

Edith Ginglinger, professeur à l'université Paris Dauphine,
directrice du Centre de recherche sur la gestion (Cereg)

Investisseurs, attention à la gestion de leurs résultats par les entreprises !

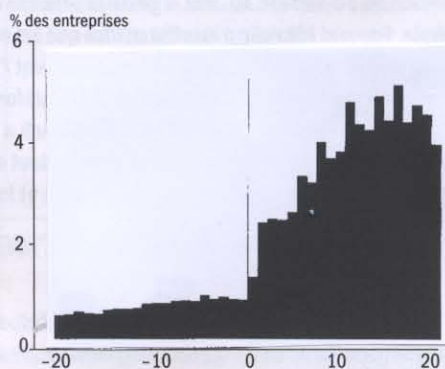
La théorie financière comportementale prend en compte les ressorts psychologiques des acteurs du marché. Selon elle, les investisseurs peuvent être amenés à prendre des décisions en tenant compte

d'un nombre insuffisant d'informations ou des informations les plus aisément accessibles, ou avoir des références arbitraires pour apprécier les pertes et les gains, ou encore surestimer leurs propres capacités d'analyse. Dans le domaine des données comptables, elle montre que certains individus vont accepter les résultats publiés comme étant les bons, sans s'interroger sur la manière dont ils ont été établis. Les dirigeants peuvent donc être tentés par la gestion de leurs résultats. Le lissage des résultats, par exemple, permet de réduire la variance des bénéfices, et donc la perception du risque de l'entreprise par les investisseurs. A certaines périodes de la vie d'une entreprise, les dirigeants peuvent avoir intérêt à accroître leurs résultats (par exemple avant une introduction en Bourse, une augmentation de capital ou une cession de leur participation, ou encore si l'attribution d'options ou d'actions est conditionnée au fait d'atteindre un certain niveau de résultat) ou à les diminuer (par exemple s'ils envisagent d'accroître leur participation ou de procéder à un MBO). Il arrive également qu'un dirigeant nouvellement nommé souhaite apurer les comptes en faisant apparaître un résultat faible, attribuable à son prédécesseur, de manière à s'assurer une progression favorable des résultats à l'avenir. Les techniques de gestion du résultat sont légales, il ne s'agit pas de fraudes, mais d'une interprétation des règles comptables, du recours à la comptabilité créative. La gestion du résultat se mesure en particulier par ce que les Anglo-Saxons appellent des accruals, qui correspondent à la différence entre les flux de trésorerie d'exploitation et le résultat net. Parmi les accruals, on distingue les accruals non discrétionnaires, supposés normaux (par exemple les variations des dotations aux amortissements et des provisions justifiées

par l'évolution des éléments d'actifs auxquels ils se rapportent) et les accruals discrétionnaires (le solde). Ce sont ces derniers qui permettent la gestion du résultat. De façon générale, il suffit d'observer les bénéfices par action des entreprises et leur évolution, pour être convaincu de l'existence d'une gestion des résultats. Degeorge, Patel et Zeckhauser, dans un article paru en 1999 dans le *Journal of Business*, étudient les bénéfices par action de plus de 4 700 entreprises américaines sur une période de 22 ans. La distribution des bénéfices par action montre un premier seuil

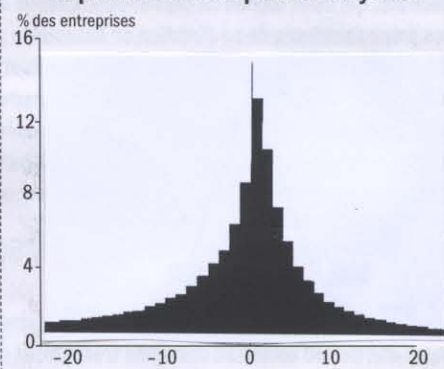
(graphique 2). La distribution des écarts est très asymétrique : il y a très peu d'entreprises dont le BPA est très peu inférieur au consensus des analystes, et beaucoup qui l'atteignent précisément. Sans recourir à la gestion des résultats, les dirigeants peuvent également choisir de communiquer sur des résultats ajustés, ou résultats pro-forma (résultats excluant certains éléments, notamment). Ils estiment que ces données fournissent une appréciation plus juste de la situation de l'entreprise et de ses résultats opérationnels, par exemple parce que des événements non

Bénéfice par action



à zéro (graphique 1) : les entreprises sont beaucoup plus nombreuses à dégager un BPA égal ou faiblement supérieur à 0 plutôt que légèrement inférieur à 0 ; celles dont le résultat serait proche de 0, mais négatif, vont gérer les résultats de manière à franchir ce seuil. La même observation peut être faite avec les variations du BPA : les entreprises gèrent leur résultat de manière à ce qu'il soit supérieur à celui de l'année précédente. Enfin, un troisième seuil est celui du consensus des analystes financiers. Les entreprises vont essayer, autant qu'il est possible, que leur BPA soit au moins égal au BPA moyen prévu par les analystes

Bénéfice par action moins consensus de prévision de BPA par les analystes



récurrents ont affecté les résultats. C'est probablement le cas dans des situations particulières, mais les résultats pro-forma peuvent également induire certains investisseurs en erreur. Des chercheurs ont essayé de déterminer quel type d'investisseurs effectuaient des transactions après des publications de résultats ajustés. Ils montrent que ce sont essentiellement les petits investisseurs, supposés moins sophistiqués, qui s'appuient sur les résultats pro-forma pour opérer des transactions, tandis que les gros investisseurs ne semblent pas en tenir compte. Gestion de résultats ou résultats ajustés, la vigilance s'impose ! ■