

BENEFICE COMPTABLE ET VALEUR DE LA FIRME CAS DES ENTREPRISES COTEES A LA BOURSE DE PARIS

Nadia SBEI

Assistante

IHEC, 2016 Carthage -Présidence TUNISIE

Tél. : 002161774720 - E-mail : nadia.sbei@ihec.rnu.tn

Résumé

Ce papier analyse l'association entre les rendements boursiers et les bénéfices pour un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Paris pour les années 1995 jusqu'à 1998. Nous avons testé cette association en distinguant entre les normes comptables adoptées par les firmes. Les résultats indiquent que le contenu informationnel du bénéfice varie selon les normes ayant servi à sa préparation.

Mots clés. - marchés financiers – association - coefficient du bénéfice - référentiels comptable normes françaises - GAAP américain - IAS.

Abstract

This paper analyses the association between market returns and earnings for a sample of companies listed at Paris Stock Exchange from the years 1995 to 1998. This association had been tested by distinguishing between the accounting standards adopted by the firms. The results indicate that the information content of earnings changes according to the standards adopted.

Keywords: capital markets – association - earnings response coefficients - accounting standards - french GAAP - US GAAP - IAS's.

Les exigences des publications comptables édictées par les organismes de réglementation des marchés financiers internationaux constituent une des barrières les plus importantes pour l'admission à la cotation¹. Cependant, le marché financier français accepte les publications comptables préparées selon des normes étrangères. Les entreprises cotées ne sont pas tenues de publier des états de rapprochement aux normes françaises. Nous utilisons l'information du bénéfice comptable pour comparer son contenu informationnel pour les entreprises adoptant les normes françaises avec celles adoptant les principaux référentiels comptables internationaux : les normes de l'International Accounting Standard Committee (les IAS) et les GAAP américains (Generally Accepted Accounting Principles). Notre objectif est de tester empiriquement la relation entre la valeur de l'entreprise sur le marché (mesurée par le rendement boursier du titre) et le bénéfice, en distinguant entre les différents référentiels comptables adoptés par les entreprises. Il s'agit de voir si le degré d'association entre ces deux variables varie selon le référentiel comptable ayant servi à la préparation du résultat. Nous supposons que plus ladite relation est validée et forte, plus les normes utilisées pour mesurer le bénéfice sont de meilleure qualité².

La méthodologie consiste à tester le degré d'association entre le rendement boursier et le bénéfice par action à travers une régression pour un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Paris. Nos tests sont à réaliser à deux niveaux :

- Comparaison du contenu informationnel du bénéfice mesuré selon les normes comptables françaises avec celui du bénéfice mesuré selon des normes autres que françaises.
- Comparaison du contenu informationnel du bénéfice mesuré selon les normes comptables françaises avec celui du bénéfice mesuré selon les IAS et les GAAP américains.

Les résultats dégagés pourraient contribuer à la résolution du problème des exigences des publications comptables pour les entreprises étrangères. Prétendre que les investisseurs sont mieux protégés lorsque les entreprises utilisent les normes comptables locales, est une assertion qui n'est pas toujours valable si des normes autres que locales, tels que les GAAP américains, permettent de refléter au même titre ou même mieux que les normes locales la réalité économique de l'entreprise. Le reste du papier est organisé comme suit : la seconde section présente une revue de la littérature, la troisième l'échantillon, la quatrième la

¹ C'est essentiellement le cas des marchés financiers américains qui exigent, pour les sociétés non américaines cotées, la publication des états financiers rapprochés aux GAAP américains (le formulaire 20-F).

² Les critères d'évaluation des normes comptables sont divers : voir Reither (1998) et Rogero (1998).

méthodologie, puis les résultats sont exposés dans la section 5 et enfin nous terminons par des points de conclusion dans une dernière section.

1. Revue de la littérature

Un courant de recherche important utilise des études d'association ou de réaction³ afin de comparer la pertinence des informations comptables mesurées selon des normes comptables différentes. Dans ce genre d'études la comparaison entre les référentiels comptables est réalisée soit à travers l'examen d'un échantillon global constitué de sous-échantillons d'entreprises appartenant à des pays différents, soit l'examen d'un seul référentiel à travers sa comparaison avec un ou plusieurs systèmes de référence. Nous présentons dans ce qui suit les études d'association les plus récentes dans ce domaine.

1.1. Comparaison inter-pays

Alford et al (1993) ont analysé séparément la relation rendement boursier/bénéfice et variation de bénéfice pour un échantillon formé d'entreprises appartenant à 10 pays. Ils montrent que les bénéfices comptables préparés suivant les GAAP de l'Australie, de la France, des Pays Bas et de la Grande Bretagne sont plus informatifs que ceux préparés suivant les GAAP américains. Des résultats inverses ont été trouvés pour le Danemark, l'Allemagne, l'Italie, la Singapour et la Suède.

S'intéressant uniquement à des pays européens, Rees (1998) a utilisé des échantillons d'entreprises appartenant à 14 pays afin d'analyser et comparer le contenu informationnel du résultat et des capitaux propres. D'une manière générale, les coefficients des deux variables étudiées étaient significatifs pour tous les échantillons. Ceci signifie que les informations fournies par l'état de résultat et le bilan sont associées avec la valeur de l'entreprise sur le marché. Ce qui marque les résultats trouvés dans cette étude est le pouvoir explicatif élevé des modèles analysés, à l'exception des cas de l'Allemagne et le Norvège. La variation du cours de l'action est expliquée de 41% à 77% par le résultat et les capitaux propres. Les résultats

³ La réaction du marché lors de la publication d'informations comptables permet d'indiquer que les cours des actions se comportent comme si les investisseurs étaient en train de les utiliser au moment de leur publication. Cependant, les études d'association, réalisées sur un intervalle de temps plus large, indiquent que les informations contenues dans les documents comptables sont corrélées avec les informations utilisées par les investisseurs pour évaluer les actions. Les études de réaction sont destinées à montrer que les investisseurs utilisent actuellement les rapports comptables.

indiquent qu'à travers les 14 pays, il y a un compromis entre l'importance accordée aux deux informations analysées. C'est ainsi que le bénéfice est plus informatif en Espagne, Grande Bretagne, Italie, Suisse, Pays Bas, Belgique et Irlande. Les capitaux propres sont plus pertinents que les bénéfices pour la valorisation des entreprises en Suède, au Danemark, en Finlande, en Norvège, en France et en Autriche.

Afin d'analyser et de comparer le degré de pertinence des informations publiées par les entreprises étrangères cotées sur un marché financier donné, Frost et Pownall (1994) ont analysé un échantillon de 110 entreprises provenant de 14 pays et qui sont cotées simultanément aux marchés financiers américains et britanniques. Ils ont comparé la réaction des marchés lors de la publication du bénéfice. Les résultats indiquent que les marchés américains réagissent plus lors de l'annonce des bénéfices des entreprises non américaines que sur les marchés britanniques lors de l'annonce des bénéfices des entreprises non britanniques. Les auteurs expliquent ces résultats, non pas par la qualité de l'information publiée⁴ mais plutôt par les caractéristiques des marchés financiers. C'est ainsi que les tests montrent que les marchés financiers américains sont plus liquides que les britanniques.

Des études récentes ont introduit dans les modèles testés une variable reflétant la structure institutionnelle des pays formant l'échantillon. Elles supposent que les pratiques relatives à la publication d'informations financières dans un pays donné, sont endogènes aux structures institutionnelles, ce qui engendre des différences dans les caractéristiques des informations publiées et précisément au niveau de la pertinence.

Les pays sont scindés en deux groupes sur la base d'un facteur institutionnel donné. Ainsi, les pays n'appartenant pas au même groupe sont considérés hétérogènes au regard de ce facteur. Généralement, les deux groupes sont celui des pays anglo-saxons ou d'économie d'investissement et le groupe continental.

Ali et Hwang (1999) ont analysé cinq facteurs institutionnels qui sont supposés être reliés à la réglementation comptable et au contenu informationnel des informations publiées dans 16 pays. Les facteurs sont le système de financement, la normalisation comptable, pays anglo-saxon ou continental, alignement de la comptabilité avec la fiscalité et l'importance de l'audit

⁴ En fait cet effet a été annulé parce que la comparaison, pour les deux pays, est relative à des entreprises étrangères et par conséquent qui adoptent des normes méconnues par les investisseurs locaux.

externe. Ils ont testé l'association entre les informations publiées (niveau courant et variation du bénéfice, cash flow et capitaux propres) avec les cinq facteurs institutionnels et le facteur principal⁵. Les résultats montrent une corrélation significative, ce qui signifie que la pertinence des informations comptables publiées dépend de la structure institutionnelle de l'environnement des entreprises. Les informations sont moins pertinentes dans les pays ayant une ou plusieurs des caractéristiques suivantes : le système de financement est basé sur les banques, la normalisation comptable est assurée par un organisme privé, l'alignement de la comptabilité avec la fiscalité est important et le pays appartient au modèle continental.

Notons que plusieurs études se sont intéressées à la comparaison des pratiques comptables dans des pays de l'Union Européenne, particulièrement la France, l'Allemagne et la Grande Bretagne : Gray (1980), Joos et Lang (1994) et Joos (1998). En effet, les chercheurs considèrent ces pays comme un champ intéressant pour mener ce genre de recherches. L'Allemagne et la Grande Bretagne présentent les deux pôles extrêmes de la philosophie comptable : le modèle continental et le modèle anglo-saxon. La France occupe une position intermédiaire.

Les résultats dégagés par ces trois études sont, en grande mesure, convergents. Toutes les hypothèses relatives à un degré de prudence élevé pour l'Allemagne et la France ont été confirmées. De même, il a été toujours vérifié que les informations publiées en Grande Bretagne répondent principalement aux besoins des investisseurs. Ces résultats nous paraissent assez surprenants et méritent d'être analysés davantage. En effet, en passant de l'étude de Gray (1980) à l'étude de Joos (1998) on devrait s'attendre à une convergence des trois systèmes comptables. Ceci étant, suite à un éventuel effet d'harmonisation par l'adoption des directives européennes. D'ailleurs, en menant des tests pour deux périodes distinctes : période prédictive (1982-1986) et période post prédictive (1988-1990)⁶, Joos et Lang (1994) ont abouti à une convergence limitée des trois systèmes comptables durant la période post prédictive.

1.2. Comparaison avec un modèle de référence

⁵ Vu la forte corrélation entre les facteurs institutionnels (l'indice de Spearman varie entre 0,51 et 0,88), l'étude d'association a été précédée par une analyse factorielle en composantes principales. Le facteur principal explique 85% de la variation des observations. Les facteurs institutionnels sont fortement corrélés avec le facteur principal (l'indice de Spearman varie entre 0,66 et 0,96).

⁶ Les auteurs supposent que les trois systèmes convergent significativement durant la période post prédictive suite à l'adoption des directives européennes.

Des études ont évalué la pertinence et la fiabilité des informations comptables déterminées suivant une réglementation donnée en les comparant à un système de référence. La méthodologie adoptée est, généralement, la technique du matching. Pour un échantillon d'entreprises appartenant à un pays donné, un autre échantillon qui lui correspond est construit. Ce dernier est formé d'entreprises provenant d'un autre pays, mais ayant des caractéristiques similaires aux premières. En fait, ces études supposent implicitement que les informations comptables publiées par les entreprises formant l'échantillon de correspondance sont pertinentes.

Les échantillons de correspondance analysés par Hall et al (1994) et Harris et al (1994) ont été construits à partir d'entreprises américaines. Ils ont analysé, respectivement, des échantillons d'entreprises japonaises et allemandes. Ces deux études ont utilisé des méthodologies similaires. Ils ont analysé les associations rendement boursier/bénéfice et variation de bénéfice et cours de l'action/valeur comptable de l'action⁷.

Les résultats de Hall et al (1994) montrent que durant la période analysée, 1971-1991, les investisseurs japonais utilisent l'information comptable beaucoup moins que les investisseurs américains. Ceci étant dû au fait que les investisseurs japonais ont accès à des informations autres que les documents comptables. Ils ne tiennent pas compte de ces documents parce qu'ils jugent qu'ils sont dépourvus d'assez de pertinence et de fiabilité.

Les modèles testés par Harris et al (1994) estiment pour l'échantillon d'entreprises allemandes chaque information comptable par deux variables : les informations réellement publiées et les informations ajustées par les analystes allemands "DVFA". Ils ont trouvé que la corrélation entre les rendements boursiers et les résultats publiés est similaire pour les entreprises américaines et allemandes. Cependant, les PER des entreprises allemandes sont plus élevés. Ce résultat confirme le degré de conservatisme élevé des pratiques comptables allemandes. Les modèles d'évaluation⁸ des entreprises allemandes ont un pouvoir explicatif plus faible. Ceci étant dû, en grande partie, à un faible degré de pertinence de la valeur comptable des entreprises allemandes. Enfin, les résultats ajustés par les analystes allemands ont un contenu informationnel plus élevé que les résultats mesurés suivant les normes allemandes. Les

⁷ La différence entre les modèles testés dans les deux études réside dans l'utilisation d'une autre variable explicative du cours de l'action par Harris et al (1994) : bénéfice par action.

auteurs proposent la non utilité de rapprochement des résultats des entreprises allemandes cotées aux Etats Unis d'Amérique aux GAAP américains, vu la disponibilité des résultats des analystes financiers allemands.

Analysant uniquement le cas des entreprises françaises Dumontier et Labelle (1998) ont étudié le contenu informationnel des résultats publiés par 117 entreprises cotées durant la période 1981-1990. Ils indiquent que les deux variables analysées dans un modèle de régression simple, niveau courant du résultat et variation du résultat, sont associées avec les rendements boursiers. Cependant, le pouvoir explicatif des modèles n'est pas stable dans le temps. Les rendements boursiers annuels des entreprises françaises sont plus associés à la variation annuelle des résultats qu'à leurs niveaux courants. Dans cette étude, la comparaison a été faite sur la base des résultats d'études portant sur la pertinence des bénéfices des entreprises américaines et britanniques. Les auteurs ont conclu que les bénéfices mesurés suivant les GAAP français ne sont pas moins pertinents que les bénéfices mesurés suivant les GAAP américains et britanniques.

Notons que les IAS n'ont pas été abordées par les études présentées ci-dessus. En fait à ce niveau les comparaisons ont été faites entre les systèmes comptables adoptés dans chaque pays. Cependant, nous pouvons dire que le contenu informationnel des informations établies suivant les GAAP des pays appartenant au modèle continental, qui sont considérés plutôt différents que similaires des IAS, est plus faible que celui des informations des pays où les GAAP sont plutôt similaires aux IAS (modèle anglo-saxon).

2. Echantillon

Notre échantillon est composé des entreprises cotées à la cote permanente de la Bourse de Paris et pour lesquelles les conditions suivantes sont satisfaites :

- L'entreprise doit établir des états financiers consolidés : les variables à utiliser sont des données comptables consolidées.
- Les états financiers consolidés relatifs à la période 1995-1998 doivent être disponibles et contenir les informations présentées ultérieurement.

⁸ C'est le modèle de regression des cours des actions avec le bénéfice par action et la valeur comptable de l'action.

- Les cours des actions pour la période 1995-1998 au début et en fin d'année doivent être disponibles.

Nous avons composé notre échantillon global à partir de l'ensemble des rapports annuels et des documents de référence collectés suite à la consultation des sites Internet, au contact par courrier électronique et par voie postale des groupes d'entreprises cotées à la Bourse de Paris. Suivant les objectifs des tests à mener ultérieurement, nous avons constitué des sous-échantillons à deux reprises.

2.1. Normes françaises versus normes étrangères

Nous avons retenu à partir de l'échantillon global deux groupes d'entreprises : les entreprises étrangères adoptant des normes comptables autres que françaises et les entreprises françaises se référant uniquement aux normes locales.

2.1.1. Les entreprises non françaises

Nous avons remarqué une dominance des entreprises se référant aux normes américaines : les rapports annuels reçus représentent plus de 45% de l'ensemble⁹, le reste est essentiellement réparti entre les pays de l'Europe occidentale et le Canada. C'est ainsi que nous n'avons pas repris toutes les entreprises américaines dans la composition de l'échantillon afin qu'il soit assez diversifié et permette de réduire l'influence des GAAP américains. En définitive, notre échantillon est formé de 30 entreprises ainsi réparties suivant les normes adoptées :

- les normes américaines : 5 entreprises
- les normes canadiennes : 5 entreprises
- les normes internationales : 5 entreprises
- les normes néerlandaises : 3 entreprises
- les normes allemandes : 2 entreprises
- les normes britanniques : 2 entreprises
- les normes belges : 2 entreprises
- les directives européennes : 2 entreprises
- les autres : quatre entreprises adoptant, chacune, les normes suédoises, japonaises, norvégiennes ou espagnoles.

⁹ En plus des entreprises américaines, il y a aussi certaines entreprises non françaises qui utilisent les GAAP américains pour la préparation de leurs états financiers consolidés : par exemple Mitsubishi et Adecco qui sont respectivement des entreprises japonaise et suisse.

2.1.2. Les entreprises françaises

Nous avons choisi, parmi les rapports annuels reçus d'entreprises françaises ceux relatifs aux groupes de sociétés les plus importants : CAC 40 et SBF 120. Notons que ces entreprises établissent leurs états financiers en se référant uniquement aux normes françaises. C'est ainsi que nous avons éliminé celles indiquant une conformité avec les normes internationales ou américaines. En définitive, notre échantillon est composé de 38 entreprises françaises satisfaisant les conditions citées ci-dessus.

2.2. Normes françaises versus IAS et GAAP américains

Nous avons retenu à partir de l'échantillon global trois groupes d'entreprises : les entreprises françaises adoptant les normes locales, les entreprises se référant aux IAS et enfin celles appliquant les GAAP américains.

2.2.1. Les entreprises françaises

C'est le même échantillon cité ci-dessus (voir 2.1.2.).

2.2.2. Les entreprises adoptant les IAS

L'échantillon des entreprises adoptant les IAS est composé de 19 entreprises (18 françaises et une suisse) satisfaisant les conditions citées ci-dessus. Elles se réfèrent à ces normes de 1995 jusqu'à 1998. Notons qu'en 1998, cinq entreprises (une française et quatre étrangères) ont adopté les IAS. Ainsi, les tests relatifs à l'année 1998 vont être effectués doublement : premièrement en retenant les 19 entreprises et deuxièmement en rajoutant les cinq nouvelles observations.

2.2.3. Les entreprises adoptant les GAAP américains

L'échantillon des entreprises appliquant les GAAP américains est composé de 24 entreprises satisfaisant les conditions citées ci-dessus. Parmi elles, six entreprises publient deux séries d'états financiers: une conforme aux GAAP locaux et une rapprochée aux GAAP américains. Ce sont des entreprises cotées aussi à la Bourse de New York et par conséquent tenues de publier le formulaire 20-F.

3. Méthodologie

Afin de comparer le contenu informationnel des informations comptables établies suivant les normes françaises avec les autres systèmes de normalisation, nous testons le degré d'association entre les chiffres comptables et la valeur de l'entreprise en reliant les deux mesures suivantes :

- Information comptable : le résultat, considéré comme étant l'information la plus pertinente à la prise de décisions d'investissement
- Valeur de l'entreprise sur le marché : rendements boursiers de ses actions.

En effet, plusieurs travaux théoriques ont mis en évidence les relations entre les informations comptables et les rendements boursiers. Nous citons essentiellement le modèle de Miller et Modigliani (1961)¹⁰, le modèle de Collins et Kothari (1989)¹¹ et le modèle d'évaluation comptable de Easton et Harris (1991). Suivant les travaux de Alford et al (1993) et Amir et al (1993), nous retenons ce dernier modèle afin de comparer le contenu informationnel des informations comptables préparées suivant des normes internationales différentes.

L'idée principale sur laquelle se base ce modèle est que la valeur comptable de l'entreprise et sa valeur boursière sont reliées. La valeur de la firme sur le marché est fonction de sa valeur comptable. Le modèle d'évaluation comptable des entreprises exprime en partie la valeur boursière. Cette relation est exprimée ainsi :

$$P_{it} = BV_{it} + u_{it} \quad (1)$$

- P_{it} : cours de l'action de la firme i à la fin de l'année t .
- BV_{it} : la valeur comptable de l'action de l'entreprise i à la date t
- u_{it} : la différence entre P_{it} et BV_{it} .

u_{it} peut résulter de plusieurs facteurs incluant principalement :

- les informations incorporées dans les cours et non encore reflétées dans l'évaluation comptable
- le choix des pratiques comptables conservatrices qui éloignent l'image comptable de la réalité économique de l'entreprise.

La relation (1) implique que :

$$\Delta P_{it} = \Delta BV_{it} + u'_{it} \quad (2)$$

¹⁰ Ce modèle exprime la valeur de l'entreprise en fonction de la valeur capitalisée des bénéfices futurs générés par les actifs détenus.

¹¹ Ce modèle permet de mettre en évidence, théoriquement, la relation entre le rendement inattendu et le bénéfice inattendu.

Or, la variation de la valeur comptable de l'entreprise n'est que les bénéfices non distribués, c'est-à-dire :

$$\Delta BV_{it} = BPA_{it} - D_{it} \quad (3)$$

- BPA_{it} : bénéfice par action de la firme i réalisé durant l'année t
- D_{it} : dividende par action de la firme i payé durant l'année t .

En remplaçant ΔBV_{it} de la relation (2) par celle de (3) et en divisant par P_{it-1} , nous obtenons :

$$(\Delta P_{it} + D_{it}) / P_{it-1} = BPA_{it} / P_{it-1} + u''_{it} \quad (4)$$

Or, $(\Delta P_{it} + D_{it}) / P_{it-1} = R_{it}$: Rendement boursier de l'action de la firme i durant l'année t . Ainsi

(4) implique :

$$R_{it} = BPA_{it} / P_{it-1} + u''_{it} \quad (5)$$

D'où le test du modèle suivant :

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPA_{it} / P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Ce modèle, qui relie le rendement boursier d'un titre réalisé durant l'année t avec le bénéfice par action de ladite année, permet de tester une liaison à posteriori. En effet, le bénéfice comptable n'est déterminé qu'après la clôture de l'exercice et par conséquent après la réalisation du rendement sur le marché. Le test de ce modèle permettrait alors de dégager l'éventuel rôle confirmatoire joué par les chiffres comptables : les attentes des investisseurs seraient ou non confirmées par les résultats comptables publiés ultérieurement.

Notons que la division de la variable indépendante par le cours de début de période dans le modèle, permet d'assurer une compatibilité, en dimension, entre la variable dépendante (rendement boursier) et la variable indépendante. C'est ainsi que Christie (1987) indique que le cours de début de période est le meilleur normalisateur des variables de mesure du bénéfice.

Afin de mesurer le contenu informationnel du bénéfice comptable préparé suivant les différents systèmes de normalisation, la régression de l'équation (6) sera réalisée séparément pour chaque sous-ensemble d'entreprises adoptant des normes comptables données :

- Entreprises adoptant les normes comptables françaises versus entreprises adoptant des normes autres que françaises.
- Entreprises adoptant les normes comptables françaises versus entreprises adoptant les IAS et les GAAP américains.

Notre étude engloberait une période d'analyse de 4 ans (de 1995 jusqu'à 1998). Ainsi, nous réaliserons des coupes instantanées afin de mener des comparaisons annuelles. Puis, le modèle (6) sera testé pour toutes les observations année-entreprise. La variable bénéfice par action sera directement retirée à partir des états financiers. Par contre la variable dépendante, R_{it} , sera calculée telle qu'elle a été déjà définie : les informations de cours de l'action en début et en fin d'année sont collectées à partir de la presse. Les informations relatives aux entreprises non françaises ont été saisies en monnaies étrangères puis converties en franc français. Le bénéfice par action et le dividende ont été respectivement convertis sur la base du cours de fin d'année et du cours moyen de l'année.

Le degré d'association entre la variable indépendante et la variable dépendante est mesuré par le R^2 et les coefficients de régression (α_1). La comparaison des systèmes de normalisation comptable est réalisée sur la base de l'analyse des degrés d'association entre la valeur de l'entreprise et l'information du bénéfice comptable dégagés pour chaque sous-ensemble d'entreprises. Ceci étant réalisé à travers :

- La comparaison de la significativité des coefficients des régressions.
- La comparaison des valeurs des R^2 obtenus de chaque régression.

Nous estimons que le coefficient α_1 serait significativement supérieur à zéro. Plus le bénéfice par action est élevé, plus le rendement boursier l'est aussi. Les études d'association précédentes réalisées sur des observations annuelles ont toujours dégagé des coefficients de détermination R^2 faibles¹². Nous escomptons trouver des résultats semblables mais qui sont susceptibles d'amélioration suite à l'élargissement de la période d'analyse.

4. Les résultats

4.1. Normes comptables françaises versus normes étrangères

Nous présentons à ce niveau les résultats de la régression simple - équation (6) - pour les deux échantillons. Ainsi, nous testons les deux modèles suivants :

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPA_{it}^F / P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6-1)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPA_{it}^{NF} / P_{it-1} + \omega_{it} \quad (6-2)$$

Avec

BPA^F : bénéfice par action des sociétés françaises

BPA^{NF} : bénéfice par action des sociétés non françaises

Les résultats du test des deux modèles sont présentés au niveau du tableau (1). Ils nous permettent de comparer le contenu informationnel du bénéfice comptable mesuré selon les normes françaises et celui mesuré selon les normes non françaises.

Les coefficients provenant de la régression de toutes les observations enregistrées durant les quatre années, sont généralement positifs et significatifs avec une légère supériorité de ceux relatifs à l'échantillon composé des entreprises non françaises. Durant 1995, 1996 et 1998, les pentes sont plus significatives pour ces dernières. De même, nous notons une supériorité relative au niveau des coefficients de détermination R^2 pour les analyses annuelles. Ils sont plus élevés durant les quatre années d'analyse. C'est ainsi que pour 1996, il est de 10,98% pour les sociétés adoptant les normes françaises contre 23,4% pour les autres.

Les pentes des régressions (α_1 et β_1) sont moins significatives pour l'échantillon des entreprises françaises. C'est ainsi que les β_1 sont significativement différents de zéro durant les quatre années d'analyse : ils sont significativement positifs à un seuil de 1% durant deux années (1996 et 1998). Cependant, α_1 n'est pas significatif durant 1995 et 1998 et l'est à un degré moindre pour les autres années. En 1995, β_1 s'élève à 1,35 et est significatif au seuil de 5% contre un α_1 non significatif.

Ces résultats sont, dans l'ensemble, significatifs et indiquent que le bénéfice comptable élaboré suivant des normes autres que françaises a un pouvoir explicatif plus élevé que celui préparé selon les normes françaises. En moyenne, le R^2 relatif à l'échantillon des entreprises françaises s'élève à 9,03% contre 15,47% pour les non françaises. Ce résultat est assez surprenant. En effet, cette étude a été réalisée sur un marché financier français où les

¹² Pour les Etats Unis, les R^2 moyens obtenus par les études de Collins et Kothari (1989) et Alford et al (1993) s'élèvent respectivement à 7% et 13.7%. En France, Dumontier et Labelle (1995) ont un R^2 annuel moyen de 18.4%.

intervenants sont censés mieux connaître les normes comptables locales que celles étrangères. Toutefois, ce résultat peut être expliqué par une analyse plus raffinée des normes comptables utilisées par les entreprises composant l'échantillon des non françaises. La moitié utilise les normes les plus connues et jugées de haute qualité à l'échelle internationale : les IAS, les normes américaines et les normes canadiennes. Ainsi, ce résultat pourrait être une résultante qui dissimule une hétérogénéité au niveau des normes utilisées par ces dernières. Ceci nous invite à mener une analyse plus détaillée afin de comparer le contenu informationnel du

Tableau 1 : Normes comptables françaises versus autres normes

Modèle:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPA_{it}^F / P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6-1)$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPA_{it}^{NF} / P_{it-1} + \omega_{it} \quad (6-2)$$

Avec

BPA^F : bénéfice par action des sociétés françaises

BPA^{NF} : bénéfice par action des sociétés non françaises

Paramètres	Modèle (6-1)			Modèle (6-2)		
	α_0 (t)	α_1 (t)	R ² %	β_0 (t)	β_1 (t)	R ² %
1995	-0,14 (-2,82)**	1,11 (1,53)	9,6	0,022 (0,52)	1,356 (2,29)**	12,2
1996	0,139 (1,38)	2,805 (2,49)**	10,89	0,09 (1,27)	3,68 (4,49)***	23,4
1997	0,128 (1,63)	1,95 (1,88)*	7,16	0,05 (0,42)	3,13 (1,96)*	14,3
1998	0,169 (1,89)*	1,708 (1,45)	8,53	0,059 (0,74)	1,67 (2,92)***	12
1995-1998	0,055 (1,27)	2,39 (4,72)***	13,5	0,073 (1,608)	2,212 (4,04)***	12,7

t : t de Student pour l'hypothèse H_0 : paramètre = 0

*, ** et *** désignent respectivement que t est significatif à un seuil de 10%, 5%. Et 1%.

bénéfice comptable établi suivant les normes françaises avec un seul référentiel comptable non français.

4.2. Normes comptables françaises versus normes internationales et américaines

Nous présentons à ce niveau les résultats du modèle de régression simple - équation (6) - pour les deux sous-échantillons d'entreprises se référant aux IAS et aux GAAP américains. Ces résultats sont à comparer avec ceux dégagés ci-dessus pour l'échantillon des entreprises adoptant les normes françaises (modèle 6-1). Ainsi, nous testons les deux modèles suivants :

$$R_{it} = \chi_0 + \chi_1 BPA_{it}^{US} / P_{it-1} + \lambda_{it} \quad (6-3)$$

$$R_{it} = \delta_0 + \delta_1 BPA_{it}^{IAS} / P_{it-1} + \varphi_{it} \quad (6-4)$$

Avec

BPA^{US} : bénéfice par action des sociétés adoptant les GAAP américains.

BPA^{IAS} : bénéfice par action des sociétés adoptant les IAS.

Les résultats des tests des deux modèles sont présentés au niveau de tableau (2). Ils nous permettent de comparer le contenu informationnel du bénéfice mesuré selon les GAAP américains et les IAS avec celui dégagé pour le bénéfice mesuré selon les normes françaises.

Les coefficients du bénéfice mesuré selon les GAAP américains sont plus significatifs que ceux relatifs au bénéfice mesuré selon les IAS. De même, les coefficients de détermination relatifs aux analyses annuelles, sont plus élevés pour l'échantillon des entreprises adoptant les GAAP américains. C'est ainsi qu'en 1996, il est de 14,03% pour l'échantillon des entreprises adoptant les IAS contre 35,11% pour les autres.

Les pentes de régression (χ_1 et δ_1) sont plus significatives pour l'échantillon des entreprises adoptant les GAAP américains. Elles sont significativement différentes de zéro durant toutes les années analysées et pour toutes les observations année-entreprises. C'est ainsi qu'elles sont significativement positives à un seuil de 5% et 1% respectivement en 1996 et 1997. Par contre, elles ne sont significatives que durant deux années (1996 et 1997) pour le modèle 6-4. Globalement, ces résultats indiquent que les bénéfices comptables mesurés selon les GAAP américains ont un pouvoir explicatif supérieur à ceux mesurés selon les IAS. En moyenne, le coefficient de détermination relatif aux premiers est de 23,83% contre 15,65% pour les seconds.

Comparé aux résultats relatifs au bénéfice mesuré selon les normes françaises, nous remarquons que les divergences sont plus importantes plutôt avec le bénéfice mesuré selon les

GAAP américains qu'avec celui mesuré selon les IAS. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les points de différence entre les normes françaises et internationales sont plus faibles que ceux avec les GAAP américains¹³. De même certaines entreprises adoptant les IAS dérogent à l'application d'une ou de deux normes, ce qui rapproche leur comptabilité du modèle français. De tels résultats permettent d'attirer notre attention sur la qualité des IAS qui contribuent, d'après les résultats dégagés, à fournir une information comptable significativement associée à la valeur de l'entreprise.

Tableau 2 : GAAP américains versus IAS

Modèle:

$$R_{it} = \chi_0 + \chi_1 BPA_{it}^{US} / P_{it-1} + \lambda_{it} \quad (6-3)$$

$$R_{it} = \delta_0 + \delta_1 BPA_{it}^{IAS} / P_{it-1} + \varphi_{it} \quad (6-4)$$

Avec

BPA^{US} : bénéfice par action des sociétés adoptant les GAAP américains.

BPA^{IAS} : bénéfice par action des sociétés adoptant les IAS.

Paramètres	Modèle (6-3)			Modèle (6-4)		
	χ_0 (t)	χ_1 (t)	R ² %	δ_0 (t)	δ_1 (t)	R ² %
1995	-0,67 (-0,05)	2,49 (2,02)**	17,7	-0,10 (-1,82)	0,98 (1,15)	13,98
1996	-0,04 (-0,28)	4,46 (2,59)**	35,11	0,17 (2,13)**	2,15 (3,12)**	14,03
1997	0,34 (4,13)***	2,17 (3,8)***	28,14	0,21 (2,57)**	1,91 (3,36)**	21,59
1998	-0,05 (-0,64)	1,33 (1,73)*	14,37	0,03 (0,26)	1,89 (1,69)	13,03
1998 bis ^①	-	-	-	-0,02 (-0,21)	2,21 (1,99)*	14,58
1995-1998	0,10 (1,948)*	2,18 (4,18)**	17,42	0,08 (1,95)*	1,55 (3,15)**	12,01

t : *t* de Student pour l'hypothèse H_0 : paramètre = 0

¹³ Giot (1997) présente les points de différence les plus importants entre les règles comptables françaises et les référentiels américain et international.

, ** et * désignent respectivement que t est significatif à un seuil de 10%, 5% et 1%.*

① Ce sont les résultats relatifs à l'échantillon de 1998 en prenant en considération les entreprises qui ont nouvellement adopté les IAS.

En conclusion, nous pouvons dire que c'est le bénéfice mesuré selon les GAAP américains qui a le contenu informationnel le plus élevé et est plus associé à la valeur boursière de l'entreprise. Ce résultat est apparemment surprenant, puisque notre étude a été faite sur un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Paris. Les investisseurs sont supposés mieux connaître les normes françaises que tout autre référentiel comptable. Cependant, ceci peut être expliqué par les deux raisons suivantes :

- Les GAAP américains constituent le référentiel le plus développé, connu et étudié dans le monde ; la plupart des travaux de recherche ont validé la pertinence des informations qu'elles permettent de fournir¹⁴.
- Les investisseurs institutionnels¹⁵ et les investisseurs internationaux (les non résidents) détiennent, tous ensemble, la part la plus importante des actions françaises. Ce genre d'investisseurs agit sur le marché financier français en prenant en considération les différents systèmes comptables adoptés par les entreprises.

Conclusion

Nous avons comparé, à travers une étude d'association, le contenu informationnel du bénéfice comptable préparé suivant les normes françaises avec celui mesuré selon les normes autres que françaises pour un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Paris. Les résultats montrent une supériorité modérée des normes non françaises. Les normes comptables non françaises, prises globalement, utilisées par les entreprises composant notre échantillon permettent de mieux refléter la réalité économique. Les informations qu'elles fournissent sont plus associées avec la valeur de l'entreprise sur le marché que celles mesurées selon les normes françaises. Elles confirment plus les attentes des investisseurs. Les coefficients des variables sont plus significatifs et les coefficients de détermination R^2 sont plus élevés. Ce

¹⁴ Les résultats dégagés par les études de Rees (1995) et Chan et Seow (1996), relatives aux entreprises non américaines et cotées à New York, montrent l'utilité des publications comptables ajustées aux GAAP américains.

¹⁵ Ils comprennent les trois catégories suivantes : les Compagnies d'assurance, les Caisses de Retraite et autres organismes de prévoyance, la Caisse des Dépôts et Consignations et enfin les OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières).

résultat nous a renvoyé vers une nécessité de mener des analyses supplémentaires. C'est ainsi que nous avons comparé, séparément, les normes françaises avec chacun des référentiels comptables internationaux : les GAAP américains et les IAS. Les résultats dégagés indiquent que les associations rendements boursiers/bénéfice comptable sont plus fortes pour les entreprises adoptant les GAAP américains plutôt que pour celles adoptant les IAS ou les normes françaises.

De tels résultats pourraient nous ramener à revoir l'utilité d'exiger l'utilisation d'un seul référentiel comptable pour les entreprises cotées sur un marché financier donné. La coexistence d'un certains nombre de référentiels comptables connus à l'échelle internationale semble ne pas altérer de manière significative la comparabilité des informations publiées : les investisseurs utilisent les états financiers tout en prenant en considération la nature des normes ayant servi à leur préparation. D'ailleurs, nos résultats vont en pair avec la récente décision de l'ISOCO (International Organization of Securities Commissions) qui vient d'accepter l'utilisation des IAS pour tous les organismes de réglementation des marchés financiers dans le monde.

L'interprétation des résultats dégagés peut être soutenue davantage en réalisant des tests supplémentaires tels que l'utilisation de certains outils permettant d'améliorer le pouvoir explicatif du modèle testé¹⁶ et l'analyse de la pertinence d'autres informations comptables.

¹⁶ L'élargissement de l'intervalle d'analyse : Lev (1989) et l'utilisation simultanée du niveau courant de la variable et de sa variation : Easton et Harris (1991).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Alford A., J. Jones, R. Leftwich et M. Zmijewski (1993) « The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, pp. 183-223.
- Ali A., et L. Hwang (1999) « Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data », *Papier de recherche*, University of Arizona.
- Amir E., T.S. Harris et E.K. Venuti (1993) « A Comparaison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, pp. 230-264.
- Ashbaugh H. (1997) « Non-U.S. Firms' Accounting Standard Choices in Accessing Foreign Capital Markets », *Papier de recherche*, University of Iowa.
- Bandyopadhyay S., D. Hanna, et G. Richardson (1994) « Capital Market Effects of U.S.-Canada GAAP Differences », *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 262-277.
- Barth M., et G. Clinch (1996) « International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence From U.K., Australian, and Canadian Firms », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, pp. 135-170.
- Chan K.C. et G.C. Seow (1996) « The Association Between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings versus Earnings Adjusted to U.S. GAAP », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, pp. 139-158.
- Chen, C.J.P., F.A. Ferdinand et X. Su (1999), « A Comparaison of Reported Earnings Under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence from Shanghai Stock Exchange plc », *Accounting Horizons*, Vol. 13, pp. 91-111.
- Christie A.A. (1987) « Cross-Sectional Analysis in Accounting Research », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 231-258.
- Collins D.W. et S.O. Kothari (1989) « An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp. 143-181.
- Dumontier P. et R. Labelle (1998) « Accounting Earnings and Firm Valuation: The French Case », *The European Accounting Review*, Vol. 7, pp. 163-183.
- Easton P.D. et T.S. Harris (1991) « Earnings as an Explanatory Variable for Returns », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 19-36.
- Epps R.W. et J.W. Oh (1997) « Market Perception of Foreign Reports : Differential Earnings Response Coefficients Between U.S. and Foreign GAAP », *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, Vol. 6, pp. 49-74.
- Frost C.A. et G. Pownall (1994) « Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom », *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 75-102.
- Gernon H. et R.S.O. Wallace (1995) « International Accounting Research : a Review of its Ecology, Contending Theories and Methodologies », *Journal of Accounting Literature*, Vol. 14, pp. 54-106.
- Giot H. (1997) « Règles Comptables Françaises et Référentiels IASC et FASB. Différences et Convergences », *Revue Française de Comptabilité*, N°. 293, pp. 45-56.
- Gray S.J. (1980) « The Impact of International Accounting Differences from a Security-Analysis Perspective: Some European Evidence », *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, pp. 64-76.
- Hall C., Y. Hamao, et T. Harris (1994) « A Comparaison of Relations Between Security Market Prices, Returns and Accounting Measures in Japan and the United States », *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 5, pp. 47-73.
- Harris M.S. et K.A. Muller (1999) « The Market Valuation of IAS versus U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, pp. 285-312.
- Harris T. (1995) « International Accounting Standards vs U.S. GAAP Reporting : Empirical Evidence Based on Case Studies », Cincinnati, OH : South -Western Publishing.
- Harris T., M. Lang, et H. Moller (1994) « The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis », *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 187-209.

- Houston C.O. (1989) « Foreign Currency Translation Research: Review and Synthesis », *Journal of Accounting Literature*, Vol. 8, pp. 25-48.
- Joos P. (1998) « The Stock Market Valuation of Book Value and Earnings: some International Evidence », *Papier de recherche, INSEAD*.
- Joos P. et M. Lang (1994) « The Effects of Diversity : Evidence from the European Union », *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 141-168.
- Lev B. (1989) « On the Usefulness of Earnings and Earnings Research : Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research », *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, pp. 153-192.
- Meek G.K. et S.M. Saudagran (1990) « A Survey of Research on Financial Reporting in a Transnational Context », *Journal of Accounting Literature*, Vol. 9, pp. 145-182.
- Miller M.H. et F. Modigliani (1961) « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, octobre, pp. 411-433.
- Parther J. et N. Rueschhoff (1996) « An Analysis of International Accounting Research in U.S. Academic Accounting Journals, 1980 through 1993 », *Accounting Horizons*, March, pp. 1-17.
- Penman S.H. et X.J. Zhang (1999) « Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns », *Papier de recherche, Columbia University et University of California, Berkeley*.
- Pope P.F. (1993) « A Discussion of a Comparaison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, pp. 265-275.
- Pownall G. (1993) « Discussion of the Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, pp. 224-229.
- Rees L.L. (1995) « The Information Contained in Reconciliations to Earnings Based on U.S. Accounting Principles by Non-U.S Companies », *Journal of Business Research*, Vol. 25, pp. 301-310.
- Rees L.L. et P. Elgers (1997) « The Market's Valuation of Nonreported Accounting Measures : Retrospective Reconciliations of Non-U.S. and U.S. GAAP », *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, pp. 115-127.
- Rees W. (1998) « A Valuation Based Test of Accounting Differences in Europe », *Papier de recherche, University of Glasgow*.
- Reither C.L. (1998) « What are the Best and the Worst Accounting Standards? », *Accounting Horizons*, Vol. 12, pp. 283-292.
- Rogero L.H. (1998) « Characteristics of High Quality Accounting Standards », *Accounting Horizons*, Vol. 12, pp. 177-183.
- Salter S.B., C.B. Roberts et J. Kantor (1996) « The IASC Comparability Project: A Cross-National Comparison of Financial Reporting Practices and IASC Proposed Rules », *Journal of International Accounting and Taxation*, Vol. 1, pp. 89-111.
- Saudagran S.M. et G.C. Biddle (1992) « Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions », *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, pp. 106-147.
- Saudagran S.M. et G.C. Biddle (1995) « Foreign Listing Location : A Study of MNCs and Stock Exchanges in Eight Countries », *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, pp. 319-341.
- Saudagran S.M. et G. Meek (1997) « A Review of Research on the Relationship Between International Capital Markets and Financial Reporting by Multinational Firms », *Journal of Accounting Literature*, Vol. 16, pp. 127-159.
- Wallace R.S.O. et H. Gernon (1991) « Frameworks for International Comparative Financial Accounting », *Journal of Accounting Literature*, Vol. 10, pp. 209-264.
- Watts R.L. et J.L. Zimmerman (1986) « Positive Accounting Theory », *Prentice Hall*.