel B du tableau 3). Il s'agit précisément des cas où les analystes sont pessimistes et que les dirigeants gèrent les

résultats à la hausse. Les analystes révisent significativement à la hausse (une moyenne de 4,31% significative au seuil de 5%) de façon à atteindre le résultat publié puisque les tests statistiques ne détectent pas une différence significative entre la valeur publiée et celle révisée (Test de Student = -1,47).

Ainsi, lorsque la gestion des résultats est insignifiante, les analystes trouvent le résultat publié informatif et s'ajustent en fonction de cette valeur. Alors que si les accruals discrétionnaires sont importants, le résultat publié devient moins informatif car il incorpore une partie gérée pour des raisons opportunistes.

Tableau 3 : Résultats de la réaction des analystes financiers en présence de gestion forte et faible des résultats

Panel A : Gestion forte des résultats						
	ACCD<0 et ECART<0 (N=49)			ACCD>0 et ECART>0 (N=21)		
	PRA	REVISION	CONV	PRA	REVISION	CONV
Moyenne	1,88%	-1,85%	10,45%	1,42%	4,25%	-9,47%
Test de Student	1,75	-1,07	3,43**	0,86	1,90	-2,48*
Test de Signe	0,78	0,00	4,13**	1,15	1,79	-3,13**
Panel B : Gestion faible des résultats						
	ACCD<0 et ECART<0 (N=33)			ACCD>0 et ECART>0 (N=21)		
	PRA	REVISION	CONV	PRA	REVISION	CONV
Moyenne	1,20%	-1,32%	7,38%	4,42%	4,31%	-4,08%
Test de Student	1,11	-0,64	2,97**	3,16**	1,95*	-1,47
Test de Signe	0,96	-0,73	3,65**	2,67**	0,45	-1,09

* indique que les valeurs sont significatives au seuil de 5%.

** indique que les valeurs sont significatives au seuil de 1%.

- ACCD désigne les accruals discrétionnaires estimés selon le modèle de Jones Modifié.

- ECART désigne la surprise des analystes financiers qui se traduit par un biais optimiste ou pessimiste.

$$\text{Ecart}_i = (\text{Résultat Publi}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- RT est le résultat théorique que l'entreprise devrait afficher s'il n'y avait pas de manipulation. Il correspond à la différence entre le résultat publié et les accruals discrétionnaires.

- RE est le résultat estimé par les analystes noté encore par Résultat prévu.

- PRA désigne le pourcentage des révisions anormales de l'échantillon.

- REVISION désigne l'ampleur de la révision des analystes financiers à l'annonce des résultats.

$$\text{REVISION}_i = (\text{Résultat Révis}_i - \text{Résultat Prévu}_i) / |\text{Résultat Prévu}_i|$$

- CONV désigne le degré de convergence des analystes financiers vers le résultat publié à l'annonce.

$$\text{CONV}_i = (\text{Résultat Révis}_i - \text{Résultat Publi}_i) / |\text{Résultat Publi}_i|$$

5. CONCLUSION

Cet article identifie le comportement des analystes financiers face aux informations comptables manipulées divulguées par les entreprises françaises. Il souligne l'utilité de l'annonce des résultats annuels pour les analystes financiers réputés détenir les informations privées et privilégiées. Il montre aussi que leur comportement diffère selon que l'information est ou non manipulée. Il précise, en particulier, que les analystes peuvent corriger sensiblement leurs révisions pour atteindre les résultats publiés lorsque la manipulation n'est pas très importante. Ils considèrent ainsi que le résultat publié est informatif. Au contraire, en présence de gestion forte des résultats, les révisions des analystes s'approchent des résultats publiés mais restent significativement différentes. Les analystes financiers, ne confirmant pas la valeur publiée, signalent aux investisseurs le comportement opportuniste des dirigeants.

Cette étude nous semble assez intéressante parce que, premièrement, il y a peu de recherches qui se sont réalisées dans ce sens et deuxièmement parce que les résultats obtenus peuvent aider les investisseurs à comprendre les implications des informations comptables publiées. C'est ainsi que l'alignement des analystes aux résultats annoncés par les dirigeants leur indique que ces résultats ne sont pas manipulés pour des raisons opportunistes mais sont plutôt informatifs. Les investisseurs peuvent se fier à ces valeurs. Par contre, les révisions des analystes qui diffèrent des résultats publiés signalent aux investisseurs que ces résultats incorporent une partie manipulée et que cette manipulation est plutôt opportuniste. Même si les analystes s'approchent un peu de la valeur publiée, cela ne doit pas être interprété comme une convergence vers le résultat publié mais seulement un comportement de complaisance de la part des analystes financiers afin de continuer à accéder aux informations privées détenues par les dirigeants.

Ces résultats doivent toutefois être validés par la réalisation d'autres recherches complémentaires. Il s'agit, par exemple, de distinguer les entreprises qui présentent des accruals discrétionnaires réversibles ayant des motivations opportunistes de celles qui ont une tendance uniforme d'accruals signalant l'évolution future de leurs résultats. Une réaction des analystes financiers à l'annonce des résultats annuels du premier groupe qui ne converge pas vers la valeur publiée montrera que les analystes se sont aperçus des manipulations opportunistes des dirigeants. Un ajustement qui atteint le résultat publié dans le deuxième groupe indiquera que les analystes se sont aussi aperçus du caractère informatif des accruals. De tels résultats peuvent conforter nos conclusions.

ANNEXE : Répartition de l'échantillon selon les différents secteurs

	Taille
Agroalimentaire	43
Biens de Consommation	28
Chimie	38
Communication	35
Distribution	87
Energie-produits de base	38
Géni Civil	28
Haute Technologie	55
Industrie de base	28
Industrie de transformation	117
Services	74
Transport	25

6. REFERENCES

Abarbanell, J. et R. Lehavy (2003a), "Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent Bias and Over/Underreaction in Analysts' Earnings Forecasts", *Journal of Accounting and Economic*, Vol.36, N°1-3, pp.105-146.

Abarbanell, J. et R. Lehavy (2003b), "Can Stock Recommendations Predict earnings Management and Analysts' Earnings Forecast errors", *Journal of Accounting Research*, Vol.41, Mars, pp.1-31.

Baik, B. et G. Jiang (2005), " Do Management Forecasts Dampen Analysts' Expectations?", *Papier de recherche*.

Ball, R. et P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Automne, pp.159-178.

Barth, M.E. et A. Hutton (2001), "Financial Analysts and the Pricing of Accruals", *Papier de recherche*, Université de Harvard et Université de Stanford.

Barth, M.E. et A. Hutton (2004), "Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals", *Review of accounting studies*, Vol.9, pp.59-96.

Beaver, W.H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Empirical Research in Accounting Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research*, Vol.6, pp.67-92.

Brown L.D. et J.C.Y. Han (1992), "The Impact of Annual Earnings Announcements on Convergence of Beliefs", *The Accounting Review*, Vol.67, N°4, pp.862-875.

Culvenor, J. et J. Godfrey (1999), "Modelling Total Accruals in an International Environment: The Impact of Alternative Measures of PPE", *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, Index issue, Vol.8, N°2, pp.289-314.

Das, S. et P.K. Shroff (2002), "Fourth Quarter Reversals in Earnings Changes and Earnings Management", *Papier de recherche*.

DeFond, M.L. et C.W. Park (2001), "The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises", *The Accounting Review*, Juillet, pp.375-404.

Degeorge, F., J. Patel et R. Zeckhauser (1999), "Earnings Management to exceed Thresholds", *Journal of Business*, Vol.72, pp.1-33.

Desrochers, J. (1991), "Bénéfice Annuel et Réaction Boursière au Canada", *FINECO*, Vol.1, N°1 Automne, pp.61-77.

Grandin P. (1992), "*Analyse du Contenu Informationnel d'un Consensus de Marché*", Thèse pour le doctorat en Sciences de Gestion, Paris IX.

Hansen, G.A. et C.N. Noe (1998), "Do Managers' Accrual Decisions Speak Lower Than Words" *Papier de recherche*, Université de Harvard.

Hribar, P et D.W. Collins (2002), "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, Vol.40, N°1, pp.105-134.

Hutton, A.P. (2004), "Determinants of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure and Bias in Analysts' Earnings Forecasts", *Papier de recherche*, Tuck School of Business at Dartmouth.

Jones, J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol.29, N°2, pp.193-228.

Libby, R. et H.T Tan (1999), "Analysts' Reactions to Warnings of Negative Earnings Surprises", *Journal of Accounting Research*, Vol.37, N°1, pp.415-436.

Matsumoto, D.A. (1999), "Management's Incentives to Guide Analysts' Forecasts", *Papier de recherche*, Université de Harvard.

Matsumoto, D.A. (2002), "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises", *The Accounting Review*, Vol.77, N°3, Juillet, pp.483-514.

Morse, D. (1981), "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: a Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, Vol.19, N°2, pp.374-383.

Opong, K.K. (1995), "The Information Content of Interim Financial Reports: UK Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 22, N°2, pp.269-279.

Richardson, S., S.H. Teoh et P. Wysocki, (1999), "Tracking Analysts' Forecasts over the Annual Earnings Horizon: Are Analysts' Forecasts Optimistic or Pessimistic? *Papier de recherche*, Université de Michigan, Ann Arbor, MI.

Stickel, S.E. (1989), "The Timing of and Incentives for Annual Earnings Forecasts Near Interim Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economic* 11, pp. 275-292.

Tchémeni, E. (1993), "Le Contenu Informatif des Prévisions de Résultats Exprimées par les Analystes et les Dirigeants d'Entreprises" Cahier de Recherche N°9305, *Centre de Recherche sur la Gestion*, Université de Paris-Dauphine.