



Recherches en Comptabilité & Finance



SUPPLÉMENT A LA REVUE COMPTABLE ET FINANCIÈRE - DÉCEMBRE 2008

N° 2

MARCHE FRANÇAIS DES ACTIONS

L'impact du biais de surconfiance et l'effet de disposition sur le volume de transaction et la volatilité du marché français des actions

ANALYSE FINANCIÈRE

Impact du passage aux normes IFRS sur les analystes financiers en France

ACTIONNARIAT SALARIE

Déterminants de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises

PRATIQUES COMPTABLES

Les pratiques comptables des dirigeants des PME - Impact de l'implication de l'expert-comptable

N° 2 / 2008

La publication « **Recherches en Comptabilité & Finance** » éditée en supplément à la « **Revue Comptable et Financière** » est une publication tunisienne de vulgarisation scientifique dans le domaine de la comptabilité et de la finance.

Son objectif est de permettre aux chercheurs de communiquer, d'échanger et de soumettre à la critique leurs réflexions et leurs recherches sur la comptabilité, la fiscalité et la finance et les disciplines associées.

Elle paraît deux fois par an, au premier (Hiver) et au troisième (Été) trimestres de l'année et est distribuée gratuitement aux abonnés de la Revue Comptable et Financière.

Directeur de la publication : Abderraouf YAICH

Comité Scientifique :

Contribuent à l'évaluation des articles et à la promotion de la revue :

Ezzeddine ABAOUB - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis

Abdelfattah BOURI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Ali ELMIR - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Slah Eddine HALLARA - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Khamoussi HLIOUI - Maître de conférences, FSEG Sfax

Fauzi JILANI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISCC Bizerte

Chokri MAAMOGHLI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Lassâad MEZGHANI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Bernard RAFFOURNIER - Professeur de l'enseignement supérieur, HEC Genève

Mohamed Tahar RAJHI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis.

Mohamed TRIKI - Professeur de l'enseignement supérieur, ESC Sfax

Daniel ZEGHAL - Professeur de l'enseignement supérieur, Université d'Ottawa, Canada

Rédaction :

Le Comité de Rédaction est présidé par le professeur Daniel ZEGHAL

Le Coordinateur de la Revue est
Walid KHOUFI - ESC Sfax
e-mail : walid.khoufi@escs.rnu.tn
Web : www.larcf.com/recherche/index.htm

La Revue est éditée et diffusée par :

Les éditions Raouf YAICH

Avenue Habib Thameur Imm. Attijari Bank
Rez-de-chaussée - 3000 Sfax - Tunisie

Tel. : 74 200 416 - Fax : 74 200 417

E-mail : ery@profiscal.com

Site web : www.expertiseonline.com

SOMMAIRE

Numéro 02 - Décembre 2008

1 Ont contribué à la rédaction de ce numéro

3 MARCHE FRANCAIS DES ACTIONS

L'impact du biais de surconfiance et l'effet de disposition sur le volume de transaction et la volatilité du marché français des actions

Par Siwar Ellouz

25 ANALYSE FINANCIÈRE

Impact du passage aux normes IFRS sur les analystes financiers en France

Par Mohamed Masmoudi

51 ACTIONNARIAT SALARIE

Les déterminants de la pratique de l'actionariat salarié dans les entreprises françaises

Par Hanen Maalej et Mohamed Triki

65 PRATIQUES COMPTABLES

Les pratiques comptables des dirigeants des PME - Impact de l'implication de l'expert-comptable

Par Amir Mrabet

79 Consignes aux auteurs

La Revue n'entend ni approuver ni désapprouver le contenu des articles qui expriment l'opinion personnelle de leurs auteurs et qui sont publiés sous leur seule responsabilité.

En conséquence, le contenu des articles et matières publiés par les auteurs fait l'objet d'une clause de non responsabilité de la Revue Comptable et Financière et des Editions Raouf YAICH.

Siwar ELLOUZ - Docteur en sciences de gestion attachée au CEREG (Université de Paris Dauphine)

Hanen MAALEJ - Doctorante - attachée à l'unité de recherche "Gouvernance"

Mohamed MASMOUDI - Supervisor - AMC Ernst & Young - Tunisie

Amir Mrabet - Doctorant - attaché au Laboratoire Interdisciplinaire de Gestion Université-Entreprise (LIGUE-ISCAE)

Mohamed TRIKI - Professeur à l'ESC de Sfax - Directeur de l'unité de recherche "Gouvernance"

MARCHÉ FRANÇAIS DES ACTIONS



L'impact du biais de **surconfiance** et de l'effet de disposition sur le **volume de transaction** et la **volatilité du marché** français des actions

Le volume de transaction varie en fonction de plusieurs facteurs. D'un point de vue de la finance comportementale, un niveau élevé de ce dernier peut être attribué à un phénomène de surconfiance ou à un effet de disposition. Ce papier étudie ces deux phénomènes ainsi que celui de l'asymétrie de la volatilité sur le marché français des actions. L'objectif de ce papier est d'introduire des explications de la finance comportementale aux sources de variation des volumes de transaction. La méthodologie adoptée est basée sur des analyses VAR et des régressions du type T-GARCH ainsi que des régressions en séries temporelles.

Mots clés : Volume de transaction, rentabilité, surconfiance, effet de disposition, volatilité, marché français des actions.

I. INTRODUCTION

Le volume de transaction est une variable dont le mouvement dépend de nombreux facteurs. Plusieurs chercheurs ont essayé de déterminer les causes de sa variation dans le temps. Smidt (1990) attribue l'augmentation du volume de transaction à la réduction des coûts de transaction et à la grande influence des investisseurs institutionnels sur les opérations d'achat et de vente des titres. Glaser et Weber (2006) montrent que les transactions pour des motifs de liquidité ne sont pas nécessairement irrationnelles et ne sont pas satisfaisantes pour expliquer les volumes d'échange élevés. Ils invitent aussi à inclure la psychologie humaine dans la détermination de la variation du volume de transaction.

D'autres chercheurs ont étudié l'effet de la saisonnalité sur le mouvement du volume d'échange. Dans ce sens, Jain et Joh (1988) montrent que le jour du lundi enregistre le moins des volumes de transaction et que jeudi et vendredi présentent aussi de faible transaction. Mai et Tchemeni (1996) trouvent les mêmes résultats pour le lundi mais ils notent que le vendredi marque de fortes transactions. Ils remarquent aussi qu'il existe un effet de janvier sur

les volumes de transaction. En effet, les transactions du mois de janvier et février sont significativement supérieures à celles au milieu de l'année (mars-octobre) (1).

Certaines études, s'appuyant sur le comportement humain, trouvent que l'accroissement du volume de transaction est lié à un biais comportemental, à savoir la surconfiance des individus. En effet, Kyle et Wang (1997) et Odean (1998a) ont défini la surconfiance comme étant une surestimation du degré de précision des signaux d'information que possèdent les investisseurs et prévoient que les volumes de transaction augmentent en fonction de la surconfiance. Daniel, Hirshleifer et Subrahmanyam (1998) spécifient que les rendements élevés du marché entraînent un haut volume de transaction à cause de la surconfiance des individus. Toutefois, ils n'indiquent pas le degré de retard dans la relation entre les rendements de titres et le volume de transaction.

Glaser et Weber (2006) déterminent que la surconfiance peut se manifester à travers quatre facettes : le mauvais calibrage, l'effet de mieux que la moyenne (2), l'illusion de contrôle et l'optimisme irréaliste. Toutefois, la plupart des chercheurs définissent la surconfiance par la tendance des individus à surestimer le degré de précision de leur information privée. Statman, Thorley et Vorkink (2004) trouvent une petite

différence, dans les implications des modèles du volume de transaction, entre le mauvais calibrage et l'effet du mieux que la moyenne. Ils conduisent des tests qui ne distinguent pas entre ces deux versions.

La littérature sur la surconfiance des individus est basée essentiellement sur deux hypothèses. La première consiste à une surestimation des investisseurs surconfiants du degré de précision de leur information privée et la deuxième stipule que le biais d'auto-attribution fait varier le degré de surconfiance en fonction des rendements réalisés. Par conséquent, les individus surconfiants sont moins averses au risque et font des transactions plus agressivement ce qui amène à augmenter le volume de transaction.

Statman et Thorley (1999) stipulent que les marchés haussiers entraînent une augmentation dans les volumes de transaction. Gervais et Odean (2001) développent un modèle à plusieurs périodes, et considèrent que les individus surconfiants attribuent les rendements passés et élevés des marchés à leur compétence dans la sélection des titres. Par conséquent, l'excès de confiance rend les investisseurs moins averses au risque et plus agressifs dans leurs négociations dans la mesure où ils font des transactions plus fréquentes dans des périodes subséquentes. Ceci peut générer un excès de volume de transaction. Gervais et Odean prévoient, par ailleurs, que les pertes du marché réduisent la surconfiance des investisseurs et par la suite le volume de transaction diminue ultérieurement. Ils attribuent ainsi une relation positive entre le volume de transaction et les rendements retardés du marché. Cependant, cette relation positive est asymétrique.

(1) Dans l'annexe, nous testons l'existence d'un effet de janvier sur les volumes de transaction du marché français et nous trouvons que les volumes d'échange ne changent pas significativement le mois de janvier par rapport aux autres mois de l'année.

(2) Les individus pensent qu'ils réalisent des performances au-dessus de la moyenne.

Dans ce sens, Black (1976) montre que les rendements des titres sont négativement reliés aux changements dans la volatilité (effet de levier). En effet, les mauvaises nouvelles ont des effets plus importants sur la volatilité que ceux des bonnes nouvelles. L'impact des nouvelles est alors asymétrique. La diminution en volume de transaction suite à des pertes est supérieure en valeur absolue à l'augmentation en volume suite à des gains. De ce fait, la relation entre le volume de transaction courant et les volatilités retardées des rendements est négative.

Black (1986) précise que les erreurs cognitives et les émotions sont des motifs de transactions. Shefrin et Statman (1985) modélisent l'impact des émotions de fierté et de regret sur les transactions. Ils stipulent que si les investisseurs réalisent des gains sur des titres individuels, ils se trouvent fiers de leurs réalisations et tendent à vendre leurs titres. Le volume de transaction augmente en conséquence. Par contre, si ces derniers réalisent des pertes, ils regrettent leurs exécutions et retardent la vente des titres perdants. D'où, le volume de transaction diminue. Ces émotions de fierté et de regret s'appellent «effet de disposition». Une évidence empirique de cet effet est confirmée par Lakonishok et Smidt (1986), Ferris, Haugen et Makhija (1988), Odean (1998b), Heath, Huddart et Lang (1999).

Statman, Thorley et Vorkink (2004) notent que l'hypothèse de surconfiance doit être étudiée sur le niveau global du marché, tandis que l'hypothèse de l'effet de disposition doit se référer aux actions individuelles du portefeuille. D'où, la nécessité de différencier entre les deux hypothèses. En effet, Les implications empiriques du biais de surconfiance et de l'effet de disposition diffèrent les unes des autres.

D'abord, l'effet de disposition explique la motivation pour faire des transactions d'un seul côté. En effet, le désir de vendre des titres après un gain réalisé est exprimé par la négociation avec d'autres investisseurs qui n'ont pas ce biais. Par conséquent, ce fait peut affecter les prix d'équilibre des titres. L'effet de disposition peut ralentir la vitesse de réaction des prix aux nouvelles informations. Grinblatt et Han (2002) trouvent que cet effet est la principale cause de l'anomalie de momentum, développée par Jegadeesh et Titman (1993). Cependant, la surconfiance peut expliquer les deux côtés d'une transaction. En effet, la différence commune dans les opinions de deux investisseurs, entraîne une transaction qui n'inclut pas d'autres négociants de liquidité ou des investisseurs rationnels. Ceci étant constaté, elle peut ne pas affecter les prix d'équilibre.

Ensuite, l'effet de disposition est généralement admis comme une référence à une attitude de l'investisseur vis-à-vis d'un titre spécifique dans son portefeuille. De ce fait, des études récentes sur l'effet de disposition ont employé des bases de données sur les transactions des investisseurs individuels au lieu d'agréger le volume de transaction (Odean (1998b), Rangelova (2001), Dhar et Zhou (2002)). Toutefois, la surconfiance affecte le marché en général. En effet, si les investisseurs sont surconfiants, alors ils vont traiter de la même façon tous les titres dans leurs portefeuilles sans distinguer entre les gagnants et les perdants. Par conséquent, le test de l'hypothèse de surconfiance peut être sur le niveau agrégé du volume de transaction.

Plusieurs études sur le volume de transaction montrent que ce dernier est relié aux rendements

courants des titres et ceux retardés (Karpoff (1987), Stoll et Whaley (1987), Gallant, Rossi et Tauchen (1992), Bessembinder et Seguin (1993), Bessembinder, Chan et Seguin (1996), Chordia, Roll et Subrahmanyam (2000), Lo et Wang (2000)). Ying (1966) argumente qu'un volume de transaction faible (vs important) est souvent accompagné d'une baisse (vs accroissement) de prix. Il trouve que le volume et la variation de prix sont positivement corrélés.

D'autres recherches récentes telles que celles de Llorent, Michaely, Saar et Wang (2002) et Gervais, Kaniel et Mingelgrin (2001) examinent la capacité des volumes à prévoir les rendements. De plus, un autre volet de recherche s'intéresse à la relation entre le volume de transaction et la volatilité courante et retardée des rendements (Harris et Raviv (1993) et Shalen (1993)). Dans notre étude, nous essayons d'étudier la relation entre les rendements, le volume de transaction et la volatilité des titres et du marché en général.

Ce papier est organisé comme suit : la section 2 consiste en une description des données. La section 3 est consacrée au développement des hypothèses de recherche. La section 4 propose une présentation de la méthodologie de recherche. La section 5 présente les résultats de recherche ainsi que leur interprétation et la section 6 conclut le papier.

II. Description des données

L'échantillon est constitué des actions des firmes cotées sur le marché français (premier marché, second marché et nouveau marché). Afin d'éviter le biais du survivant dans l'échantillon, nous avons inclus les rendements des actions qui ont disparu du marché ou qui ne sont plus cotées. Notre échantillon est composé de 527 firmes

pour lesquelles toutes les variables des modèles sont disponibles. Les données sont extraites de la base de données DataStream sur une période allant du 01/06/1988 au 01/03/2004. Les données sur le volume de transaction avant le 01/06/1988 n'existaient pas. Les variables que nous allons utiliser sont les suivantes :

- Les rendements des actions, notés R_i
- Le rendement du portefeuille de marché pondéré par la valeur, noté R_m
- Le volume de transaction des actions individuelles, noté T_i

Cette variable est définie par le rapport entre le nombre d'actions échangées (3) relatives à une entreprise (i) et le nombre total des actions (4) de l'entreprise (i), à un mois donné.

- Le volume de transaction du marché, noté T_m

Cette variable est définie par le rapport entre le nombre d'actions échangées sur le marché et le nombre total des actions qui existent sur le marché, à un mois donné.

- La dispersion du rendement du marché, notée $ETCT_m$, est définie par l'écart type des rendements en coupe transversale du mois (t) pondéré par la valeur. Elle représente la variation en coupe transversale des rendements des actions.

(3) Cette variable est extraite de la base de données Datastream. Elle est exprimée en milliers d'unités monétaires locales. Les chiffres journaliers sont ajustés des changements de capital.

(4) Le nombre total des actions ordinaires qui représentent le capital de l'entreprise. Cette variable est extraite de la base de données Datastream. Elle est exprimée en milliers d'unités monétaires locales.

Soit w_i : La pondération du titre (i) dans le portefeuille de marché

σ_{it} : L'écart type du rendement du titre (i) au mois (t)

$$ETCT_m = \sum_{i=1}^{527} w_i \sigma_{it} \quad (1)$$

• L'écart type du rendement du marché, noté $ETST_m$, est défini par l'écart type du rendement du marché en séries temporelles du mois (t). Il mesure le changement inter-temporel dans le rendement du marché.

Soit r_j : le rendement du marché le mois (j)

J : le nombre total des mois étudiés (190 mois)

$$ETST_m = \sum_{j=1}^{190} \sigma(r_j)^2 + 2 \sum_{j=1}^{190} \text{cov}(r_j, r_{j-1}) \quad (2)$$

Toutes les données sont mensuelles.

III. Les hypothèses de recherche

Pour montrer la relation entre les paramètres de volume de transaction, rendements et volatilités du marché français des actions, nous formulons les hypothèses suivantes :

H1 : Hypothèses sur le volume de transaction :

H1.1 : Le volume de transaction courant du marché est relié positivement aux rendements retardés du marché. Cette hypothèse est justifiée par le fait que les marchés haussiers augmentent la surconfiance et les investisseurs surconfiants qui sont irrationnels font des transactions d'une manière agressive. De ce fait, nous prévoyons un volume de transaction élevé suite à des gains réalisés par le marché. Cette hypothèse est citée aussi par Odean (1998a) et Gervais et Odean (2001).

H1.2 : Le volume de transaction courant du marché est relié négativement aux écarts type retardés (en coupe transversale et en séries temporelles) des rendements du marché.

H2 : Hypothèse sur la volatilité : La relation entre le volume de transaction courant et les rendements retardés du marché est asymétrique. Cette hypothèse est justifiée par le fait que les diminutions dans le volume de transaction du marché suite à des pertes subies (mauvaises nouvelles) sont supérieures en valeur absolue aux augmentations du volume suite à des gains (bonnes nouvelles). Cette hypothèse est aussi avancée par Black (1976). Elle est reliée au biais comportemental d'aversion aux pertes sûres (loss aversion).

H3 : Hypothèse de Disposition-Surconfiance :

Le volume de transaction des titres individuels augmente à la fois avec le rendement des titres et les rendements de marché retardés. Cette hypothèse est justifiée par le fait que l'effet de disposition implique une augmentation (vs diminution) du volume de transaction des titres gagnants (vs perdants) dans le passé. Il a un impact sur les titres individuels. Cependant, l'effet de surconfiance prévoit une augmentation dans le volume de tous les titres (gagnants et perdants). Il a un impact sur le rendement du marché en général. Notre hypothèse distingue entre l'effet de surconfiance et celui de disposition et les combine en même temps. L'hypothèse de disposition est aussi défendue par Odean (1999).

IV. La méthodologie de recherche

IV.1. Méthodologie pour le test des hypothèses sur le volume de transaction

Pour tester les hypothèses sur le volume de transaction, nous adoptons d'abord la démarche du test de causalité entre le volume de transaction du marché T_m , le rendement du portefeuille de marché pondéré par la valeur R_m , la dispersion du rendement de marché $ETCT_m$ et l'écart type du rendement du marché $ETST_m$.

Le volume de transaction du marché est causé par les rendements de marché et les variables de contrôle ($ETCT_m$ et $ETST_m$) au sens de Granger, si ces derniers aident à la prévision du volume de transaction.

Ensuite, nous menons une analyse VAR (5) avec (22) (6) retards pour les variables endogènes et (2) (7) retards pour les variables exogènes. Cette analyse est souvent utilisée pour étudier l'interaction entre deux ou plusieurs variables. La régression est décrite comme suit :

$$\begin{aligned} \begin{bmatrix} T_{mt} \\ R_{mt} \end{bmatrix} &= \begin{bmatrix} a_0 \\ b_0 \end{bmatrix} + \begin{pmatrix} a_1^1 & b_1^1 \\ a_1^2 & b_1^2 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} T_{mt-1} \\ R_{mt-1} \end{bmatrix} + \dots + \begin{pmatrix} a_{22}^1 & b_{22}^1 \\ a_{22}^2 & b_{22}^2 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} T_{mt-22} \\ R_{mt-22} \end{bmatrix} \\ &+ \begin{pmatrix} c_0^1 & d_0^1 \\ c_0^2 & d_0^2 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} ETCT_{mt} \\ ETST_{mt} \end{bmatrix} + \begin{pmatrix} c_1^1 & d_1^1 \\ c_1^2 & d_1^2 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} ETCT_{mt-1} \\ ETST_{mt-1} \end{bmatrix} \\ &+ \begin{pmatrix} c_2^1 & d_2^1 \\ c_2^2 & d_2^2 \end{pmatrix} \begin{bmatrix} ETCT_{mt-2} \\ ETST_{mt-2} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \end{aligned} \quad (3)$$

(5) VAR : Vector Autoregression.

(6) Le choix du nombre de retard égal à 22, pour les variables endogènes, est justifié par le test du rapport de vraisemblance présenté dans l'annexe.

(7) Le choix du nombre de retards égal à 2, pour les variables exogènes, est justifié par le fait que nous cherchons à étudier l'effet de la volatilité retardée (du mois (t-1) et (t-2)) sur le volume de transaction et les rendements des actions du mois (t).

Si les coefficients retardés du rendement du marché et des écarts-types, en coupe transversale et en séries temporelles, sont significatifs dans la régression de T_{mt} , alors ces variables sont liées au volume de transaction du marché et permettent de prévoir ses valeurs futures.

Par ailleurs, nous vérifions le signe de ces coefficients pour voir le sens de variation du volume de transaction en fonction des autres variables.

IV.2. Méthodologie pour le test de l'hypothèse sur la volatilité des rendements

Pour tester l'hypothèse sur la volatilité des rendements, nous utilisons un modèle autorégressif conditionnellement hétéroscédastique et plus spécifiquement le modèle T-GARCH. Le choix de ce dernier est justifié par le fait qu'il permet une réponse asymétrique de la variance conditionnelle aux différents chocs.

La variance conditionnelle est exprimée comme suit :

$$\sigma_t^2 = w + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma \varepsilon_{t-1}^2 d_{t-1} + \beta \sigma_{t-1}^2 \quad (4)$$

Avec :

$$d_t = 1 \text{ si } \varepsilon_t < 0, \text{ et } d_t = 0 \text{ sinon.}$$

Dans ce modèle, les bonnes nouvelles ($\varepsilon_t > 0$) et les mauvaises nouvelles ($\varepsilon_t < 0$) ont un effet différent sur la variance conditionnelle.

Les bonnes nouvelles ($d_t = 0$) ont un impact de (α) et les mauvaises nouvelles ($d_t = 1$) ont un impact ($\alpha + \gamma$).

Si (γ) est significativement différent de zéro, l'impact des nouvelles est asymétrique.

IV.3. Méthodologie pour le test de l'hypothèse sur l'effet de disposition et de la surconfiance

Pour établir une relation entre le volume de transaction en actions d'une entreprise, ses rendements et ceux du marché retardés et pour tester l'effet de disposition et de la surconfiance, nous allons établir des régressions en séries temporelles du volume courant sur les rendements courants et retardés.

La régression est décrite par :

$$T_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^4 \beta_{mj} R_{mt-j} + \beta_{5-10,m} \sum_{j=5}^{10} R_{mt-j} + \sum_{j=0}^4 \beta_{ij} R_{it-j} + \beta_{5-10,i} \sum_{j=5}^{10} R_{it-j} + \varepsilon_t \tag{5}$$

T_{it} : Le volume de transaction mensuel (au mois t) des actions de l'entreprise (i)

R_{it} : Le rendement mensuel des actions de l'entreprise (i)

R_{mt} : Le rendement du portefeuille de marché pondéré par la valeur

β_{mj} : Indique l'impact des rendements de marché retardés durant (j) mois sur le volume de transaction courant.

β_{ij} : Indique l'impact des rendements des actions de l'entreprise (i) retardés durant (j) mois sur son volume de transaction courant.

$\beta_{5-10,m}$: Indique l'effet global des retards (5 à 10) des rendements de marché retardés durant (j) mois sur le volume de transaction courant.

$\beta_{5-10,i}$: Indique l'effet global des retards (5 à 10) des rendements des actions de l'entreprise (i) retardés durant (j) mois sur son volume de transaction courant.

V. Les résultats de recherches et interprétations

V.1. Les statistiques descriptives des variables

Le tableau ci-dessous décrit les statistiques des variables R_m , DT_m (8), $ETCT_m$ et $DETST_m$ (9) telles que : Leurs moyennes, leurs maximums, leurs minimums, les coefficients d'asymétrie (skewness) et d'aplatissement (kurtosis) parmi d'autres.

Tableau 1: Les statistiques descriptives de R_m , DT_m , $ETCT_m$ et $DETST_m$

	R_m	DT_m	$ETCT_m$	$DETST_m$
Moyenne	0,015	3E-04	5E-04	-1,8E-05
Médiane	0,014	-7E-05	4E-04	-3E-05
Max	0,147	0,309	0,006	7E-04
Min	-0,057	-0,314	1E-04	-6,3E-05
Écart Type	0,023	0,068	4E-04	6E-05
Skewness	0,939	0,692	8,979	9,578
Kurtosis	7,459	9,570	104,934	112,636
J-Bera	185,359	355,121	84813,18	97548,74
Prob	0	0	0	0
Obs	190	189	190	189

(8) D'après les tests de stationnarité relatifs à la série temporelle de T_m (voir l'annexe), nous remarquons que T_m n'est pas stationnaire. Par conséquent, nous allons utiliser dans ce qui suit sa différence première notée par DT_m .

(9) D'après les tests de stationnarité concernant la série temporelle de $ETST_m$ (voir l'annexe), nous constatons que $ETST_m$ n'est pas stationnaire. De ce fait, nous adopterons par la suite sa différence première notée par $DETST_m$.

D'après ce tableau et les figures A1, A2, A3 et A4 présentées à l'annexe, nous remarquons, d'abord, que le rendement mensuel moyen du portefeuille de marché est égal à 0,015. Il atteint son maximum en février 1990 (0,147) et son minimum en septembre 1990. En outre, la distribution des rendements ne suit pas une loi normale.

Ensuite, au sujet de la variation du volume de transaction du marché, nous constatons que cette dernière a une valeur moyenne de $3E-04$. Elle atteint son maximum en août 1991 et son minimum en décembre 1991.

Par ailleurs, l'écart type des rendements en coupe transversale a un minimum de $1E-04$ (en décembre 2003) et un maximum de 0,006 (en février 1990).

Enfin, concernant la différence première de l'écart type des rendements en séries temporelles, nous apercevons qu'elle atteint son minimum de $-6,3E-05$ en octobre 1988 et son maximum de $7E-04$ en janvier 1990.

V.2. Les test des hypothèses sur le volume de transaction du marché

Pour tester les hypothèses sur le volume de transaction du marché, nous adoptons d'abord des tests de causalité au sens de Granger pour étudier le sens de la relation entre la différence première du volume de transaction (DT_m) et les autres variables (R_m , $ETCT_m$ et $DETST_m$). Les résultats de ces tests sont résumés par les tableaux suivants :

Tableau 2 : Les tests de causalité de Granger ;
Période d'étude : 1988:06 2004:03 ; retards: 21

Hypothèse nulle	Obs	F-Statistique	Probabilité
R_m ne cause pas DT_m au sens de Granger	168	2,358	0,001
DT_m ne cause pas R_m au sens de Granger		0,616	0,899

Tableau 3 : Les tests de causalité de Granger ;
Période d'étude : 1988:06 2004:03 ; retards: 21

Hypothèse nulle	Obs	F-Statistique	Probabilité
$DETST_m$ ne cause pas DT_m au sens de Granger	168	3,902	8,7E-07
DT_m ne cause pas $DETST_m$ au sens de Granger		2,016	0,009

Tableau 4 : Les tests de causalité de Granger ;
Période d'étude : 1988:06 2004:03 ; retards: 21

Hypothèse nulle	Obs	F-Statistique	Probabilité
$ETCT_m$ ne cause pas DT_m au sens de Granger	168	2,418	0,001
DT_m ne cause pas $ETCT_m$ au sens de Granger		1,159	0,29

D'après ces tableaux, nous constatons que les hypothèses stipulant que les variables : R_m , $ETCT_m$, $DETST_m$ ne causent pas DT_m au sens de Granger sont rejetées (pour un retard de 21). Par conséquent, ces dernières causent T_m au sens de Granger. Par contre T_m ne cause pas, au sens de Granger, ces variables à l'exception de $DETST_m$.

Ensuite, nous adoptons une analyse VAR pour déterminer la nature de la relation entre DT_m et (R_m , $ETCT_m$, $DETST_m$) et nous trouvons les résultats suivants (estimateurs de VAR).

Tableau 5 : Les résultats de l'estimation VAR

	<i>DT_m</i>	<i>R_m</i>		<i>DT_m</i>	<i>R_m</i>
<i>DT_m</i> (-1)	-0,685***	0,003	<i>R_m</i> (-1)	0,540**	0,412***
T-stat	(-7,773)	(0,101)	T-stat	(2,236)	(4,539)
<i>DT_m</i> (-2)	-0,142	0,047	<i>R_m</i> (-2)	-0,337	-0,158*
T-stat	(-1,289)	(1,136)	T-stat	(-1,353)	(-1,688)
<i>DT_m</i> (-3)	0,323***	0,030	<i>R_m</i> (-3)	0,052	-0,013
T-stat	(3,012)	(0,768)	T-stat	(0,270)	(-0,183)
<i>DT_m</i> (-4)	0,115	0,009	<i>R_m</i> (-4)	0,349*	0,109
T-stat	(1,154)	(0,247)	T-stat	(1,819)	(1,520)
<i>DT_m</i> (-5)	-0,144	0,029	<i>R_m</i> (-5)	0,203	-0,026
T-stat	(-1,474)	(0,790)	T-stat	(1,038)	(-0,354)
<i>DT_m</i> (-6)	-0,198**	0,009	<i>R_m</i> (-6)	0,098	-0,004
T-stat	(-2,016)	(0,268)	T-stat	(0,495)	(-0,064)
<i>DT_m</i> (-7)	-0,159	0,067*	<i>R_m</i> (-7)	-0,163	-0,147*
T-stat	(-1,552)	(1,739)	T-stat	(-0,794)	(-1,913)
<i>DT_m</i> (-8)	-0,066	0,005	<i>R_m</i> (-8)	-0,141	0,017
T-stat	(-0,629)	(0,142)	T-stat	(-0,710)	(0,231)
<i>DT_m</i> (-9)	0,164	0,003	<i>R_m</i> (-9)	-0,054	-0,085
T-stat	(1,608)	(0,082)	T-stat	(-0,275)	(-1,151)
<i>DT_m</i> (-10)	0,069	-0,001	<i>R_m</i> (-10)	-0,204	0,126*
T-stat	(0,681)	(-0,034)	T-stat	(-1,091)	(1,798)
<i>DT_m</i> (-11)	0,029	0,021	<i>R_m</i> (-11)	-0,434**	0,057
T-stat	(0,292)	(0,564)	T-stat	(-2,308)	(0,815)
<i>DT_m</i> (-12)	-0,013	0,024	<i>R_m</i> (-12)	-0,022	0,008
T-stat	(-0,132)	(0,651)	T-stat	(-0,116)	(0,118)
<i>DT_m</i> (-13)	-0,080	-0,025	<i>R_m</i> (-13)	-0,038	0,187***
T-stat	(-0,805)	(-0,681)	T-stat	(-0,200)	(2,581)
<i>DT_m</i> (-14)	-0,030	0,012	<i>R_m</i> (-14)	0,431**	-0,151**
T-stat	(-0,304)	(0,325)	T-stat	(2,225)	(-2,075)
<i>DT_m</i> (-15)	0,078	-0,002	<i>R_m</i> (-15)	0,282	-0,149
T-stat	(0,782)	(-0,050)	T-stat	(1,403)	(-1,970)**
<i>DT_m</i> (-16)	0,107	0,046	<i>R_m</i> (-16)	0,288	0,105
T-stat	(1,109)	(1,264)	T-stat	(1,482)	(1,445)
<i>DT_m</i> (-17)	-0,017	0,046	<i>R_m</i> (-17)	-0,546***	-0,083
T-stat	(-0,182)	(1,299)	T-stat	(-2,813)	(-1,146)
<i>DT_m</i> (-18)	-0,045	-0,007	<i>R_m</i> (-18)	0,284172	0,063413
T-stat	(-0,488)	(-0,222)	T-stat	(1,423)	(0,844)
<i>DT_m</i> (-19)	-0,071	-0,019	<i>R_m</i> (-19)	0,641***	0,069
T-stat	(-0,777)	(-0,562)	T-stat	(3,336)	(0,957)
<i>DT_m</i> (-20)	-0,024	0,023	<i>R_m</i> (-20)	0,240	-0,085
T-stat	(-0,268)	(0,682)	T-stat	(1,207)	(-1,135)
<i>DT_m</i> (-21)	-0,067	0,037	<i>R_m</i> (-21)	0,562***	0,030
T-stat	(-0,754)	(1,097)	T-stat	(2,714)	(0,394)
<i>DT_m</i> (-22)	0,121	0,053*	<i>R_m</i> (-22)	-0,589***	-0,142*
T-stat	(1,581)	(1,859)	T-stat	(-2,777)	(-1,788)
C	-0,025	0,003			
T-stat	(-1,214)	(0,505)			
<i>ETCT_m</i>	41,440*	40,030***	<i>DETST_m</i>	32,018	-79,333
T-stat	(1,823)	(4,687)	T-stat	(0,173)	(-1,146)
<i>ETCT_m</i> (-1)	-35,896	-23,381**	<i>DETST_m</i> (-1)	151,091	92,668
T-stat	(-1,439)	(-2,494)	T-stat	(0,831)	(1,356)
<i>ETCT_m</i> (-2)	13,939	-0,372	<i>DETST_m</i> (-2)	-509,661***	1,649
T-stat	(0,549)	(-0,039)	T-stat	(-2,798)	(0,024)
R²	0,677	0,459	F-statistique	4,883	1,975
R² ajusté	0,539	0,227	p-value	8,571E-10	8,7E-03

• Le signe (*) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 10%.

• Le signe (**) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 5%.

• Le signe (***) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 1%.

• Le t de Student est donné par la valeur indiquée entre parenthèses.

Ce tableau indique les coefficients de l'estimation VAR, leurs t-statistiques, les coefficients d'ajustement linéaire R^2 et R^2 ajusté, le F-statistique et la probabilité associée.

D'après les résultats du tableau, nous constatons que le volume de transaction du marché est autocorrélé à sa première et à sa troisième valeur retardée (avec des coefficients significatifs au seuil de probabilité de 1%), et à sa sixième valeur retardée (avec un coefficient significatif au seuil de probabilité de 5%).

En outre, conformément à notre prévision pour l'hypothèse de surconfiance, la plupart des coefficients significatifs, des valeurs retardées de R_m dans la régression de T_m , sont positifs.

- Deux, parmi eux, sont significatifs au seuil de probabilité 1%. En effet, R_m (-19) a un coefficient de 0,641 avec un t-statistique égal à 3,336. De même, le coefficient de R_m (-21) est égal à 0,562 avec un t-statistique de l'ordre de 2,714.

- Deux, parmi eux, sont significatifs au seuil de probabilité 5% (le coefficient de R_m (-14) a un t-statistique égal à 2,225 et le t-statistique associé au coefficient de R_m (-1) est égal à 2,236)

- Un, parmi eux, est significatif au seuil de probabilité 10% (le coefficient de R_m (-4) est associé à un t-statistique égal à 1,819).

Par conséquent, l'hypothèse de surconfiance des individus se trouve vérifiée pour quelques valeurs retardées de R_m . Ceci signifie que la variation du volume de transaction du marché augmente suite à la réalisation des rendements importants dans le passé. En effet, le succès

du marché peut provoquer la surconfiance des investisseurs et l'augmentation des volumes de transaction en conséquence. Ces résultats sont conformes avec ceux trouvés par Odean (1998a), Gervais et Odean (2001) et Statman, Thorley et Vorkink (2004).

Par ailleurs, nous constatons que les variables exogènes ou de contrôle ($DETST_m$, $ETCT_m$) influencent légèrement le volume de transaction du marché. En effet, la plupart de leurs valeurs courantes et retardées ont des coefficients non significatifs dans la régression de t_m (à l'exception de $ETCT_m$ et $DETST_m$ (-2) qui ont des coefficients significatifs au seuil de probabilité 10% et 1% respectivement).

Conformément aux résultats trouvés par Karpoff (1987), la variation du volume de transaction courant est reliée positivement à la volatilité courante des rendements. Nous constatons aussi que l'hypothèse H1.2, qui prévoit une relation négative entre le volume de transaction courant du marché et les écarts type retardés, n'est vérifiée que pour $DETST_m$ (-2) dans la régression de DT_m . Ces résultats ne sont pas conformes à ceux trouvés par Statman, Thorley et Vorkink (2004).

Les volatilités des rendements (en coupe transversale et en séries temporelles) sont incluses dans le modèle pour contrôler les explications alternatives de l'activité de transaction. Cependant, leur intégration ne change pas les résultats des fonctions des réponses d'impulsion pour les variables endogènes que nous allons développer plus loin. Finalement, nous constatons que :

- Les coefficients des rendements retardés du portefeuille de marché : $R_m(-1)$ et $R_m(-13)$ sont significatifs au seuil de probabilité 1%.

- Les coefficients de $R_m(-14)$ et $R_m(-15)$ sont significatifs au seuil de probabilité 5%.

- Les coefficients de $R_m(-2)$, $R_m(-7)$, $R_m(-10)$ et $R_m(-22)$ sont significatifs au seuil de probabilité 5%.

Cette constatation implique que les rendements du marché en (t) peuvent être expliqués par les rendements en (t-1), (t-2), (t-7), (t-10), (t-14), (t-15) et (t-22).

Cependant, les valeurs retardées de DT_m ne peuvent pas prévoir R_m puisque leurs coefficients dans la régression de R_m ne sont significatifs que pour le cas du coefficient de $DT_m(-7)$ et de $DT_m(-21)$ à un seuil de probabilité 10%. Ces résultats confirment ceux trouvés par Chen, Firth et Rui (2001), mais infirment ceux trouvés par Cooper (1999), Lee et Swaminathan (2000) et Gervais, Kaniel et Mingelgrin (2001) révélant que le volume passé peut prédire les rendements futurs.

Nous remarquons aussi que la plupart des coefficients des variables de contrôle ne sont pas significatifs dans la régression des rendements R_m (à l'exception du coefficient de $ETCT_m$ et $ETCT_m(-1)$). De plus, ils ont un signe négatif dans le cas de $DETST_m$, $ETCT_m(-1)$ et $ETCT_m(-2)$ et positif pour le reste.

Dans ce qui suit, nous allons établir un autre test des hypothèses sur le volume de transaction du marché en nous basant sur les fonctions des réponses d'impulsion.

Nous étudierons l'effet des variations des variables endogènes les unes sur les autres et tester les hypothèses sur le volume de transaction et celle de la surconfiance. Notre objectif est de déterminer l'impact des changements dans le rendement du marché sur le volume de transaction et vice-versa. Les figures ci-dessous représentent les fonctions des réponses d'impulsion en utilisant une estimation VAR. Ces fonctions retracent l'effet d'un choc dans l'écart type d'une variable sur les valeurs courantes et futures des variables endogènes.

Figure 1 : Réponse de DT_m à une innovation en écart type de DT_m

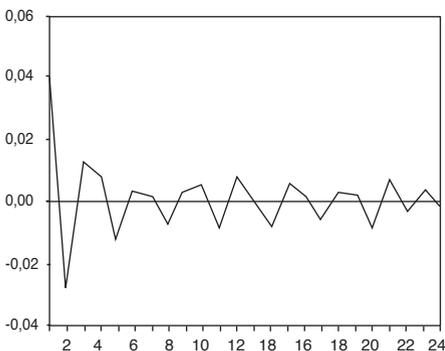


Figure 2 : Réponse de R_m à une innovation en écart type de DT_m

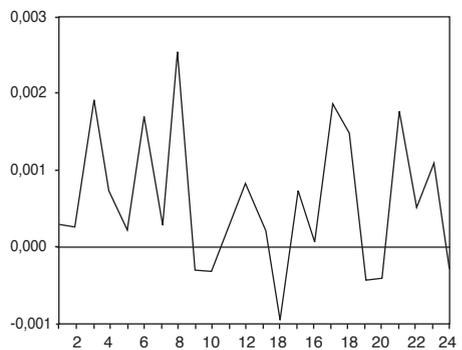


Figure 3 : Réponse de DT_m à une innovation en écart type de R_m

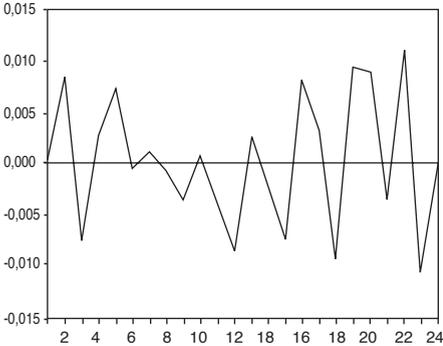
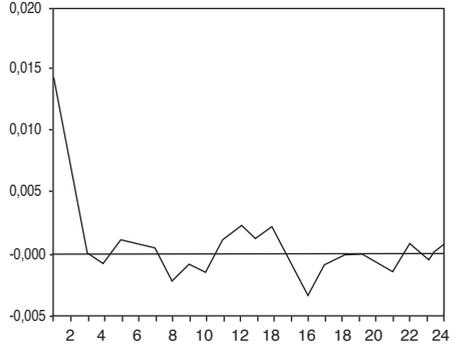


Figure 4 : Réponse de R_m à une innovation en écart type de R_m



Les figures 1 et 2 représentent les réponses de DT_m et R_m à une innovation en écart type de DT_m . L'axe vertical dans la figure 1 mesure les pourcentages d'augmentation de DT_m relatifs au niveau de la variation du volume de transaction avant le choc. Dans la figure 1, la fonction de réponse d'impulsion indique qu'un choc dans l'écart type de la variation du volume de transaction sur les variations des volumes de transaction futurs entraîne une augmentation dans le volume de 4% le premier mois et une diminution de 3% le deuxième mois. La figure 2 indique qu'une innovation en écart type de DT_m augmente d'une façon importante les rendements durant les mois après le choc.

Les figures 3 et 4 représentent les réponses de DT_m et R_m à une innovation en écart type de R_m . La figure 3 montre une réponse importante et positive de DT_m à une innovation en écart type de R_m pour les deux premiers mois après le choc. Cette constatation est en faveur de l'hypothèse de surconfiance. En effet, la variation du volume de transaction augmente suite à un choc causé par le rendement du portefeuille de marché. La figure 4 indique qu'une innovation dans l'écart type des rendements a un faible impact sur les

rendements futurs sauf pour le premier et le deuxième mois suivant le choc.

V.3. Le test de l'hypothèse sur la volatilité du rendement du marché

Nous utilisons un modèle T-GARCH (1,1) pour des rendements mensuels du marché pour identifier l'effet d'asymétrie dans le processus de volatilité.

Les résultats du test de l'hypothèse sur la volatilité du rendement de marché sont résumés par le tableau suivant :

Tableau 6 : Les résultats du test de l'hypothèse sur la volatilité du rendement de marché

Variable dépendante : Rm				
Equation de variance				
	Coefficient	Écart type	z-Statistique	Probabilité
ω	4,77E-06	4,47E-06	1,067	0,285
α	0,041*	0,022	1,823	0,068
γ	-0,098**	0,035	-2,790	0,005
β	0,968***	0,014	65,380	0,000

- Le signe (*) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 10%.
- Le signe (**) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 5%.
- Le signe (***) dans le tableau désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 1%.

Nous constatons que le paramètre (α) relatif à l'effet ARCH est significatif au seuil de probabilité 10%. Cependant, le coefficient (β), relatif à l'effet GARCH, est positif et significatif au seuil de 1%. Le coefficient (γ) est négatif et significatif au seuil de 5%, ce qui montre un effet de levier. En d'autres termes, les mauvaises nouvelles ont plus d'impact sur la volatilité que les bonnes nouvelles. Les bonnes nouvelles n'ont pas un grand impact sur la volatilité (α est non significatif au seuil de 5%), cependant les mauvaises nouvelles ont un impact négatif sur la volatilité de -0,098 ($\alpha + \gamma$). Les mauvaises nouvelles ont plus d'impact sur la volatilité que les bonnes nouvelles. Par conséquent, le biais d'aversion aux pertes sûres est vérifié.

Notre hypothèse sur l'asymétrie de la volatilité se trouve validée. Nos résultats sont conformes à ceux de Black (1976). De plus, l'hypothèse sur le volume de transaction prévoit que les rendements passés élevés entraînent une augmentation dans le volume futur de transaction. Ceci peut suggérer que les volatilités des prix élevées (vs basses) soient suivies par des diminutions (vs augmentations) en volume de transaction. De ce fait, la relation entre la volatilité des rendements retardés et le volume de transaction courant est significativement négative. L'effet asymétrique montre que les rendements négatifs, associés à une volatilité des rendements élevée, sont suivis par une diminution dans le volume de transaction. Cette dernière est plus importante en valeur absolue qu'une augmentation du volume suite à des rendements passés élevés (de même magnitude) associés avec une basse volatilité. Cette hypothèse montre une interrelation entre les déterminants d'un marché financier (rendements, volatilité, volume de transaction).

V.4. Le test de l'hypothèse sur l'effet de disposition-surconfiance

Le modèle :

$$T_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^4 \beta_{mj} R_{mt-j} + \beta_{5-10,m} \sum_{j=5}^{10} R_{mt-j} + \sum_{j=0}^4 \beta_{ij} R_{it-j} + \beta_{5-10,i} \sum_{j=5}^{10} R_{it-j} + \varepsilon_t$$

établit une relation entre le volume de transaction d'une action (i), ses rendements retardés et les valeurs retardées du rendement du marché. Nous l'appliquons sur toutes les entreprises de notre échantillon (527 entreprises) sur la période allant de juin 1988 à mars 2004. Les données sont mensuelles.

Dans ce qui suit, nous allons présenter quelques résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur cinq entreprises qui ont les plus importantes valeurs de marché : VM (VM > 10000 millions d'euros) ; France télécom, BNP Paribas, l'Oréal, Sanofi, Carrefour.

Dans les tableaux suivants, le signe (*) désigne que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 10% (10), le signe (**) montre que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 5% (11) et le signe (***) signale que le coefficient est significativement différent de zéro pour un niveau de confiance 1% (12).

(10) Le coefficient est significatif au seuil de probabilité 10% si son t-statistique a une valeur \geq à 1,64.

(11) Le coefficient est significatif au seuil de probabilité 5% si son t-statistique a une valeur \geq à 1,96.

(12) Le coefficient est significatif au seuil de probabilité 1% si son t-statistique a une valeur \geq à 2,57.

Tableau 7 : Les résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur France Télécom

Variables	Coefficient	Écart type	t-Statistique	Probabilité
C	0,076***	0,012	6,122	0
R_m	0,470	0,421	1,115	0,269
$R_m (-1)$	1,152***	0,397	2,900	0,005
$R_m (-2)$	0,590	0,398	1,479	0,145
$R_m (-3)$	0,753*	0,387	1,942	0,057
$R_m (-4)$	0,454	0,377	1,202	0,234
$R_m (-5)$	0,153	0,386	0,396	0,693
$R_m (-6)+ R_m (-7)+ R_m (-8)+ R_m (-9)+ R_m (-10)$	-0,122	0,153	-0,796	0,429
R_i	-0,047	0,036	-1,308	0,196
$R_i (-1)$	-0,134***	0,036	-3,713	0,000
$R_i (-2)$	-0,062*	0,035	-1,754	0,085
$R_i (-3)$	-0,068**	0,034	-1,978	0,053
$R_i (-4)$	-0,055	0,034	-1,604	0,114
$R_i (-5)$	-0,069**	0,034	-1,986	0,052
$R_i (-6)+ R_i (-7)+ R_i (-8)+ R_i (-9)+ R_i (-10)$	-0,063***	0,016	-3,952	0
R²	0,543	R² ajusté		0,417
F-statistique	4,333	Probabilité (F-statistique)		0

Concernant la société France télécom, l'hypothèse de surconfiance n'est vérifiée que pour le premier retard au seuil de 5% et pour le troisième retard au seuil de 10%. En revanche, l'hypothèse d'effet de disposition est vérifiée pour les valeurs retardées $R_i(-1)$ et $(R_i(-6) + \dots + R_i(-10))$ au seuil de 1% ainsi que pour $R_i(-3)$ et $R_i(-5)$ au seuil de 5% et finalement pour $R_i(-2)$ au seuil de 10%.

Tableau 8 : Les résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur BNP Paribas

Variables	Coefficient	Écart type	t-Statistique	Probabilité
C	0,119***	0,009	12,442	0
R_m	0,428	0,340	1,257	0,211
$R_m (-1)$	0,097	0,351	0,278	0,781
$R_m (-2)$	-0,375	0,350	-1,072	0,286
$R_m (-3)$	0,320	0,342	0,936	0,351
$R_m (-4)$	0,022	0,339	0,067	0,946
$R_m (-5)$	-0,250	0,331	-0,755	0,451
$R_m (-6)+ R_m (-7)+ R_m (-8)+ R_m (-9)+ R (-10)$	-0,043	0,113	-0,381	0,703
R_i	0,035	0,063	0,561	0,575
$R_i (-1)$	0,004	0,064	0,064	0,948
$R_i (-2)$	0,043	0,063	0,674	0,501
$R_i (-3)$	0,069	0,063	1,090	0,277
$R_i (-4)$	0,116*	0,063	1,827	0,070
$R_i (-5)$	0,115*	0,063	1,823	0,071
$R_i (-6)+ R_i (-7)+ R_i (-8)+ R_i (-9)+ R_i (-10)$	0,107***	0,028	3,817	0
R²	0,251	R² ajusté		0,145
F-statistique	2,375	Probabilité (F-statistique)		0,006

D'après ce tableau, nous remarquons que pour la société BNP Paribas, l'hypothèse de surconfiance n'est pas vérifiée (tous les coefficients relatifs aux valeurs retardées de R_i ne sont pas significatifs), mais celle de l'effet de disposition est vérifiée pour les valeurs retardées des rendements des actions (retard 6 jusqu'à 10) au seuil de 1% et pour $R_i(-4)$ et $R_i(-5)$ au seuil de 10%. Nous constatons aussi que l'hypothèse de nullité de tous les coefficients dans la régression est rejetée (F-statistique a une probabilité faible de l'ordre de 0,006<1%).

Tableau 9 : Les résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur L'Oréal

Variables	Coefficient	Écart type	t-Statistique	Probabilité
C	0,106***	0,018	5,761	0
R_m	0,484	0,564	0,858	0,392
$R_m (-1)$	-0,226	0,596	-0,380	0,704
$R_m (-2)$	0,607	0,588	1,031	0,304
$R_m (-3)$	0,512	0,590	0,867	0,387
$R_m (-4)$	0,479	0,586	0,817	0,415
$R_m (-5)$	0,929	0,564	1,644	0,102
$R_m (-6)+ R_m (-7) + R_m (-8) + R_m (-9) + R_m (-10)$	0,551***	0,202	2,723	0,007
R_i	0,126	0,146	0,864	0,389
$R_i (-1)$	0,339**	0,153	2,215	0,028
$R_i (-2)$	0,356**	0,150	2,368	0,019
$R_i (-3)$	0,318**	0,148	2,150	0,033
$R_i (-4)$	0,322**	0,145	2,220	0,028
$R_i (-5)$	0,372***	0,140	2,643	0,009
$R_i (-6)+ R_i (-7) + R_i (-8) + R_i (-9) + R_i (-10)$	0,284***	0,079	3,599	0
R²	0,476	R² ajusté		0,420
F-statistique	8,524	Probabilité (F-statistique)		0

Pour la société l'Oréal, l'hypothèse de surconfiance est bien vérifiée pour les retards de 6 à 10 du rendement de marché au seuil de 1%. En outre, l'hypothèse de l'effet de disposition se trouve validée pour toutes les valeurs retardées du rendement des actions de cette société.

Tableau 10 : Les résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur Sano

Variables	Coefficient	Écart type	t-Statistique	Probabilité
C	0,151***	0,042	3,536	6E-04
R_m	0,331	1,054	0,314	0,753
$R_m (-1)$	0,462	1,085	0,426	0,670
$R_m (-2)$	0,193	1,083	0,178	0,858
$R_m (-3)$	0,791	1,081	0,731	0,465
$R_m (-4)$	-1,364	1,085	-1,256	0,211
$R_m (-5)$	0,389	1,065	0,365	0,715
$R_m (-6)+ R_m (-7) + R_m (-8) + R_m (-9) + R_m (-10)$	1,462***	0,424	3,444	8E-04
R_i	0,464	0,298	1,555	0,122
$R_i (-1)$	0,440	0,292	1,503	0,135
$R_i (-2)$	0,650**	0,289	2,243	0,026
$R_i (-3)$	0,612**	0,290	2,105	0,037
$R_i (-4)$	0,332	0,285	1,162	0,247
$R_i (-5)$	0,139	0,282	0,494	0,621
$R_i (-6)+ R_i (-7)+ R_i (-8)+ R_i (-9)+ R_i (-10)$	0,437***	0,128	3,418	8E-04
R²	0,224	R² ajusté		0,142
F-statistique	2,715	Probabilité (F-statistique)		0,001

Pour la société Sanofi, l'hypothèse de surconfiance est vérifiée pour les retards de 6 à 10 du rendement de marché. En effet, ces derniers ont un coefficient significatif au seuil de probabilité de 1%. Cependant, l'hypothèse de l'effet de disposition n'est vérifiée que pour les valeurs retardées suivantes $R_i(-2)$, $R_i(-3)$, $R_i(-6-10)$ ayant des coefficients significatifs au seuil de 5% pour les deux premiers et de 1% pour le dernier.

Nous constatons par ailleurs que l'hypothèse de nullité de tous les coefficients dans la régression est rejetée au seuil de 1% puisque F-statistique a une probabilité inférieure à 1%.

Tableau 11: Les résultats du test d'hypothèse de l'effet de disposition-surconfiance sur Carrefour

Variables	Coefficient	Écart type	t-Statistique	Probabilité
C	0,219**	0,089	2,447	0,015
R_m	-0,815	2,406	-0,339	0,735
$R_m(-1)$	1,355	2,486	0,545	0,586
$R_m(-2)$	-0,341	2,480	-0,137	0,890
$R_m(-3)$	3,928	2,464	1,593	0,113
$R_m(-4)$	0,612	2,383	0,256	0,797
$R_m(-5)$	4,176*	2,317	1,802	0,073
$R_m(-6)+ R_m(-7) + R_m(-8) + R_m(-9) + R_m(-10)$	1,918**	0,892	2,149	0,033
R_i	0,810	0,575	1,409	0,161
$R_i(-1)$	0,223	0,573	0,389	0,697
$R_i(-2)$	0,508	0,571	0,889	0,375
$R_i(-3)$	0,626	0,566	1,106	0,270
$R_i(-4)$	0,857	0,563	1,520	0,130
$R_i(-5)$	0,391	0,568	0,688	0,492
$R_i(-6)+ R_i(-7) + R_i(-8) + R_i(-9) + R_i(-10)$	0,576**	0,266	2,166	0,032
R²	0,236	R² ajusté		0,159
F-statistique	3,060	Probabilité (F-statistique)		0

Pour la société Carrefour, nous concluons que l'hypothèse de surconfiance est vérifiée pour les retards de 6 à 10 du rendement de marché, au seuil de probabilité 5% ainsi que pour $R_m(-5)$ au seuil de 10%. Cependant,

l'hypothèse de l'effet de disposition est vérifiée pour les valeurs retardées ($R_i(-6) + \dots + R_i(-10)$) au seuil de probabilité de 5%. Nous remarquons par ailleurs, que l'hypothèse de nullité de tous les coefficients dans la régression est rejetée (la probabilité de F-statistique est égale à zéro).

En guise de conclusion, nous pouvons affirmer que nos résultats confirment en partie ceux trouvés par Odean (1998a), Gervais et Odean (2001) et Statman, Thorley et Vorkink (2004). En effet, ces derniers montrent que les rendements élevés dans le passé rendent quelques investisseurs surconfiants, moins averses au risque et plus agressifs dans leurs transactions. Par conséquent, le volume de transaction augmente sur le niveau global du marché.

D'autre part, les résultats que nous avons repérés valident en partie l'existence d'un effet de disposition chez les investisseurs français. Nous rappelons que cet effet est développé en premier lieu par Shefrin et Statman (1985)

et suppose que **les investisseurs tendent à garder les actions perdantes et vendre celles gagnantes dans le passé**. Ceci étant constaté, le volume de transaction courant, de quelques actions spécifiques, augmente avec leurs rendements retardés. En général, cette évidence valide le fait que les biais cognitifs, spécifiquement la surconfiance et l'effet de disposition, affectent le comportement de l'investisseur et augmentent en conséquence le volume de transaction sur le marché français.

VI. Conclusion

Nous avons essayé dans ce papier d'étudier le phénomène de la surconfiance, les effets d'asymétrie et de disposition sur le marché français des actions.

Nous avons trouvé qu'une relation existe entre le volume de transaction du marché et le comportement de surconfiance des individus. En effet, les rendements passés élevés entraînent une augmentation dans le volume de transaction. Ce qui montre que les investisseurs sont surconfiants. En d'autres termes, les gains du marché incitent ces derniers à faire des transactions plus que d'habitude.

Ceci peut être expliqué par le fait que : quand le marché réalise des gains, les investisseurs les attribuent à leur capacité de sélection des titres (stock picking) et leur aptitude à bien interpréter les informations disponibles. Par la suite, ils font des transactions plus agressivement et les volumes de transactions augmentent en conséquence.

Nous avons mesuré les succès par les rendements élevés du marché en établissant un test de causalité de Granger, une analyse VAR et des fonctions des réponses d'impulsion pour

étudier la relation entre les rendements passés du marché et le volume courant de transaction du marché et nous avons trouvé que ce dernier est relié positivement aux rendements passés. Ce qui est en faveur de l'hypothèse de surconfiance.

D'autre part, nous avons testé l'hypothèse d'asymétrie de la volatilité des rendements du marché et nous avons trouvé que les mauvaises nouvelles ont plus d'impact sur la volatilité que les bonnes nouvelles. En effet, les rendements passés négatifs augmentent la volatilité du marché d'une magnitude plus grande que celle relative à la diminution de la volatilité du marché suite à des rendements passés positifs.

Par conséquent, les marchés haussiers tendent à réduire la volatilité du marché et augmenter le volume futur de transaction.

Par ailleurs, nous avons testé l'effet de disposition (13) et de surconfiance (en même temps) sur des actions individuelles et nous avons trouvé que cette double hypothèse est vérifiée pour quelques sociétés, telles que Carrefour, Sanofi et L'Oréal.

Annexe :

A1 Tests de stationnarité des variables R_m , T_m , $ETCT_m$, $ETST_m$

A1.1 Les tests de racine unitaire

Nous appliquons les tests de stationnarité d'ADF (Augmented Dickey-Fuller) et de PP (Phillips-Perron) sur les séries temporelles des variables R_m , T_m , $ETCT_m$ et $ETST_m$

(13) Les investisseurs tendent à vendre les actions qui ont réalisé des gains antérieurs pour se sentir fiers et à garder les actions perdantes dans le passé pour ne pas sentir le regret.

Tableau A1 : Les tests d'ADF et de PP

	TEST ADF		TEST PP	
	Niveau	Différence 1 ^{ère}	Niveau	Différence 1 ^{ère}
R_m	-5,961	-	-12,034	-
T_m	-2,714	-6,554	-3,79	-24,763
$ETCT_m$	-5,565	-	-13,611	-
$ETST_m$	-2,644	-6,715	-2,473	-13,262

Le tableau A1 présente les deux tests d'ADF et de PP. Nous adoptons des tests avec constante et tendance et nous considérons un nombre de retards égal à quatre. La valeur critique de MacKinnon, qui rejette l'hypothèse nulle de présence de racine unitaire avec tendance au niveau de confiance 1%, est (-4,011) pour le test ADF (-4,009 pour le test PP). Les deux

tests rejettent l'hypothèse d'existence de racine unitaire avec tendance pour les variables R_m et $ETCT_m$. Par conséquent, elles sont stationnaires à travers le temps. Cependant, les variables T_m et $ETST_m$ ont des valeurs d'ADF et PP supérieures à la valeur critique. D'où, elles ne sont pas stationnaires à travers le temps et nous devons utiliser leurs différences premières. En effet, avec les différences premières de ces variables, l'hypothèse nulle est rejetée et les séries différenciées sont stationnaires. Ces résultats sont confirmés par les représentations graphiques de R_m , $ETCT_m$, la différence première de T_m (DT_m) et de $ETST_m$ ($DETST_m$).

Figure A1 : Représentation graphique de R_m

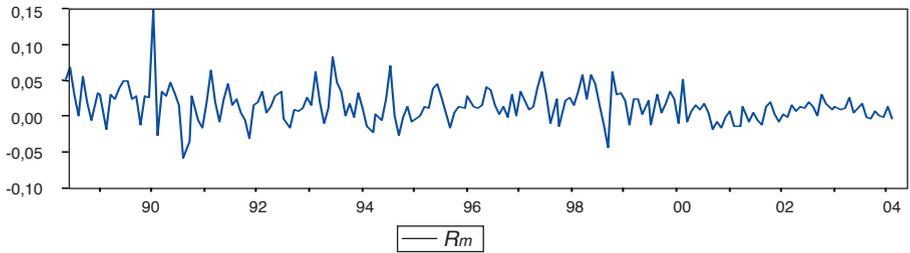


Figure A2 : Représentation graphique de $ETCT_m$

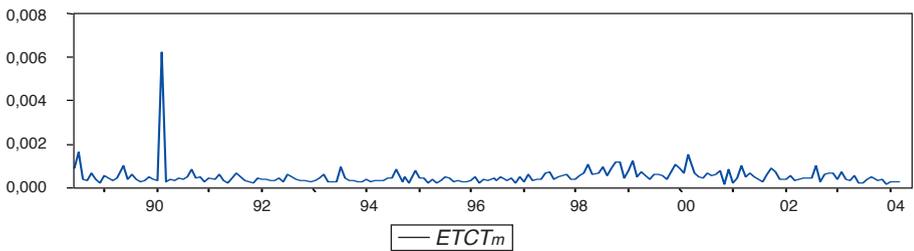


Figure A3 : Représentation graphique de DT_m

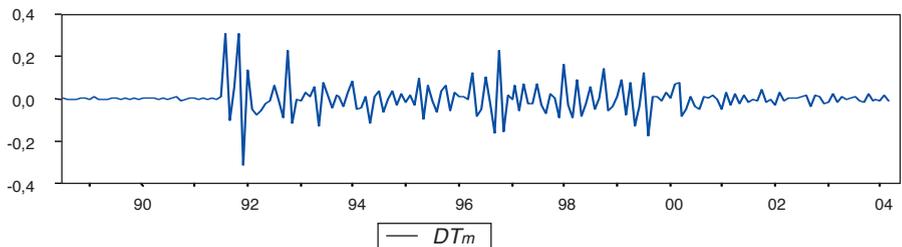
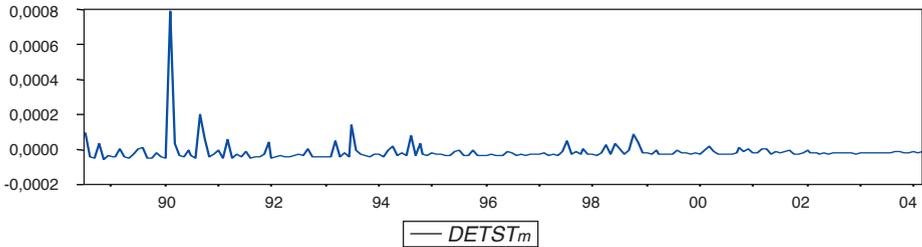


Figure A4 : Représentation graphique de $DETST_m$



En effet, les représentations graphiques des séries R_m , $ETCT_m$, DT_m , et $DETST_m$ montrent que ces dernières sont stationnaires.

A1.2 Les tests de bruit blanc de Ljung-Box (1978)

Tableau A2 : Tests de bruit blanc de Ljung-Box (1978)

	AC	PAC	Q-Stat	Prob
R_m	0,158	0,158	4,768	0,029
T_m	-0,488	-0,488	45,71	0
$ETCT_m$	0,023	0,023	0,105	0,745
$ETST_m$	0,014	0,014	0,036	0,848

Le tableau A2 présente le test de bruit blanc développé par Ljung-Box (1978). Les deux premières colonnes reportent les fonctions d'autocorrélation et l'autocorrélation partielle. Les deux dernières colonnes donnent les Q-statistiques de Ljung-Box et leur p-value. La Q-statistique de retard k est un test statistique de l'hypothèse nulle qui suppose qu'il n'y a pas de corrélation supérieure à l'ordre fixé. Nous fixons le nombre de retards k à 1.

Nous comparons le Q-statistique à $\chi^2(1; 1\%)$ qui est égale à 6,635 et nous concluons que T_m n'est pas un bruit blanc et que R_m , $ETCT_m$ et $ETST_m$ sont des bruits blancs.

A2 Justification du choix du retard 22 dans le processus VAR à travers le test du rapport de vraisemblance

Tableau A3 : Critère de sélection de l'ordre de retard dans le processus VAR

Variables endogènes : DT_m , R_m		
Variables exogènes : C , $ETCT_m$, $ETCT_m(-1)$, $ETCT_m(-2)$, $DETST_m$, $DETST_m(-1)$ et $DETST_m(-2)$		
Retard	Log L(Log du maximum de vraisemblance)	Rapport de vraisemblance : $LR = -2((\text{Log } L)_0 - (\text{Log } L)_1)$
0	620,510	
1	649,919	55,63004
2	662,244	23,016
3	668,927	12,318
4	672,019	5,624
5	677,243	9,378
6	678,413	2,072
7	683,113	8,211
8	687,413	7,407
9	688,772	2,308
10	691,479	4,533
11	694,235	4,549
12	695,363	1,834
13	699,229	6,194
14	705,379	9,706
15	712,224	10,639
16	714,673	3,746
17	718,954	6,447
18	720,102	1,701
19	729,909	14,296
20	732,852	4,219
21	738,119	7,424
22	747,710	13,288*
23	753,766	8,245

* indique l'ordre du retard choisi par le critère LR
Le test de la statistique LR (au niveau de 5%)

D'après ce tableau, nous constatons que le rapport de vraisemblance : LR a une valeur optimale pour le retard 22. Par conséquent, nous retenons un nombre de retards égal à 22 dans le processus VAR à variables endogènes : DT_m et R_m et à variables exogènes : C , $ETCT_m$, $ETCT_m(-1)$, $ETCT_m(-2)$, $DETST_m$, $DETST_m(-1)$ et $DETST_m(-2)$.

A3. Test de causalité de Granger pour les variables R_m et DT_m dans le processus VAR

Tableau A4 : Test de causalité de Granger pour les variables dépendantes dans le processus VAR à 22 retards

Variable dépendante : DT_m			
Exclus	χ^2	Retard	Prob
R_m	60,587	22	0
Toutes	60,587	22	0
Dependent variable : R_m			
Exclus	χ^2	Retard	Prob
DT_m	22,770	22	0,414
Toutes	22,770	22	0,414

D'après ce tableau, nous constatons que dans le processus VAR, R_m cause DT_m au sens de Granger. Cependant, DT_m ne cause pas R_m .

A4 Étude de l'effet de janvier sur le volume de transaction (DT_m)

Dans ce qui suit, nous étudions l'existence d'un effet de janvier dans la série de la variable DT_m , pour cette raison, nous établissons la régression de la différence première du volume de transaction sur une variable indicatrice ou dummy, notée (JAN) qui prend la valeur 1 si le mois est janvier et 0 autrement. La régression a la forme suivante :

$$DT_m = \alpha + \beta JAN_t + \varepsilon_{mt}$$

Avec :

JAN_t est la variable binaire.

ε_{mt} est un terme d'erreur.

Les résultats de la régression sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau A5 : Étude de l'effet de janvier dans la série du volume de transaction

Variable dépendante : DT_m				
Variable	Coefficient	Erreur standard	t-Statistique	Probabilité
α	-0,001	0,005	-0,223	0,824
JAN_t	0,018	0,018	0,992	0,322

Ce tableau montre que le coefficient de la variable indicatrice n'est pas significatif au niveau de confiance de 5%. Par conséquent, nous concluons qu'il n'y a pas un effet de janvier dans la série du volume de transaction.

Bibliographie

- Bessembinder, H., Chan, K. et Seguin, P. (1996) «An empirical examination of information differences of opinion and trading activity», Journal of Financial Economics, 40 : pp. 105-134.
- Bessembinder, H. et Seguin, P. (1993) «Price volatility, trading volume and market depth : Evidence from the futures markets», Journal of Financial and Quantitative Analysis, 28 : pp. 21-39.
- Black, F. (1976) «Studies of stock price volatility changes», Proceedings of the 1976 Meetings of American Statistical Association, Business and economical statistics section : pp. 177-181.
- Black, F. (1986) «Noise», The Journal of Finance, 41 : pp. 529-543.
- Chen, G.M., Firth, M. et Rui, O. (2001) «The Dynamic Relationship between Stock Returns, Trading Volume and Volatility» Working paper, Hong Kong Polytechnic University.
- Chordia, T., Roll, R. et Subrahmanyam, A. (2000) «Market liquidity and trading activity», UCLA working paper 2000.
- Cooper, M. (1999) «Filter rules based on price and volume in individual security overreaction», Review of Financial Studies, 12(4) : pp. 901-935.
- Daniel, K. Hirshleifer, D., et Subrahmanyam, A. (1998) «Investor psychology and security market under and overreactions», The Journal of Finance, 53(6) : pp. 1839-1886.

- Dhar, R. et Zhou, N. (2002) «Up close and personal : An individual level analysis of the disposition effect», Yale School of management, Working paper.
- Ferris, S., Haugen, R. et Makhija, A. (1988) «Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels : Evidence supporting the disposition effect» *The Journal of Finance*, 43 : pp. 677-697.
- Gallant, A., Rossi, P. et Tauchen, G. (1992) «Stock prices and volume» *The Review of Financial Studies*, 5(2) : pp. 199-242.
- Gervais, S. et Odean, T. (2001) «Learning to be Overconfident», *Review of Financial Studies*, 14 : pp. 1-27.
- Glaser, M. et Weber, M. (2006) «Investor overconfidence and Trading Volume», *Review of Financial Studies*, 19(4) : pp. 1531-1565.
- Grinblatt, M. et Han, B. (2002) «The disposition effect and momentum» NBER, W P n° W8734.
- Gervais, S., Kaniel, R. et Mingelgrin, D. (2001) «The high volume return premium», *The Journal of Finance*, 56(3) : pp. 877-919.
- Heath, C., Huddart, S. et Lang, M. (1999) «Psychological factors and stock option exercise», *Quarterly Journal of Economics*, 114 : pp. 601-627.
- Harris, M. et Raviv, A. (1993) «Differences of opinion make a horse race», *Review of Financial Studies*, 6 : pp. 473-506.
- Jain, P.C. et Joh, G.H. (1988) «The dependence between hourly prices and trading volume», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 : pp. 269-283.
- Jegadeesh, N. et Titman, S. (1993) «Returns to buying winners and selling losers : implications for stock market efficiency», *The Journal of Finance*, 48 : pp. 65-91.
- Karpoff, J. (1987) «The relation between price changes and trading volume : A survey», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22 : pp. 109-126.
- Kyle, A.S. et Wang, F.A. (1997) «Speculation duopoly with agreement to disagree : Can overconfidence survive the market test ?», *The Journal of Finance*, 52 : pp. 2073-2090.
- Lakonishok, J. et Smidt, S. (1986) «Volume for winners and losers : taxation and other motives for trading», *The Journal of Finance*, 41 : pp. 951-974.
- Lee, C. et Swaminathan, B. (2000) «Price momentum and trading volume», *The Journal of Finance*, 55 : pp. 2017-2069.
- Llorent, G., Michaely, R., Saar, G. et Wang, J. (2002) «Dynamic volume, return relation of individual stocks», *The Review of Financial Studies*, 15 : pp. 1005-1047.
- Lo, A. et Wang, J. (2000) «Trading volume: definitions data analysis and implications of portfolio theory», *The Review of Financial Studies*, 13 : pp. 257-300.
- Mai, H.M. et Tchameni, E. (1996) «Distribution statistique des volumes de transaction sur le marché des actions françaises», *Cahier de recherche du CEREG, Université de Paris Dauphine*, n° 1996-09 : pp. 1-33.
- Odean, T. (1998a) «Volume, volatility, price and profit when all traders are above average», *The Journal of Finance*, 53 : pp. 1887-1934.
- Odean, T. (1998b) «Are investors reluctant to realize losses ?», *The Journal of Finance*, 53(5) : pp. 1775-1798.
- Odean, T. (1999) «Do investor trade too much», *American Economic Review*, 89 : pp. 1279-1298.
- Rangelova, E. (2001) «Disposition effect and firm size : New evidence on individual trading activity», NBER, Working Paper.
- Shalen, C. (1993) «Volume, volatility and the dispersion of beliefs», *Review of Financial Studies*, 6 : pp. 405-434.
- Shefrin, H. et Statman, M. (1985) «The disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence», *The Journal of Finance*, 40 : pp. 777-790.
- Smidt, S. (1990) «Long run trends in equity turnover», *The Journal of Portfolio Management*, 17 : pp. 66-73.
- Statman, M., Thorley, S. et Vorkink, K. (2004) «Investor overconfidence and trading volume», Working paper, Santa Clara university.
- Statman, M. et Thorley, S. (1999) «Overconfidence and trading volume», Working Paper, Santa Clara University.
- Stoll, H. et Waley, R. (1987) «Program trading and expiration day effects», *Financial Analysts Journal*, 43 : pp.16-28.
- Ying, C. (1966) «Stock market prices and volumes of sales» *Econometrica*, 34 : pp. 676-686.

ANALYSE FINANCIÈRE

PAR MOHAMED MASMOUDI

L'impact du passage aux normes IFRS sur les analystes financiers en France

L'adoption des IFRS par l'ensemble des sociétés européennes cotées, à compter de 2005 a des incidences sur les états financiers. Nous avons essayé dans le cadre de ce travail de déterminer quels sont les impacts de ce passage aux IFRS sur les analystes financiers.

Les entretiens que nous avons effectués auprès d'analystes nous ont permis d'aboutir aux conclusions suivantes. Le passage aux IFRS n'a d'impact ni sur le temps consacré par les analystes à l'examen des états financiers ni sur leur utilisation du compte de résultat. Aussi, il n'a pas d'impact sur l'utilisation de certains ratios par les analystes. En revanche, les IFRS ont diminué les retraitements comptables effectués par les analystes, amené les analystes à étendre leurs connaissances en comptabilité, limité la logique ou l'intérêt de certains ratios utilisés par les analystes.

Mots clés : IFRS, analystes financiers, impact, ratios financiers, retraitements comptables.

INTRODUCTION

L'adoption des IFRS par l'ensemble des entreprises européennes cotées à compter du 1^{er} janvier 2005 pour leurs comptes consolidés a influencé les pratiques de gestion des entreprises ainsi que leurs états financiers. Ceci n'est pas sans influence sur les analystes financiers qui sont les premiers utilisateurs des états comptables. C'est d'ailleurs pourquoi la transition aux IFRS a suscité de nombreux débats sur ses impacts attendus sur les comportements des acteurs économiques : émetteurs, investisseurs, analystes financiers, etc.

L'objectif de cet article est de déterminer après un peu de recul (1) l'impact réel des nouvelles normes sur le comportement des analystes financiers «actions» en France employés par les sociétés de bourse et les sociétés de gestion de portefeuilles.

Nous nous sommes intéressés à cette catégorie d'utilisateurs de l'information comptable, vu l'importance du rôle des analystes financiers dans la chaîne d'information financière

(1) Après la publication des comptes trimestriels, semestriels et annuels 2005 avec un comparatif de 2004, et la publication des comptes trimestriels 2006.

et leur contribution à l'efficacité des marchés financiers et à la réduction de l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs.

Donc, notre question de recherche est : **Quel est l'impact du passage au référentiel IFRS sur les analystes financiers en France ?**

Cette étude d'impact va se faire sur plusieurs axes :

- Utilisation de l'information comptable en tant que source d'information pour les analystes financiers ;
- Etats comptables privilégiés par les analystes financiers ;
- Méthodologie de travail des analystes financiers : les retraitements comptables effectués, les ratios de mesure de performance utilisés et les nouvelles compétences désormais demandées aux analystes financiers.

Ce travail d'étude de l'impact d'un changement de référentiel comptable sur les analystes financiers, suppose l'existence d'une relation entre la comptabilité en tant que source d'information pour les analystes financiers et l'analyse financière. Relation qui, malgré les évolutions de l'analyse financière conduisant à l'élargissement des sources d'informations, ne peut pas être négligée.

Dans ce sens, le professeur Elie COHEN (2000) note que «malgré les évolutions qui tendent à relâcher la relation entre analyse financière et comptabilité, les propriétés de l'information apportée par cette dernière confèrent un

caractère indépassable à son utilisation dans la démarche du diagnostic financier».

La méthode utilisée pour cette étude consiste à proposer dans un premier temps un certain nombre d'hypothèses de recherche issues d'une lecture d'articles sur les normes IFRS et sur le travail des analystes financiers. Cette lecture est complétée par une analyse des incidences de l'adoption des normes IFRS sur les états financiers et leurs implications sur l'analyse financière. Ensuite, ces hypothèses ont été discutées sur la base d'une série d'entretiens semi-directifs avec des analystes financiers travaillant dans le marché des actions parisien.

Cet article comprend six sections. Il débute par une section consacrée à la relation entre information comptable et analyse financière. Une deuxième section est dédiée à l'impact des normes IFRS sur l'utilisation de l'information comptable en tant que source d'information pour les analystes financiers.

La troisième section étudie l'impact des normes IFRS sur l'utilisation du compte de résultat par les analystes financiers.

La quatrième section étudie l'impact des IFRS sur la méthodologie du travail de l'analyste financier : retraitements effectués, ratios utilisés et compétences exigées.

Les hypothèses et la méthodologie de recherche ont fait l'objet de la cinquième section.

L'exploitation des entretiens et l'interprétation des données et les résultats se trouvent respectivement dans la sixième et septième sections.

1. L'INFORMATION COMPTABLE : UNE SOURCE D'INFORMATION PARMI D'AUTRES POUR LES ANALYSTES FINANCIERS

L'analyse financière utilise toutes les sources d'information susceptibles d'éclairer son diagnostic, sans exclusive aucune. Des informations qualitatives ou des données chiffrées, des indications monétaires ou des grandeurs physiques, des informations structurées comme des rumeurs seront ainsi sollicitées, pourvu qu'elles contribuent à apporter les indices dont l'analyste a besoin pour formuler des conclusions pertinentes. La comptabilité demeure cependant une source indispensable. (*Elie COHEN, 2004*).

L'évolution récente de l'analyse financière la porte à s'intéresser plus aux caractéristiques et aux performances boursières des titres émis par les entreprises. L'analyste financier est amené ainsi à étudier de nombreuses sources d'informations comptables et extra-comptables sur les sociétés/secteurs qu'ils étudient pour en ressortir une recommandation d'investissement : il a, à sa disposition, les rapports annuels de l'entreprise, les actualités du groupe, des interviews du président, et toute autre information pouvant l'aider dans sa démarche. La stratégie de l'entreprise, la personnalité du dirigeant et la productivité des usines sont des éléments utilisés pour parfaire l'analyse.

L'utilité première de la comptabilité pour les financiers est de fournir une information dont le coût d'obtention est faible. Ainsi,

DUMONTIER (1999) (2) indique que «le contenu informationnel redondant est essentiel si les coûts de collecte et d'analyse de l'information pertinente pour évaluer l'entreprise sont tels qu'il est plus avantageux d'apprécier sa valeur à partir des chiffres comptables qu'elle publie, même si ceux-ci ne sont produits que tardivement». Dans le même sens, QUIRY et LE FUR (2004) prévoient que «Que l'on veuille ou non, la comptabilité est la principale source d'informations sur une entreprise et sur sa performance ; cette situation n'est pas près de changer. Mépriser la comptabilité comme certains affectent de le faire est ridicule».

Plusieurs études antérieures comme celles de BENCE, HAPESHI et HUSSEY (1995) (3), VERGOOSSEN (1996) et FONTOWICZ (1999) (4) ont été faites sur l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers et ont montré que ces derniers utilisent les données comptables dans leur travail dont la finalité est de formuler une recommandation d'investissement. Ces résultats sont incompatibles avec l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers selon laquelle l'utilisation de l'information publique y compris l'information comptable est inutile si l'on cherche à réaliser une rentabilité anormale.

Par exemple, VERGOOSSEN (1996), dans une partie de sa thèse consacrée à l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers «sell-side» et «buy-side» travaillant au Pays-Bas, a montré que les analystes «sell-

(2) Cité par Charlotte Disle et Christine Noël (2006).

(3) Cité par C. Sranon-Boiteau (1998).

(4) Cité par DUMONTIER (2000) p. 858.

side» (*investment advisers*) utilisent l'information comptable plus que les analystes «buy-side» et qu'ils ont souvent recours à l'analyse fondamentale suivie par l'analyse des ratios. Selon le chercheur, pour les analystes financiers, le rapport annuel le plus récent est plus important que les autres sources d'information. Les communications avec la direction et les rapports périodiques viennent en deuxième et troisième place respectivement. Mais selon l'auteur, cette importance ne signifie pas qu'en analysant une société, les analystes financiers vont passer leur temps à étudier les rapports annuels. Le rapport annuel est une source d'information nécessaire mais insuffisante.

2. IMPACT DES IFRS SUR L'UTILISATION DE L'INFORMATION COMPTABLE PAR LES ANALYSTES FINANCIERS

Les normes IFRS sont orientées pour les besoins d'information des investisseurs afin de faciliter leurs prises de décisions. COLASSE (2006) (5) souligne la signification du changement terminologique introduit par le normalisateur international dès 2002. Il n'est pas neutre que les normes IAS (*International Accounting Standards*) soient devenues les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Ce changement terminologique traduit un changement attendu des comportements. Le référentiel IFRS est construit sur l'idée que la comptabilité est moins un système de collecte, de saisie et de traitement de l'information qu'un système de reporting financier «pro-investisseur».

(5) Cité par Charlotte Disle et Christine Noël (2006).

Parmi les apports des normes IFRS pour les analystes financiers il y a en particulier l'augmentation du volume d'informations publiées par les sociétés. En effet, l'application des normes IFRS fournit une information comptable plus riche et plus détaillée par rapport à celle fournie par les normes françaises et nous pouvons dire que toute la vie de l'entreprise est consignée, à l'attention des investisseurs : information sectorielle, informations sur les stock-options, sur les regroupements d'entreprises, sur les instruments financiers, etc. Muriel NAHMIAS (2004) note à ce propos que «Désormais avec les IFRS, rien ne sera secret».

Cette richesse et ce détail sont utiles aux analystes financiers. Si nous prenons par exemple l'information sectorielle, elle permet selon Bruno BACHY et Michel SION (2005) d'analyser les performances passées et d'identifier les secteurs d'activité et les zones géographiques qui ont généré la croissance et la rentabilité du groupe, les secteurs sur lesquels le groupe a principalement investi, de mesurer les capitaux investis et leur rentabilité économique par secteur. Elle permet aussi d'anticiper sur les performances futures en fonction des perspectives de croissance et de rentabilité spécifiques à chaque secteur en tenant de leur poids respectif. En plus, la richesse des données sectorielles permet aux analystes financiers d'utiliser cette information tout au long de l'analyse.

Cette association entre richesse (augmentation du volume d'informations) et utilité, introduite par le référentiel IFRS, nous laisse penser qu'après le passage aux IFRS, les analystes

financiers consacrent plus de temps qu'avant à l'examen de l'information comptable.

3. IMPACT DES IFRS SUR LES ÉTATS COMPTABLES UTILISÉS PAR LES ANALYSTES FINANCIERS : LE COMPTE DE RÉSULTAT CONSERVE-T-IL SA SUPRÉMATIE ?

Les études antérieures comme celles de BIGGS Stanley F (1984) (6), DAY Judith F. S. (1986) et VERGOOSSEN (1996), ont montré que les analystes financiers privilégient le compte de résultat.

Selon VERGOOSSEN (1996), le compte de résultat consolidé est considéré par les analystes financiers comme le plus important élément des états financiers, puis viennent le bilan consolidé et les notes aux états financiers.

DAY (1986) a constaté également l'importance du compte de résultat. Cette chercheuse a montré à travers une analyse de contenu des retranscriptions d'entretiens qu'elle a fait avec des analystes financiers (en effet, elle a effectué des entretiens non directifs utilisant la technique du protocole verbal : les analystes financiers étaient invités à verbaliser leurs analyses), que le compte de résultat est l'élément des états financiers le plus cité par les analystes financiers. Le bilan vient au second rang.

En revanche, lorsque nous lisons le cadre conceptuel de l'IASB on remarque l'existence d'une démarche qui est centrée sur le bilan. Il définit l'actif comme une ressource contrôlée par l'entreprise, le passif comme une obligation actuelle de l'entreprise et il définit les produits et les charges par la variation des actifs et des

passifs. Mais il ne définit pas ce que c'est un résultat. Théoriquement, ça montre la volonté du normalisateur de mettre l'accent sur le bilan au détriment du compte de résultat qui était peut-être le plus regardé par les analystes financiers.

Les normes IFRS ont des conséquences importantes sur les états financiers des sociétés et, par conséquent, sur l'analyse financière puisque cette dernière se base en partie sur l'examen de ces états financiers. Donc, la question qui se pose est : est-ce que la transition aux IFRS a changé l'ordre d'importance des états financiers pour les analystes financiers ?

Dans cette section, nous allons expliciter les changements affectant le bilan et le compte de résultat et leurs implications sur l'analyse financière.

LE BILAN EN IFRS :

Les nouvelles normes mettent l'accent clairement sur la présentation des comptes sous un angle plus «économique», assurée par les principes de prééminence du fond sur la forme et de la juste valeur qui constituent les fondements même du référentiel IFRS. Cette présentation conduit à l'amélioration de la vision de l'actif et du passif.

Amélioration de la vision du passif :

Le passage aux normes IFRS remet en cause certaines techniques de gestion du bilan, voire certains montages juridico-financiers, utilisés comme substituts à la dette pure. C'est le cas

(6) Cité par C. Sranon-Boiteau (1998).

notamment de la titrisation (7), de la location-financement, la cession-bail et des effets escomptés non échus.

Décomptabilisation des actifs financiers : (La titrisation et les effets escomptés non échus) :

Avec les normes IFRS, les critères pour sortir un actif du bilan, et son financement correspondant, sont beaucoup plus stricts. Pour tout dire, sauf à céder purement et simplement l'actif, la «déconsolidation» devient presque impossible et quand bien même la «décomptabilisation» d'un ou plusieurs actifs est validée, celui-ci ou ceux-ci reviennent par la «petite porte» avec la prise en compte, dans le périmètre de consolidation, de l'entité ad hoc dans laquelle sont logés les actifs. (Muriel NAHMIA, 2004).

Dans les normes IFRS, la sortie d'actifs est régie notamment par 2 textes : l'IAS 39 en ce qui concerne la décomptabilisation des actifs et de la SIC 12 qui traite l'intégration ou non des entités ad hoc au périmètre de consolidation.

Selon la norme IAS 39, une entité doit décomptabiliser un actif financier si et seulement si, les droits contractuels sur les flux de trésorerie liés à l'actif financier arrivent à expiration, ou elle transfère l'actif financier. Une fois l'actif a été transféré, il faut voir si le transfert de cet actif est éligible à la décomptabilisation (voir paragraphe 20 de la norme IAS 39). Si le transfert n'est

pas éligible à la décomptabilisation, l'entité doit continuer à comptabiliser l'intégralité de l'actif transféré et doit comptabiliser un **passif financier** pour la contrepartie reçue.

Financement locatif :

Comme pour la titrisation, les financements locatifs immobiliers et mobiliers (location simple, crédit-bail et cession-bail (8)) ont longtemps été utilisés comme un substitut à la dette privée. Avec la norme IAS 17 «Contrats de location», les IFRS sont très strictes en matière de crédit-bail : en effet, une fois le contrat vérifie les conditions de classement en tant que contrat de location-financement, les biens loués doivent être comptabilisés en actifs, avec en contrepartie, une **dette financière** correspondant aux loyers actualisés.

Amélioration de la vision de l'actif :

La vision de l'actif est également améliorée, notamment à travers l'évaluation à la juste valeur, les tests de dépréciation des actifs qui réduit le risque d'avoir des actifs surévalués et l'activation des frais de recherche et développement.

Evaluation à la juste valeur :

La juste valeur est un principe permettant aux représentations comptables d'être plus ancrées dans la réalité économique. A la différence du coût historique qui est fondé sur des valeurs passées, la juste valeur est susceptible de se

(7) Est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés regroupés dans une société ad hoc qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs.

(8) Opération de financement par laquelle le propriétaire d'un bien le cède à un tiers pour le prendre à bail en vertu d'un contrat de location à long terme qui peut être assorti d'une promesse unilatérale de vente (Fernand Sylvain, 1982).

référer à la valeur prise par les actifs sur les marchés financiers. Elle repose notamment sur une évaluation des flux futurs de trésorerie associés à leur détention. Le professeur CASTA (2003) note que «l'évaluation à la juste valeur reposant sur une actualisation des flux financiers futurs, fournirait une information qui intègre les tendances du marché. Elle serait donc en parfaite adéquation avec les méthodes d'évaluation utilisées par les investisseurs pour prévoir les cash-flows futurs. D'autant plus qu'elle limite l'usage de certaines techniques de comptabilité créative».

Tests de dépréciation :

La démarche de la dépréciation d'actifs prévue par la norme IAS 36 conduit selon Bruno BACHY et Michel SION (2005, p. 114) à juger de la pertinence des investissements passés au regard de leurs perspectives bénéficiaires. La constatation d'une perte de valeur est un signal pour l'analyste externe. Tout d'abord, elle peut signifier que l'acquisition d'une entreprise a été «surpayée», ce qui peut être reproché à la direction du groupe. Ensuite, elle renseigne sur la vision que le groupe a des perspectives de rentabilité d'une activité.

Activation des frais de recherche et développement :

La norme IAS 38 (révisée) sur les incorporels a, et c'est un grand apport, fait avancer la réflexion sur la définition des incorporels et l'abandon de l'amortissement systématique du goodwill constitue un pas supplémentaire vers une meilleure prise en compte des réalités économiques du bilan. Selon cette norme, les frais

de recherche et développement sont activables dès lors que l'entreprise peut vérifier un certain nombre de conditions. Cette activation permet au marché de reconnaître complètement la valeur des entreprises qui investissent dans les R&D (en tenant compte des opportunités futures).

LE COMPTE DE RÉSULTAT EN IFRS :

Pour le compte de résultat, trois constats majeurs à observer : au niveau de la présentation du compte de résultat, au niveau de la mesure de performance et au niveau de la nature des charges.

Présentation du compte de résultat :

Selon les normes françaises, quatre soldes intermédiaires sont à présenter en cascade avant le résultat net, et chaque solde a sa signification : le résultat d'exploitation, le résultat financier, le résultat courant avant impôt sur les bénéfices et le résultat exceptionnel. Le premier solde (le résultat d'exploitation) représente généralement la différence entre les produits et charges générés par l'activité courante. C'est l'indicateur le plus pertinent de la rentabilité d'une entreprise. Le résultat financier représente la différence entre les produits et les charges d'intérêts. La somme du résultat d'exploitation et du résultat financier donne le troisième solde qui est le résultat courant avant impôt sur les bénéfices. Et enfin, le résultat exceptionnel récapitule, les plus ou moins-values de cession et les coûts liés aux restructurations.

L'adoption en 2005 des normes IFRS a entraîné des modifications dans la présentation du compte de résultat : les nouvelles normes abandonnent

un schéma strict de présentation du compte de résultat en laissant une grande liberté aux sociétés et éliminent la notion française du résultat exceptionnel.

En effet, selon l'IAS 1, le compte de résultat doit comporter au minimum : les produits des activités ordinaires, les charges financières, le résultat de sociétés mises en équivalence, le résultat des activités abandonnées, l'impôt, le résultat attribuable au groupe, résultat attribuable aux minoritaires, résultat net, résultat net (attribuable au groupe) par action dilué et non dilué. Donc, la norme laisse à l'appréciation de l'entreprise une liberté d'ajouter des rubriques dans la mesure où elles contribuent à la compréhension de sa performance, avec si nécessaire une note explicative.

D'autant plus que, contrairement aux normes françaises, l'IAS 1 ne reconnaît pas la notion de résultat exceptionnel. Ce qui constitue, sans doute, une perte pour les analystes financiers. D'une part, cette liberté accordée aux sociétés dans le choix des rubriques du compte de résultat va entraîner une certaine diversité dans la présentation du compte de résultat, ce qui ne s'aligne pas avec le principal objectif de la transition aux IFRS à savoir la comparabilité entre les états financiers des sociétés françaises et étrangères. D'autre part, l'élimination du résultat exceptionnel a impacté le résultat net et les analystes financiers se sont trouvés obligés de faire des retraitements pour arriver au résultat d'exploitation.

La mesure de la performance :

Contrairement au modèle d'évaluation au coût historique dans lequel les pertes et profits ne sont traduits dans le résultat comptable que lorsque les dirigeants réalisent effectivement des transactions, le modèle de l'évaluation à la juste valeur mesure le résultat comptable sur la base des conditions économiques : il prend en compte les pertes et profits latents liés aux évolutions des paramètres de marché, par définition exogènes à l'entreprise (Yves BERNHEIM, 2001). Donc, avec la juste valeur, notion centrale du référentiel IFRS, le compte de résultat enregistre non seulement l'activité de l'entreprise, mais également les variations des valeurs des actifs constatées au cours de l'exercice : c'est le cas notamment des actifs et passifs financiers détenus à des fins de transaction. En conséquence, le résultat est moins représentatif de la performance opérationnelle.

Ceci peut expliquer le résultat de Ali GARMILI (2001) selon lequel les analystes financiers n'exigent pas que les chiffres découlant de l'utilisation de la juste valeur apparaissent dans le bilan lui-même et estiment qu'une publication dans l'annexe est suffisante. C'est-à-dire, ils préfèrent que l'information relative à la juste valeur apparaisse dans l'annexe et que le résultat ne tienne pas compte des écarts d'évaluation.

La Commission comptabilité et analyse financière de la SFAF (2003) note que : «Avec la juste valeur, le compte de résultat prend en compte les variations des valeurs des postes de bilan. Ainsi, la performance opérationnelle risque d'être

noyée au sein d'un *comprehensive income* (9) qui agrège éléments exceptionnels, résultat d'exploitation et variation des valeurs des actifs. Il est devenu donc plus difficile pour les analystes financiers de suivre la rentabilité opérationnelle et récurrente des entreprises qui est la plus recherchée par les investisseurs».

Selon SAGHROUN et SIMON (1998) (10), l'émergence du concept de juste valeur et le développement de la notion de résultat global (*comprehensive income*) consacrent une prééminence du bilan sur le compte de résultat en termes d'indications sur les performances de l'établissement de crédit.

L'utilisation de ce principe pose aussi le problème de la volatilité accrue du résultat qui sera influencé par les fluctuations à court terme du marché. L'émergence du concept de la juste valeur nécessitera dans l'avenir, d'ajuster les pratiques de communication et d'analyse financière, mais aussi de redéfinir les rôles respectifs du bilan et du compte de résultat (CASTA, 2003).

La nature des charges : Augmentation des charges sans contrepartie.

Avec les normes IFRS, les produits et charges sans contrepartie monétaire sont devenus nombreux :

- les charges résultant de l'attribution de stock-option (IFRS 2),

- les gains et les pertes latents liés aux variations de juste valeur de différents postes de l'actif et du passif du bilan : certains instruments financiers visés par les normes IAS 32 et IAS 39, immeubles de placement, visés par la norme IAS 40,

- les dépréciations comptabilisées en application de la norme IAS 36, et

- les produits ou frais financiers résultant des calculs d'actualisation : selon l'IFRIC 1, l'augmentation de la provision due à l'effet temps (ou détricotage périodique de l'actualisation) est comptabilisée en résultat en tant que charge financière.

Ces charges diminuent le résultat sans pour autant dégrader la solvabilité de l'entreprise, ce qui rend plus compliqué le passage du résultat consolidé à la marge brute d'autofinancement.

Tout au long de ce deuxième paragraphe de cette section, nous avons donné les incidences négatives des IFRS sur le compte de résultat : manque de normalisation du compte de résultat, élimination de la notion du résultat exceptionnel, augmentation des charges sans contrepartie, compte de résultat moins représentatif de la performance opérationnelle et volatilité des résultats.

Ceci nous laisse penser que les analystes financiers ne vont plus se concentrer fortement sur le compte de résultat pour valoriser les groupes. D'autant plus que le bilan en IFRS tend en théorie vers une image plus fidèle et que le tableau de financement est théoriquement insensible aux changements de référentiels comptables.

(9) Comprehensive income (résultat global) = résultat net obtenu au moyen d'un compte de résultat classique + ensemble des enregistrements antérieurs imputés sur capitaux propres (ESCAFFRE Lionel, 2006).

(10) Cité par ESCAFFRE Lionel (2001).

4. IMPACT DES NORMES IFRS SUR LA MÉTHODOLOGIE DU TRAVAIL DES ANALYSTES FINANCIERS

L'éclairage apporté par les analystes financiers «actions» afin qu'un investisseur puisse prendre en toute connaissance de cause sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver ses actions se fonde notamment sur les prévisions de résultats à venir. Pour prévoir l'évolution de la rentabilité d'une société ou d'un secteur, l'analyste financier dispose de deux types d'analyses : **l'analyse fondamentale** et/ou **l'analyse technique**.

Dans la première, l'analyste financier doit interpréter les informations économiques, stratégiques, comptables et financières propres à la société étudiée afin d'établir des prévisions sur leurs résultats et d'en donner une évaluation.

Dans la deuxième, l'analyste financier n'emploie pas les données comptables puisqu'il analyse les évolutions du cours des actions en extrapolant les performances boursières futures des valeurs à partir du retraitement de leurs cours passés. Cette dernière analyse est utilisée par les analystes techniques (ou «chartistes») qui sont exclus de notre étude puisque nous nous intéressons aux analystes financiers qui utilisent les données comptables.

Le travail des analystes comporte en général deux éléments essentiels. D'une part, leurs analyses constituées en partie par leurs interprétations des états financiers, leurs calculs et constatations. D'autre part, leurs recommandations conduisant à classer les sociétés analysées dans des catégories déterminées (achat, vente, conserver),

en fonction des performances attendues. C'est à travers ce rôle que les analystes financiers contribuent à l'efficiency semi-forte des marchés financiers et réduisent l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs.

Ainsi, le travail de l'analyste financier se fonde pour partie sur les retraitements comptables et l'examen des tendances de ratios financiers, ce qui requiert une compétence en comptabilité financière.

IMPACT SUR LES RETRAITEMENTS COMPTABLES EFFECTUÉS PAR LES ANALYSTES FINANCIERS PRÉALABLEMENT À L'ANALYSE DES COMPTES :

Retraitements comptables avant environnement IFRS :

Deux raisons rendent nécessaires les retraitements préalables à l'analyse financière : la nécessité de concilier l'optique comptable et l'optique financière, et la nécessité de corriger l'excès de la comptabilité créative (*Elie COHEN, 2004*).

En France, l'utilisateur privilégié de l'information comptable est le fisc. Ce qui n'est pas satisfaisant pour les analystes financiers qui font des retraitements comptables pour se rapprocher de la réalité. Des retraitements préalables à l'analyse s'avèrent aussi nécessaires face au développement des pratiques de la comptabilité créative qui exigent des analystes une vigilance accrue en matière d'utilisation des documents comptables qui leurs sont soumis, pour permettre aux investisseurs d'appréhender au moyen des données comptables la situation réelle de l'entreprise indépendamment des modalités de

présentation ou de calcul retenues et contribuer ainsi à garder le marché efficient (efficience semi-forte).

Les principaux retraitements effectués par les analystes sont : l'élimination des non-valeurs, l'incorporation des éléments hors bilan et la réévaluation de certains actifs et passifs.

Pour le traitement des non-valeurs :

Selon le professeur Elie COHEN (2004), les non-valeurs correspondent à des encours inscrits à l'actif du bilan parce qu'ils correspondent à un emploi, et plus précisément, à une destruction de fonds propres déjà constatée ou latente. Tous les éléments concernés ont ou auront une incidence sur le résultat et la situation nette. Mais leur activation vise généralement trois objectifs : étaler l'incidence de certaines dépenses dont on souhaite échelonner l'impact sur le résultat (cas des frais d'établissement et des charges à répartir sur plusieurs exercices), différer la prise en compte de l'impact que certaines dépenses produisent sur le résultat (cas des primes de remboursement des obligations) ou tenir compte du caractère potentiel ou latent de la destruction de situation nette qu'elles représentent (cas des écarts de conversion-actif).

En effet, les frais d'établissement, les charges à répartir sur plusieurs exercices, et les primes de remboursement des obligations correspondent à des charges déjà supportées dont le référentiel français autorise l'inscription en actif, mais qui sont dépourvus de toute liquidité : ils ne peuvent donner lieu à aucune rentrée de fonds future puisqu'ils ne constituent que des actifs fictifs. Il en va de même pour l'écart de conversion qui

correspond à une perte potentielle constatée à la clôture de l'exercice sur certains encours de l'entreprise libellés en monnaies étrangères.

Il convient dès lors, préalablement à l'analyse financière de l'entreprise, d'amputer la valeur de l'actif du total des montants inscrits à ces divers postes et, parallèlement, de réduire du même montant le poste «capitaux propres» au passif.

Pour le traitement des hors bilan :

Réintégration des effets escomptés et non échus :

Sur le plan comptable, l'escompte (11) se traduit (en normes françaises), lors de la remise des effets à l'escompte, par une réduction du poste «Créances Clients et Comptes Rattachés» et une augmentation de la Trésorerie de l'entreprise d'un montant équivalent. A l'échéance, le paiement par les débiteurs signataires des effets permettra d'abonder la trésorerie de l'entreprise et ipso facto d'assurer le remboursement de l'établissement bancaire. Ce choix de la décomptabilisation de la créance et de la non comptabilisation d'une dette conduit ainsi à la sous-estimation de deux montants dont la prise en compte est particulièrement importante pour le diagnostic financier. En effet, l'omission des EENE conduirait à minorer à la fois le montant des crédits commerciaux accordés par l'entreprise et

(11) L'escompte est une opération de crédit par laquelle le banquier met à la disposition de l'entreprise porteuse d'un effet de commerce non échu, contre remise de cet effet, le montant de l'effet diminué des intérêts et des commissions. Si l'effet est impayé à l'échéance, la banque se retourne contre son propre client, qui supporte donc le risque de défaillance de son acheteur.

celui des concours bancaires obtenus par cette dernière (GALESNE Alain, 1999, p. 77).

Lors de l'analyse des comptes d'une entreprise, les analystes rectifient ces comptes en réintégrant le montant des effets escomptés et non échus, simultanément à l'actif et au passif aux postes appropriés, solution dont les effets en matière de reconnaissance de risque sont tout à fait similaires à ceux présentés par le référentiel IFRS.

Réintégration des contrats de crédit-bail :

En ce qui concerne le crédit-bail, les normes françaises prévoient que seuls les biens représentatifs de droits de propriété ou de créances peuvent faire l'objet d'une inscription à l'Actif du bilan. Il en résulte que tout actif de production acquis par l'entreprise trouve tout naturellement sa place à l'actif du bilan ; et qu'à l'inverse, le même équipement, destiné au même usage, mais loué ou utilisé en vertu d'un contrat de crédit-bail n'y figure pas, l'information correspondante faisant seulement l'objet d'une inscription à l'annexe, à la rubrique «Engagements de crédit-bail». Cette absence au bilan des opérations de crédit-bail, logique dans une optique patrimoniale, devient toutefois discutable lorsque l'optique «économique» est privilégiée. Dans ce cas, en effet, peu importe la nature juridique du contrat au titre duquel l'entreprise dispose de l'équipement, l'essentiel étant que l'équipement concerné soit effectivement à la disposition de l'entreprise.

Il convient dès lors, de réintégrer à l'actif immobilisé les biens détenus en vertu d'un contrat de crédit-bail et d'inscrire au passif

parmi les dettes financières la dette en capital correspondante.

La réévaluation de certains actifs et passifs :

En normes françaises, la méthode d'évaluation de référence est la méthode des coûts historiques. Cette méthode d'évaluation ne permet pas de fournir une présentation économique des postes du bilan. Or, selon E. COHEN (2004), l'analyste financier cherche à tenir compte de la réalité économique de l'entreprise sans être prisonnier d'un cadre formel de présentation ou de valorisation. Ainsi, il peut être conduit à opérer un redressement relatif à certains éléments du bilan pour éliminer la distorsion entre valeur économique et valeur comptable.

Environnement IFRS : convergence de la comptabilité vers les besoins de l'analyse financière

Tant le cadre conceptuel de l'IASB que les principes de la prééminence du fond sur la forme et de la juste valeur induisent une convergence de la comptabilité et de l'analyse financière.

Selon le cadre conceptuel des normes IFRS, les états financiers (information comptable) sont destinés en priorité aux investisseurs. Ce même document prévoit quatre qualités pour l'information comptable afin qu'elle soit utile à l'investisseur : intelligibilité, pertinence, fiabilité et comparabilité qui sont en adéquation avec les attentes des analystes financiers.

Aussi, les principes prééminence du fond sur la forme et de la juste valeur, fondements du référentiel IFRS, favorisent une information

plus ancrée dans la réalité économique, ce qui est d'ailleurs recherché par les analystes financiers.

Donc, aujourd'hui, avec l'introduction du référentiel IFRS, l'information comptable est de plus en plus proche de la réalité économique et donc proche des besoins des analystes. De nombreux retraitements à partir de l'annexe, auparavant indispensables à toute analyse sérieuse, sont aujourd'hui intégrés dans le corps des états financiers.

Frais préliminaires et charges à répartir :

Selon l'IAS 1, «un actif est une ressource qui provient d'un événement passé, qui est contrôlé par l'entreprise et qui doit procurer à celle-ci des avantages économiques futurs sous forme de flux positifs de liquidités». D'où l'obligation en IFRS de comptabiliser en **charges** certains éléments comme par exemple les frais préliminaires (frais d'augmentation du capital, frais de constitution, frais de premier établissement...) et les charges à répartir puisque dans ces cas, la génération des avantages économiques futurs est incertaine.

Ecart de conversion (IAS 21) et frais d'émission et primes de remboursement (IAS39) :

En normes IFRS, les différences de change sont enregistrées en **produits** ou en **charges** de l'exercice au cours duquel elles surviennent (IAS 21), aussi les frais d'émission et les primes de remboursement sont comptabilisés en charges financières (méthode du coût amorti, IAS 39).

Les hors bilan en IFRS :

Comme nous l'avons déjà expliqué au niveau de la deuxième section, les IFRS permettent

l'intégration au bilan de nouveaux éléments, auparavant hors bilan : le crédit-bail, effets escomptés, titrisation, frais de développement, etc.

Evaluation des actifs et passifs :

Avec le référentiel IFRS, la valeur comptable de la société est de plus en plus proche de sa valeur de marché, puisque de nombreux actifs et passifs doivent être comptabilisés en juste valeur. Dès lors, les retraitements qui doivent être effectués par les analystes financiers pour obtenir la valeur de la société sont d'autant moindres que la société ait déjà réévalué dans son bilan la plupart de ses actifs et passifs.

Nous pensons que cette convergence de la comptabilité vers les besoins de l'analyse financière induite par le passage aux normes IFRS a allégé le travail d'extraction de l'information pertinente à partir des données comptables effectué par les analystes financiers et donc les retraitements sont normalement devenus moins nombreux.

IMPACT DES IFRS SUR LES RATIOS UTILISÉS PAR LES ANALYSTES FINANCIERS :

«La méthode des ratios est celle qui est la plus répandue pour rendre compte des grands équilibres financiers à partir de quelques indicateurs significatifs. Elle constitue le préliminaire indispensable pour mener une évaluation des entreprises.» (*Jack FORGET, 2005*).

Les ratios financiers calculés par les analystes financiers ne prennent de sens que par rapport à leur évolution dans le temps (analyse

diachronique) et par comparaison avec les entreprises du même secteur ou présentant des caractéristiques similaires notamment pour situer l'entreprise étudiée par rapport à ses concurrents (analyse synchronique).

Le calcul de ces ratios financiers met en jeu des grandeurs relatives : à l'actif, au passif, au compte de résultat et au tableau de financement. Donc, le sens de ces ratios est sensible aux valeurs prises par ces grandeurs.

Le changement de référentiel comptable modifie la présentation et l'évaluation des états financiers. Ces modifications affectent probablement des grandeurs comme la dette, les capitaux propres et le résultat, utilisées pour le calcul des ratios. Bruno BACHY et Michel SION (2005) soulignent que l'analyse financière se fonde pour partie sur l'examen en tendance de ratios financiers et l'introduction des normes IAS/IFRS va inévitablement affecter la valeur de ces indicateurs.

Donc, nous pensons que le passage au référentiel IFRS en tant que changement de référentiel comptable peut affecter le sens des ratios, et ce pour deux raisons principales :

- l'augmentation de la dette et l'augmentation de la volatilité du résultat et des capitaux propres, induites par l'application des normes IFRS,

- le manque de normalisation du compte de résultat et l'absence en IFRS de définitions de résultats intermédiaires normés.

Impact sur la valeur des ratios :

Le calcul des ratios met en jeux des grandeurs comme la dette, les capitaux propres (par

exemple le ratio Gearing (12)) et le résultat (par exemple le ratio PE (13)). Deux principaux points nous laissent penser que l'adoption des IFRS a un impact sur la valeur des ratios : l'augmentation de la dette et l'augmentation de la volatilité du résultat et des capitaux propres.

Augmentation de l'endettement :

L'application des IFRS par les sociétés françaises cotées qui établissent préalablement leurs états financiers selon les normes françaises a engendré une hausse de l'endettement qui s'explique par la réintégration de la plupart des dettes hors bilan : les contrats de location-financement, les engagements de retraite, la titrisation, les effets escomptés et sociétés ad hoc endettées.

Sur ce point, Jean-Noel VIEILLE (2005) note «qu'il faut à l'avenir redéfinir des ratios d'endettement qui aient un sens et ne plus utiliser comme analyse du risque le Gearing. Ce dernier perd de son sens et on devra lui substituer une analyse de la capacité de remboursement, à savoir dettes financières nettes sur free cash-flow, ou plus simplement sur l'Ebitda courant».

Volatilité des résultats et des capitaux propres (engendrée par la limitation des pratiques de lissage des bénéfices et par la notion de juste valeur) :

En prévoyant des règles comptables en matière d'évaluation plus strictes que celles prévues en France, les IFRS remettent en cause les pratiques

(12) Gearing = Endettement net / Capitaux propres (consolidés en cas de groupe).

(13) PE (*Price Earning ratio*) = Prix de l'action / Résultat net par action.

de lissage des bénéfices (restriction observée dans les conditions de reconnaissance et de mesure des provisions pour risques et charges (IAS 37) et dans la démarche stricte en matière de tests de dépréciation (IAS 36)). Cette remise en cause des pratiques de pilotage du résultat accentue la volatilité du résultat, ce qui n'est pas sans influence sur l'utilisation de certains ratios surtout dans les secteurs de l'assurance et de la banque qui sont les plus concernés par les pratiques de pilotage du résultat par le biais des provisions.

Selon l'IAS 39, les titres détenus à des fins de transaction, les titres disponibles à la vente et les instruments dérivés doivent être évalués à leur juste valeur. Les variations de valeurs de ces instruments affecteront directement soit le résultat soit les capitaux propres. Ainsi, la volatilité des marchés financiers s'étend aux résultats comptables et aux capitaux propres, c'est ce qui a été déjà démontré par BARTH et al (1995) et Nivine RICHIE et al (2005) en étudiant respectivement l'effet des normes SFAS 115 et 133 sur la volatilité des résultats.

Donc nous pensons que l'application des normes IFRS a engendré une volatilité élevée des ratios utilisant les capitaux propres (comme le gearing) et/ou les résultats (comme le PE) et a même remis en cause la pertinence de ces ratios.

Impact sur la comparabilité entre les indicateurs financiers :

L'inexistence de modèles stricts de présentation qui caractérise les normes IFRS rend difficile la comparaison d'indicateurs financiers entre les entreprises du même secteur et donc complique

l'analyse synchronique. En effet, contrairement aux normes françaises qui définissent les soldes intermédiaires de gestion, les normes IFRS ne définissent pas des résultats intermédiaires normés. Cette absence de définitions de résultats intermédiaires normés combinée avec l'apparition de nouveaux indicateurs financiers comme l'Ebitda (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), l'Ebit (*Earning before interest and taxes*), le cash-flow opérationnel et le cash-flow libre dans les rapports annuels des groupes cotés, a donné naissance à beaucoup d'indicateurs financiers communiqués par les groupes et qui ne sont définis officiellement par aucune norme.

Donc, les analystes financiers qui veulent utiliser ces indicateurs pour calculer des ratios ou évaluer la rentabilité d'un groupe doivent être vigilants puisque chaque groupe a son mode de calcul. C'est d'ailleurs pour combler ce manque de normalisation du compte de résultat en normes IFRS que le CNC a publié en 2004 des recommandations pour l'élaboration du compte de résultat.

Il est donc probable que l'augmentation de l'endettement, la volatilité des résultats et des capitaux propres, et le manque de normalisation du compte de résultat ont limité l'utilisation de certains ratios par les analystes financiers.

IMPACT SUR LES COMPÉTENCES DEMANDÉES AUX ANALYSTES FINANCIERS :

Comme nous l'avons déjà indiqué au niveau de la première section, beaucoup d'études ont

montré l'utilisation des données comptables par les analystes financiers. Cette utilisation requiert de ces derniers une certaine compétence en comptabilité, même si le métier de l'analyste n'est pas celui de l'auditeur qui lui doit émettre une opinion sur la crédibilité de l'information comptable. QUIRY et LE FUR (2004), soulignent que «il n'existe pas de bon financier qui ne maîtrise pas correctement la comptabilité, c'est-à-dire qui soit capable de comprendre comment la comptabilité a retranscrit dans un langage codé de chiffres la réalité économique de l'entreprise».

Perturbation de la frontière entre comptabilité et analyse financière :

Avant environnement IFRS, les comptables utilisent des méthodes comptables sachant qu'elles exprimaient imparfaitement la réalité économique : évaluation au coût historique, le traitement comptable de la titrisation, de la location-financement, la cession-bail et des effets escomptés non échus. L'information comptable qui découle de ces règles sera par la suite retravaillée par les analystes financiers afin d'en extraire une information proche de la réalité économique. Aujourd'hui, avec les IFRS, les comptables s'engagent sur la valeur des principaux actifs sous la responsabilité des dirigeants et le contrôle des auditeurs. Si on prend par exemple la notion de juste valeur, pierre angulaire du référentiel IFRS, elle permet de fournir des évaluations économiques des actifs et des passifs basées sur des techniques financières comme l'actualisation des cash-flows futurs. Cet avantage pose le problème de la répartition des tâches entre les analystes

financiers et les comptables qui exercent de fait la fonction d'évaluateur.

Nouvelles compétences requises pour les analystes financiers :

Le rapprochement de l'information comptable de la réalité économique suivi au même temps de l'émergence de modèles d'évaluation internes à l'entreprise (surtout au niveau de l'évaluation à la juste valeur) soulève la question de la compétence en comptabilité des analystes financiers nécessaire pour d'une part, optimiser l'exploitation de cette information et, d'autre part, critiquer les évaluations faites par les comptables sur la base de modèles d'évaluation propres à l'entreprise. En effet, les critiques les plus nombreuses concernent la valorisation des actifs qui ne sont pas négociés sur un marché et dont l'estimation renvoie à des modèles internes. Elles mettent l'action sur le manque d'objectivité et de neutralité de ces valorisations et sur la réduction de la comparabilité engendrée par l'utilisation des modèles internes (CASTA, 2003).

Avant environnement IFRS, les analystes financiers français se sont habitués à faire des retraitements systématiques de l'information comptable puisqu'elle est préparée à partir de règles qui ne reflètent pas la réalité économique, ce qui n'est pas le cas en IFRS. En environnement IFRS, l'information comptable est censée procurer d'emblée une vision économique de l'entreprise, ce qui, en théorie, signifie moins de retraitements comptables pour les analystes. Mais il ne faut pas oublier que cette information comptable qui reflète plus la réalité économique est construite sur la base de modèles d'évaluation internes à

l'entreprise et que l'analyste doit avoir une vision critique sur ces modèles, donc, il doit avoir la compétence nécessaire pour les critiquer.

Donc, face à l'entreprise ainsi juge et partie de sa propre évaluation, nous pensons que les analystes financiers se sont trouvés obligés d'étendre leurs connaissances en comptabilité pour juger ces évaluations faites sur la base de modèles complexes et apporter ainsi leur valeur ajoutée.

5. HYPOTHÈSES ET MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

HYPOTHÈSES :

H1 : Après la transition aux IFRS, les analystes financiers passent plus de temps qu'avant dans l'examen des états financiers afin d'optimiser l'exploitation de la richesse de l'information comptable fournie en IFRS.

H2 : Dans l'environnement IFRS, le compte de résultat n'est plus l'état comptable le plus exploité par les analystes financiers.

H3 : En environnement IFRS, les retraitements comptables effectués par les analystes financiers sont devenus moins nombreux.

H4 : L'application des normes IFRS a limité l'utilisation par les analystes financiers de certains ratios financiers.

H5 : La transition aux normes IFRS a amené les analystes financiers à étendre leurs connaissances en comptabilité.

MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE :

La méthode utilisée pour étudier, dans le contexte français, l'impact du passage aux normes IFRS

sur les analystes financiers est une méthode qualitative basée sur des entretiens semi-directifs.

A l'issue d'une lecture d'articles portant sur les normes IFRS et sur le travail des analystes financiers, qui a été complétée par une analyse des incidences de l'adoption des normes IFRS sur les états financiers et leurs implications sur l'analyse financière, nous avons formulé des conclusions. Ces conclusions ont été formulées sous forme d'hypothèses et par la suite, discutées sur la base d'une série d'entretiens effectués auprès d'analystes financiers travaillant en France.

Dans le présent paragraphe, nous allons présenter le guide d'entretien et les entretiens.

Elaboration du guide d'entretien :

Le guide d'entretien dont un modèle figure en **annexe 1** a été adressé à six analystes financiers lors d'entretiens individuels. Parmi ces entretiens un est fait (à la demande de l'analyste financier) par téléphone, un est fait aussi à la demande de l'analyste financier sans enregistrement et les autres ont été faits face à face et enregistrés par un magnétophone. Tous les entretiens ont été retranscrits.

Ce guide d'entretien se compose de sept questions ouvertes regroupées en cinq thèmes intitulés respectivement : «L'information comptable en IFRS», «Les états comptables utilisés par les analystes financiers», «Les retraitements comptables effectués par les analystes financiers préalablement à l'analyse des comptes», «Les ratios utilisés par les analystes financiers», et «Analyste financier et compétence en comptabilité».

Ces questions ont été complétées par d'autres questions destinées à compléter ou clarifier une réponse incomplète. Ces questions complémentaires s'appellent selon RUBIN (*Rubin, 1995*) (14) des questions d'investigation.

Présentation des entretiens :

Sélection des professionnels :

Une série de six entretiens a été réalisée entre 15 juin 2006 et 19 juillet 2006. Tous les analystes financiers interrogés sont des analystes financiers dont le métier est de conseiller des investisseurs lors de leur décision d'achat ou de vente de titres et ils travaillent sur le marché parisien des actions. Vu que notre sujet suppose l'utilisation des documents comptables par les analystes financiers, les «analystes techniques» (ou chartistes) n'ont pas été retenus dans notre échantillon.

Quatre entretiens ont été obtenus en contactant les sociétés de bourse ou de gestion de titres et/ou par l'envoi de mail directement à l'analyste financier. Les noms des analystes et le cas échéant leurs mails ont été obtenus sur Internet. Les deux autres entretiens ont été obtenus à l'aide des recommandations des quatre premiers analystes.

Il est à noter que la durée des entretiens est entre 30 et 45 minutes.

Composition de l'échantillon :

Puisque les analystes financiers sont spécialisés par secteur, notre échantillon comprend des

analystes travaillant dans les secteurs suivants : secteur télécommunications, secteur industriel, secteur bancaire, secteur automobile et secteur des assurances.

Il est à noter que parmi les analystes interviewés il y a un qui est membre de l'ARG (*Analyst Representative Group*).

Pour des raisons d'anonymat, les noms des analystes interviewés ne sont pas indiqués.

Analystes financiers	Secteurs	Etablissements	Date
AF 1	Secteur des télécoms	IXIS Securities	20/06/06
AF2	Secteur industriel	Crédit Agricole asset management	21/06/06
AF3	Secteur des assurances	Oddo Securities	04/07/06
AF4	Secteur automobile	Oddo Securities	19/07/06
AF5		Exane BNP Paribas	15/06/06
AF6	Secteur bancaire	Crédit agricole Cheuvreux	26/06/06

6. EXPLOITATION DES ENTRETIENS

Pour comprendre l'impact d'un changement de référentiel sur le comportement des analystes financiers, il faut commencer par identifier l'impact de ce changement sur l'information comptable (les états financiers) qui constitue une source d'informations utilisée par les analystes financiers. C'est pourquoi dans notre analyse du contenu des entretiens effectués, nous avons voulu mettre en relation les incidences des normes IFRS sur les états financiers et leurs impacts sur les analystes financiers.

Afin de répondre à cet objectif, notre exploitation des entretiens est faite en trois étapes. Nous avons commencé par identifier pour chaque entretien les incidences sur les états financiers

(14) Cité par Philippe Baumard, Carole Donada, Jérôme Iber et Jean-Marc Xuereb (2003).

évoquées par les analystes financiers dans leurs discours.

Nous avons identifié une liste de dix-sept incidences sur les états financiers (**Cf. Annexe 2**). Ces dernières ont été par la suite regroupées en cinq thèmes qui constituent les thèmes du guide d'entretien.

Enfin, pour chacun des cinq thèmes nous avons présenté l'impact correspondant sur les analystes financiers évoqué par nos interlocuteurs.

7. INTERPRÉTATION DES DONNÉES ET RÉSULTATS

Avant d'entamer cette section, il nous paraît intéressant de souligner que presque tous les analystes financiers insistent, que ce soit avant ou au cours de l'entretien, qu'ils ne sont pas des spécialistes en comptabilité et qu'ils n'utilisent pas seulement l'information comptable, mais aussi les informations extra-comptables.

Thème 1 : Information comptable en IFRS :

Tous les analystes financiers interviewés sont d'accord sur le fait que les normes IFRS ont amélioré l'information comptable. Les apports des nouvelles normes les plus évoqués par les analystes sont dans l'ordre suivant : la comparabilité inter-entreprises (citée par cinq analystes), l'augmentation du volume d'informations publiées par les sociétés (citée par trois analystes) et la remise en cause des techniques de gestion du bilan (citée par deux analystes).

Bien que les analystes interviewés soient tous d'accord sur le fait que les normes IFRS ont

amélioré l'information comptable, la majorité (quatre analystes) d'entre eux voient que l'introduction des normes IFRS n'a pas modifié le temps consacré par les analystes financiers à l'information comptable qui, selon l'analyste **AF2**, ne dépasse jamais 20% du temps de l'analyste.

Il est intéressant à ce niveau de mettre l'accent sur un point évoqué par l'analyste **AF1** concernant la familiarité de l'analyste avec la nouvelle information comptable en IFRS. Selon ce dernier, les analystes financiers ne sont pas encore familiarisés avec le nouveau référentiel IFRS et ne connaissent pas donc tous les impacts des normes IFRS sur leur travail.

Conclusion à propos du thème 1 :

Nous pouvons donc conclure que malgré que les analystes financiers trouvent que l'information comptable est améliorée par les normes IFRS, ces normes n'ont pas modifié le temps consacré par ces derniers à l'examen des états financiers. Donc, l'hypothèse **H1** selon laquelle «En IFRS, les analystes financiers passent plus de temps qu'avant dans l'examen des états financiers» n'est pas validée.

Thème 2 : Les états comptables utilisés par les analystes financiers :

Parmi les critiques adressées au compte de résultat en IFRS et qui ont été citées par les analystes interviewés, on trouve : l'élimination de la notion de «résultat exceptionnel» et le fait que le résultat soit impacté par les variations des valeurs des postes du bilan.

Malgré ces critiques qui tentent de minimiser le poids que les analystes financiers accordent

en environnement IFRS au compte de résultat, un seul répondant a déclaré que les analystes financiers ont passé d'une concentration très forte sur le compte de résultat à une concentration sur le tableau de financement (ou état de flux de trésorerie) et l'annexe. Tous les autres interviewés considèrent que le compte de résultat était (avant normes IFRS) et reste l'état comptable le plus exploité par les analystes financiers même après la transition aux normes IFRS.

Conclusion à propos du thème 2 :

Nous pouvons conclure que le compte de résultat était et reste l'état comptable le plus exploité par les analystes financiers et que l'application des normes IFRS n'a pas d'impact sur son utilisation. Donc, l'hypothèse **H2** n'est pas validée.

Thème 3 : Les retraitements comptables effectués par les analystes financiers préalablement à l'analyse des comptes :

Les retraitements comptables effectués par les analystes les plus évoqués par nos interlocuteurs sont : la réintégration des hors bilan et la distinction entre l'exceptionnel et le récurrent.

En ce qui concerne l'impact du passage aux normes IFRS sur l'étendue de ces retraitements, les avis des analystes financiers interviewés sont diversifiés : il y a trois analystes qui ont déclaré qu'en environnement IFRS, les retraitements comptables sont devenus moins nombreux dont un a présenté ses réserves, deux analystes ont déclaré que les normes IFRS n'ont rien changé et enfin, un analyste a déclaré qu'au contraire, en environnement IFRS les retraitements comptables sont devenus plus nombreux.

Conclusion à propos du thème 3 :

Donc, nous pouvons conclure que l'hypothèse **H3** selon laquelle «En environnement IFRS les retraitements comptables effectués par les analystes financiers sont devenus moins nombreux» est partiellement validée.

Thème 4 : Les ratios utilisés par les analystes financiers :

Trois analystes interviewés ont avoué qu'en IFRS il y a des ratios comme le PE et le *Gearing* qui ont perdu leurs sens, mais ils ont dénié que leurs utilisations par les analystes soient limitées. Deux raisons ont été avancées par notre interlocuteur **AF1** pour expliquer cette déclaration un peu paradoxale :

- Si l'investisseur que l'analyste financier va conseiller a l'habitude d'utiliser un ratio et ne juge une industrie que par ce ratio, c'est difficile de ne pas l'utiliser, et/ou ;

- Les analystes financiers n'ont pas encore compris que le passage aux IFRS peut détériorer tout le sens d'un ratio.

Deux arguments ont été avancés par les interviewés pour expliquer comment les IFRS ont affecté certains ratios : la volatilité des résultats et des capitaux propres causée par l'utilisation de la notion de la juste valeur pour l'évaluation des instruments financiers (y compris les instruments dérivés), puisque les variations de valeurs de ces instruments affecteront directement soit le résultat soit les capitaux propres et l'augmentation de la dette causée par la réintégration de la majorité des hors bilan.

Ce qui est remarquable dans ce thème est que trois de nos interlocuteurs ont déclaré qu'ils ne savent pas si les normes IFRS ont remis en cause certains ratios utilisés par les analystes. Ces déclarations peuvent être expliquées par le facteur de la familiarité des analystes financiers avec les IFRS déjà évoqué dans le thème 1.

Conclusion à propos du thème 4 :

Nous pouvons conclure que les normes IFRS ont limité l'intérêt ou la logique de certains ratios utilisés par les analystes financiers comme le PE et le *Gearing* mais elles n'ont pas limité leurs utilisations par les analystes. Donc, l'hypothèse **H4** n'est pas validée.

Thème 5 : Analystes financiers et nouvelles compétences en comptabilité :

Conformément à ce qui a été attendu, tous nos interlocuteurs à l'exception d'un seul ont déclaré que les IFRS ont obligé les analystes financiers à étendre leurs connaissances en comptabilité même si les arguments sont différents.

Un parmi les analystes interviewés (**AF3**) a évoqué un point intéressant qui est l'importance des notions juridiques en IFRS. Selon ce dernier, en IFRS les analystes financiers doivent avoir une bonne connaissance des éléments juridiques de la vie de l'entreprise et de tous ce qui a interface entre le juridique et le financier : la notion de contrat par exemple. Nous savons que les normes IFRS utilisent beaucoup la notion de contrats : contrat de vente, contrat

de crédit-bail, contrat d'assurance, contrat de construction, etc.

Un autre point intéressant et qui a été évoqué est la compétence des analystes financiers à critiquer les modèles d'évaluation internes émergés par les IFRS. En effet, deux de nos interlocuteurs ont déclaré que les analystes financiers n'ont ni les moyens ni les compétences nécessaires pour critiquer ces modèles, puisqu'ils n'ont pas la connaissance complète des informations sur ces modèles.

Conclusion à propos du thème 5 :

Nous pouvons conclure que l'hypothèse **H5** selon laquelle «La transition aux normes IFRS a amené les analystes financiers à étendre leurs connaissances en comptabilité» est validée.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Notre recherche consiste à étudier l'impact du passage aux normes IFRS sur les analystes financiers «actions» en France. Cette étude d'impact est fondée sur cinq hypothèses formulées à la suite d'une lecture d'articles portant sur les normes IFRS et sur le travail des analystes financiers. Cette lecture a été complétée par une analyse des incidences de l'adoption des normes IFRS sur les états financiers et de leurs implications sur l'analyse financière. La validité de ces hypothèses a été vérifiée à travers une série d'entretiens semi-directifs auprès d'un échantillon d'analystes financiers travaillant sur le marché des actions parisien.

Les Résultats :

L'analyse et l'interprétation des entretiens nous ont permis d'aboutir aux conclusions suivantes :

- Le passage aux normes IFRS n'a pas modifié le temps consacré par les analystes financiers à l'examen des états financiers.

- Le compte de résultat était et reste l'état comptable le plus exploité par les analystes financiers et l'application des normes IFRS n'a pas d'impact sur son utilisation.

- Les normes IFRS ont diminué les retraitements comptables effectués par les analystes financiers surtout à cause de la réintégration par ces normes de la majorité des hors bilan (H3).

- Les normes IFRS ont limité l'intérêt ou la logique de certains ratios utilisés par les analystes financiers comme le PE et le *Gearing* mais elles n'ont pas limité leurs utilisations par les analystes.

- La transition aux normes IFRS a amené les analystes financiers à étendre leurs connaissances en comptabilité (H5).

Limites de la recherche :

La première limite de ce travail est la période de l'étude qui peut même influencer nos résultats. En effet, notre étude qui vient à une année et demie de l'application obligatoire des normes IFRS pour les comptes consolidés des sociétés cotées de l'Union Européenne peut être un peu précoce pour deux raisons. L'environnement IFRS est nouveau pour les analystes financiers qui ne

sont pas encore familiarisés avec la nouvelle information fournie par les normes IFRS. Aussi, il y a des impacts qui n'apparaissent qu'après une bonne période de temps d'application de ces nouvelles normes IFRS. D'ailleurs, cette limite peut même expliquer en partie le rejet de certaines hypothèses comme H1.

La seconde limite est liée à la taille de l'échantillon d'analystes financiers interviewés qui ne nous a pas permis de bien valider nos hypothèses.

Une autre limite est liée au contenu des entretiens. Trois entretiens parmi les six n'ont pas un contenu riche surtout l'entretien téléphonique et l'entretien qui a été fait sans enregistrement : nous trouvons des réponses très courtes comme «je ne sais pas» ou «non». Cette limite peut s'expliquer aussi par la modestie des connaissances comptables de certains analystes financiers.

Annexe 1 : Guide d'entretien

Thème 1 : L'information comptable en IFRS :

Q1 : J'aimerais bien que vous me donniez brièvement les principaux apports du référentiel IFRS, pour les analystes financiers.

Q2 : Pensez-vous qu'après la transition aux IFRS l'analyste financier consacre plus de temps qu'avant à l'examen des états financiers ?

Thème 2 : Les états comptables utilisés par les analystes financiers :

Q1 : Quels sont les états financiers les plus affectés par les IFRS et pourquoi ?

Q2 : Avant les IFRS, quel est l'état comptable le plus exploité par les analystes financiers ? Et est-ce que ça a changé après les IFRS ?

Thème 3 : Les retraitements comptables effectués par les analystes financiers préalablement à l'analyse des comptes :

Q1 : Pensez-vous que la transition aux IFRS a diminué les retraitements comptables préalables à l'analyse des comptes effectués par les analystes financiers ?

Thème 4 : Les ratios utilisés par les analystes financiers :

Q1 : Pensez-vous que le passage aux normes IFRS a limité l'utilisation de certains ratios par les analystes financiers ?

Thème 5 : Analyste financier et nouvelles compétences en comptabilité :

Q1 : Pensez-vous qu'avec la transition aux IFRS, de nouvelles aptitudes et compétences sont désormais demandées aux analystes financiers ?

Annexe 2 : Incidences des IFRS sur les états financiers évoquées par les analystes financiers interviewés :

Incidence des IFRS sur les états financiers :	AF1	AF2	AF3	AF4	AF5	AF6
Amélioration de la comparabilité des états financiers.	x	x	x		x	x
Remise en cause des techniques de gestion du bilan.	x	x				
Augmentation du volume d'informations publiées.		x		x	x	
Responsabilisation du management.			x			
Les comptes consolidés reflètent plus la logique économique de l'ensemble du groupe.			x			
Etats financiers établis selon des règles plus contraignantes.		x				x
Volatilité des résultats.		x			x	x
Elimination de la rubrique résultat exceptionnel.	x	x	x		x	
Résultat impacté par les variations de la juste valeur des actifs et passifs.				x		
Intégration des hors bilan.	x				x	
Volatilité des capitaux propres.	x	x		x		
Augmentation des dettes.				x		
Emergence de modèles d'évaluation internes.	x	x				
Augmentation de l'importance des notions juridiques.			x			
Imprédictibilité des exceptionnels.	x					
Imprédictibilité de l'impôt différé.	x					
En IFRS il y a beaucoup de jugements.			x			

Bibliographie :

- BACHY B et SION M. Analyse financière des comptes consolidés : Normes IAS/IFRS. Paris : DUNOD, p. 264.

- BARBU E. (2004), «*L'harmonisation comptable internationale : d'un vagabondage comptable à l'autre*», *Comptabilité - Contrôle - Audit*, Tome 10, Volume 1, p. 37-61.

- BARTH M E. LANDSMAN W. R and WAHLEN J. M. (1995), «*Fair value accounting : Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows*», *Journal of Banking & Finance*, Volume 19, Issues 3-4, June, p. 577-605.

- BAUMARD P et alii. (2003), dans *Méthodes de recherche en management. 2^{ème} édition*. Paris : DUNOD, p. 224-256.

- BERNHEIM Y. (2001), «*Juste valeur et mesure de la performance financière de l'entreprise*» dans J.F. CASTA et B. CLASSE (éd), *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, *Economica*, p. 47-56.

- BOIS Michel. (2001), «*Juste valeur et risque de modèle* », dans J.F. CASTA et B. CLASSE (éd), *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, *Economica*, p. 167-177.

- CASTA J-F. (2003), «*La comptabilité en juste valeur permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ?*», *Cahiers de recherche du CEREG*, juillet.

- CAZALÉ A (Président de la SFAF), CEDDAHA F (président de la commission comptabilité et analyse financière) et VIEILLE J-N (président de la commission évaluation) (2005), «*Nouveaux repères, nouveaux réflexes*», *Analyse Financière*, n° 16, p. 47-48.

- COLASSE B. (2006), «*Le comprehensive income, une question de gouvernance*». Intervention de l'auteur à la conférence organisée le 24 mars 2006 par

le CEREG à l'Université Paris-Dauphine sur le thème : «*Vers la fin du résultat net ? Comprehensive income et reporting de la performance en IFRS*». Disponible sur : <http://www.crefige.dauphine.fr/recherche/actualite/colasse.htm>.

- COHEN E. (2004), *Analyse financière. 5ème éd. Paris : Economica*, p. 608.

- COHEN E. (2000), «*Analyse financière et comptabilité*», in B. COLASSE (éd.), *Encyclopédie de la comptabilité, du contrôle de gestion et de l'audit*, *Economica*, p. 17-28.

- COHEN E et PEREZ R. (1999), «*Vingt ans d'analyse financière en France*». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, p. 61-76.

- DAY Judith F. S. (1986), «*The use of annual reports by UK investment analysts*». *Accounting and Business Research, Autumn*, p. 295-307.

- DEGOS J-G. (2003), «*Diagnostic financier, analyse des experts et pertinence des normes IFRS*», *La Revue du Financier*, n° 144, p. 62-67.

- DISLE C et NOËL C. (2006), «*La révolution des normes IFRS : convergence de la comptabilité vers la France ?*». Disponible sur : <http://www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/Coms/022.pdf>

- DUMONTIER P. (2000), «*Marchés efficients et comptabilité*», in B. COLASSE (éd) *Encyclopédie de la comptabilité, du contrôle de gestion et de l'audit*, *Economica*, p. 857-867.

- ESCAFFRE L. (2001), «*Compte de résultat et juste valeur : le cas des établissements de crédit*» dans J.F. CASTA et B. CLASSE (éd), *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, *Economica*, p. 113-128.

- ESCAFFRE L. (2006), «*La mesure et la présentation de la performance en IFRS*», *La Revue Ouverture*, n° 64, p. 26-28.

- FORGET J. (2004), *Analyse financière : De l'interprétation des états financiers à la compréhension des logiques boursières*. Paris : Editions d'Organisation, p. 233.

- GAÉTAN B and RICHARD J. T. (1995), «*Creative Accounting and Investment Analyst Response*», *Accounting and business research*, Vol. 25, n° 98, p. 81-92.

- GALESNE A. (1999), *Le Diagnostic bancaire de l'Entreprise*. RENNES: Cerefia. Disponible sur : <http://cerfia.univ-rennes1.fr/cerefia/Manuels/Diago/chap3.pdf>

- GARMILIS A. (2001), «*Existe-t-il une demande des analystes financiers pour des comptes en juste valeur ? Les résultats d'une enquête*», dans J. F. CASTA et B. COLASSE, *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, *Economica*, p. 271-288.

- HOARAU Christian. (2004), «*Le passage aux normes IAS-IFRS : une révolution comptable*», *La Revue du Financier*, n° 144, p 4-6.

- KURT V. A. (1996), «*Capital market reactions to earnings announcements : empirical evidence on the difference in the information content of IAS-based earnings and EC-Directives-based earnings*», *The European Accounting Review*, Vol. 5, p. 587-623.

- NAHMIAS M. (2004), *L'essentiel des normes IAS/IFRS*. Paris : Editions d'Organisation, p. 150.

- NIVINE R. CHARMAINE G and KIMBERLY C. G. (2005), «*The effects of SFAS 133 on foreign currency exposure of US-based multinational corporations*»,

Journal of Multinational Financial Management. Disponible en ligne au: www.sciencedirect.com.

- QUIRY P. et Y. LE FUR. (2004), «*Actualité : Quelques réflexions sur les évolutions actuelles de la comptabilité et les projets de l'IASB* », *La lettre Vernimmen.net*, n° 26. Disponible sur : <http://www.vernimmen.net/>

- SRANON-BOITEAU C. (1998), *De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français. Thèse pour l'obtention de titre de docteur en sciences de gestion. Soutenue à Paris Dauphine*.

- TABLE RONDE 1 : *Comment l'adoption des normes comptables internationales va-t-elle affecter la relation des investisseurs avec le marché ?* Disponible sur : http://www.amf-france.org/documents/general/5601_1.pdf

- VERGOOSSEN R.G.A. (1996), «*Accounting changes and the use of financial statements : a study among investments analysts*», *The European Accounting Review*, p. 156-159.

- VÉRON Nicolas (associé fondateur, Etudes et Conseil pour l'Information Financière (ECIF) 15 décembre 2004, *Recueil d'opinion coordonné par «Les points de vue des investisseurs sur l'adoption des IFRS*». Disponible sur : <http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier298.pdf>

- VIEILLE J-N et alii. (2005), «*Évaluation : quelques pièges à éviter*», *Analyse Financière*, n° 16, p. 26-28.

Les **déterminants** de la pratique de l'**actionnariat salarié** dans les entreprises françaises

Cette étude aborde les déterminants de la présence et du développement des pratiques de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. Les hypothèses relèvent du cadre de la théorie de l'agence pour laquelle l'opportunisme des agents justifie la mise en œuvre de mécanismes disciplinaires, notamment l'actionnariat salarié. L'échantillon est composé de 489 entreprises françaises non financières cotées dont 164 entreprises dotées de cette pratique. Les résultats de l'étude montrent que la pratique de l'actionnariat salarié répond à une demande de renforcement du système de gouvernance. Par ailleurs, la pratique de l'actionnariat salarié semble être reliée à la nature des actifs existants et à la taille de l'entreprise.

Mots clés : actionnariat salarié, théorie de l'agence, gouvernance.

INTRODUCTION

L'actionnariat salarié (**AS**), en France, a connu, durant les dix dernières années, un accroissement considérable. On compte aujourd'hui près de 2,3 millions de salariés détenant des actions de la société qui les emploie (1). Le montant investi est près de 32 milliards d'euros. L'AS ne constitue pas seulement un investissement financier, mais aussi, un enjeu en terme de pouvoir. Il s'articule sur la création d'une communauté d'intérêts entre actionnaires et salariés en ce qui concerne le développement de l'entreprise et le partage des gains qui en résultent. Malgré tout, cette réalité ne concerne qu'une entreprise française sur trois. Nous nous interrogeons sur les facteurs incitant les entreprises françaises à recourir à cette pratique.

Cette recherche poursuit un double objectif. Elle vise à dessiner les caractéristiques des entreprises dotées d'AS et à évaluer l'intensité des facteurs disciplinaires et incitatifs agissant sur cette pratique.

Notre analyse, menée en deux étapes, a l'avantage de dépasser le simple cadre de l'existence d'actionnariat salarié - qui peut, dans certains cas, revêtir un caractère formel -

(1) Source : les Echos du 20/07/2007.

et de s'intéresser de plus près aux conditions de son développement. Plus largement, cette contribution à la recherche des déterminants de présence et de développement de l'actionnariat salarié apporterait un éclairage sur le rôle et la contribution d'une telle pratique à renforcer les systèmes de gouvernance des entreprises françaises.

Nous organisons notre travail en deux parties. Dans la **première partie**, nous exposerons les arguments qui justifient le recours à l'AS. Nos hypothèses relèvent du cadre de la théorie de l'agence qui suggère que la reconnaissance de l'opportunisme des agents justifie la mise en place des mécanismes de gouvernance, notamment l'actionnariat salarié. La **deuxième partie** sera réservée à la méthodologie adoptée et aura pour vocation d'exposer et de discuter les principaux résultats de notre étude empirique.

1- Cadre théorique et hypothèses

La présente étude place les déterminants d'une politique d'AS dans un paradigme contractuel. Ce paradigme stipule que la divergence d'intérêts entre les parties prenantes justifie la mise en place d'un système de gouvernance visant à limiter les problèmes d'agence. Eu égard la théorie d'agence, l'AS contribue à atténuer les conflits d'intérêts via la création d'un ensemble d'objectifs dont la réalisation génère des effets positifs pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Il est susceptible d'affecter deux types de relations d'agence : celles liant les salariés à leur entreprise ainsi que celles établies entre les actionnaires et les dirigeants.

S'agissant de la première relation, les conflits résultent de l'incomplétude des contrats, de l'asymétrie d'information ainsi que du caractère non diversifiable du capital humain. Ainsi, les salariés sont susceptibles d'adopter des comportements nuisibles d'ordre quantitatif ou qualitatif. De tels comportements sont synonymes de moindre performance (*Desbrières, 2002*). L'AS est alors dédiée à la prévention des attitudes opportunistes ainsi qu'à la réduction des coûts d'agence. En effet, les plans d'AS lient la richesse des salariés à l'évolution des cours boursiers. Ainsi, la recherche de plus-value incite les salariés à s'intéresser à la performance de l'entreprise et à adopter des attitudes positives et, par conséquent, les motive à performer (*Pérotin et Robinson, 2003*). Il apparaît que l'AS est associé à un niveau plus élevé de motivation au travail (*Pierce et Rodgers, 2004*). Il agit, aussi, positivement sur le niveau d'implication (*Pendleton, 2001*). Dans le contexte français, Fakhfakh (2004) montre que l'actionnariat salarié tend à réduire le départ des salariés. Celui-ci influe, également, sur la productivité au travail. En recourant à un échantillon de contrôle, Sesil et al (2007) montrent que les entreprises à actionnariat salarié sur-performent celles qui leurs sont associées en termes de productivité et de profitabilité.

Toutefois, la pratique de l'AS n'est pas dépourvue de problèmes qui peuvent mettre en jeu son efficacité. Etant donné que les efforts individuels n'ont que peu voire, aucune influence sur l'évolution des cours boursiers (*Sesil et al., 2006*), et que tout accroissement de la performance se répartit à parts égales ; cette situation favorise les comportements du passager clandestin

(Desbrières, 2002 ; Oyer, 2004). Ce phénomène est d'autant plus accentué que la taille de l'entreprise est grande (Pendleton, 2006). En outre, la pratique de l'actionnariat salarié contredit les présumés de la théorie de portefeuille qui considère la diversification comme meilleure couverture contre le risque. Il est taxé d'exposer ceux qui le choisissent à des risques importants. D'autant plus que la période d'indisponibilité des titres empêche les salariés de se désengager. Une telle exposition au risque peut induire des effets pervers.

Outre les effets incitatifs de l'AS, la mise en œuvre de cette pratique introduit dans les entreprises une nouvelle source de pouvoir, définie par l'utilisation des droits attachés aux actions. Les salariés ont la possibilité d'assister aux assemblées générales et de faire entendre leurs voix. En outre, la législation française offre aux salariés la possibilité de siéger au conseil d'administration. Dans cette optique, l'AS joue plutôt un rôle disciplinaire, contribuant à renforcer le système de gouvernance. Desbrières (2002) affirme que la motivation des salariés actionnaires à contrôler efficacement les dirigeants est une fonction croissante de leurs investissements spécifiques à la firme, tant en capital humain qu'en actions. **Les salariés actionnaires seront fortement incités à investir dans le contrôle.** Les raisons qui stimulent cette incitation constituent une bonne garantie de l'efficacité de leurs actions. En plus, vu sa position dans l'entreprise, le salarié actionnaire élu administrateur a l'avantage d'accéder aux informations au moindre coût comparé aux autres administrateurs. Plusieurs études ont montré que **la participation des salariés à la prise de décision contribue à un**

niveau supérieur de performance (Kruse et al., 2004 ; Fauver et al., 2006).

Néanmoins, cet aspect de contrôle des dirigeants par les salariés est redoutable. En effet, l'efficacité de leur contrôle est fortement contrainte par leur manque de liberté d'action et de prise de parole. Ils n'ont aucun intérêt à aller à l'encontre de leurs supérieurs dont dépendent leurs carrières, adoptant ainsi un comportement passif. Dans le cadre de la relation dirigeant - salarié, deux mécanismes de dépendance semblent coexister : les contrats implicites et la coopération. D'ailleurs, l'AS peut être conçu en tant que mécanisme anti-OPA (Gordon et Pound, 1990). Dans plusieurs cas de figure, dirigeants et salariés peuvent s'allier contre une OPA (Pagano et Volpin, 2005 ; Rauh, 2006). Park et Song (1995) notent une baisse significative de la fréquence d'utilisation des mécanismes anti-OPA à la suite de la création d'un ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*).

Nous étudions les déterminants de présence d'actionnariat salarié dans les entreprises françaises pour ses attributs incitatifs et de contrôle.

1-1. AS et distribution de dividendes

Le versement de dividendes réduit les coûts d'agence relatifs au *free cash-flow* (2) (Jensen, 1986 ; LaPorta et al, 2000). Selon ces auteurs, la politique de dividende représente un

(2) Le *free cash-flow* représente le cash-Flow (fonds discrétionnaires) disponible après financement de tous les projets à valeur actuelle nette positive. « Il est opérationnalisé sous la forme du revenu opérationnel avant prélèvement des amortissements, des charges d'intérêt et des impôts et taxes » (Poulain, 2005, p. 206).

mécanisme implicite de contrôle des orientations managériales. Son utilisation est d'autant plus importante que les coûts d'agence sont élevés. Le versement de dividende est aussi interprété comme une conséquence de l'activisme des actionnaires minoritaires contre leur expropriation par les actionnaires majoritaires (*LaPorta et al., 2000*).

H1 : L'AS est associé positivement à un taux de distribution de dividende élevé

1-2. AS et endettement

Pour la théorie d'agence, l'endettement constitue l'un des modes de résolution des conflits inhérents à la séparation des fonctions de décision et de contrôle (*Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986*). L'idée soutenue est que l'endettement contraint les dirigeants à être plus performants et les oblige à honorer leurs engagements envers les créanciers. Ils s'efforcent à sélectionner des projets créateurs de valeur afin d'éviter la faillite et sécuriser leur capital humain. S'agissant de la pratique des rémunérations incitatives, *Ittner et al., (2003)* et *Uchida (2006)* concluent à une influence négative de l'endettement sur la valeur des options offertes.

H2 : L'AS est associé négativement à l'endettement

1-3. AS et concentration de l'actionnariat

Le recours à l'actionnariat salarié devrait être lié à la structure de propriété des entreprises. *Ginglinger (2002)* avance que les conflits d'agences sont atténués en présence d'actionnaires majoritaires qui contrôlent les dirigeants et veillent à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Les résultats empiriques confirment, qu'en plus de leurs effets sur la performance, les actionnaires

dominants influent également sur les décisions stratégiques et contraignent la liberté d'action des dirigeants. Dès lors, la probabilité de recourir à l'actionnariat salarié devrait croître lorsque le contrôle exercé par les actionnaires diminue.

H3 : L'AS est associé négativement à la concentration du capital

1-4. AS et intensité en capital humain

Le facteur humain constitue une source difficilement reproductible permettant à l'entreprise d'acquérir un avantage compétitif vis-à-vis de ses rivaux et d'assurer une création durable de la valeur (*Charreaux et Desbrières, 1998*). Dès lors, toute entreprise caractérisée par une forte intensité en capital humain, a tout intérêt à attirer et à retenir des salariés hautement qualifiés, sur une durée suffisante afin de bénéficier de la production de ce capital humain. D'ailleurs, plusieurs auteurs préconisent l'utilisation de l'AS ou des stock-options dans les sociétés à fort potentiel de croissance, notamment celles opérant sur le domaine de l'informatique et de télécommunications. Celles-ci multiplient les moyens pour attirer et fidéliser un personnel hautement qualifié et innovateur (*Ittner et al., 2003 ; Oyer et Scheafer, 2005*).

H4 : L'AS augmente avec l'intensité en capital humain

1-5. AS et opportunité de croissance

Les entreprises à fort potentiel de croissance sont assorties d'une asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants (*Kole, 1997*). Le recours à l'actionnariat salarié allège les problèmes d'agence en agissant sur les comportements et les attitudes. *Ittner et al., (2003)* montrent que les entreprises qui présentent des

opportunités de croissance importantes sont susceptibles d'émettre d'avantage d'actions au profit des salariés. Selon Core et Guay (2001), la probabilité de recourir à l'AS tend à croître en présence de fortes opportunités de croissance. Le raisonnement sous-jacent est qu'en présence d'opportunité de croissance, l'entreprise devrait accorder plus d'attention à son capital humain du fait qu'il est à l'origine de sa compétitivité. Le recours aux rémunérations incitatives répond non seulement à un but incitatif mais aussi pour ses attributs dans le processus d'attraction et de fidélisation des salariés.

H5 : L'AS est associé positivement à un niveau élevé d'opportunités de croissance

1-6. AS et performance

Pour formuler l'hypothèse d'un lien d'association entre la présence d'un plan d'AS et la performance des entreprises, notre argumentation se fonde sur une synthèse d'études empiriques traitant le lien direct entre actionnariat salarié et performance. Park et Song (1995) perçoivent une augmentation de la performance - mesurée par le Q de Tobin - les années suivant l'implantation de l'AS. En France, il existe peu d'études traitant de cette problématique. A titre d'exemple, Arcimoles et Trébucq (2003) ont trouvé un lien positif mais non certain entre la présence de l'AS et la performance mesurée par ROE et ROI.

H6 : L'AS est associé positivement à la performance

1-7. AS et risque

La pratique de l'AS introduit le risque dans la rémunération des salariés. En devenant actionnaire dans la société qui les emploie, les

salariés supportent un risque sur leur patrimoine et un risque sur les emplois. De plus, les actions sont incessibles pendant la période d'indisponibilité, sauf en cas de déblocages exceptionnels prévus par la loi. De surcroît, les salariés actionnaires sont exposés à un risque financier considérable et non diversifiable. Cette concentration de risque pourrait les rendre vulnérables à toute évolution défavorable des cours et, par conséquent, pourrait mettre en question les effets incitatifs généralement attribués à l'actionnariat salarié. Sans oublier que plusieurs facteurs aussi bien internes (les décisions managériales) qu'externes (demande, concurrence..) agissent sur cette performance et échappent au contrôle des salariés. En revanche, Conte et Jampani (1996) relèvent une volatilité plus forte des titres en présence d'actionnariat salarié. Par contre, Brown et al., (2006), constatent un niveau de risque moins élevé dans les entreprises dotées d'un plan d'actionnariat salarié et que ces mêmes entreprises sont moins exposées au risque de faillite.

H7 : L'AS est associé négativement au risque

2. Approche empirique

2-1. Echantillon et sources des données

Sur 784 entreprises françaises cotées au 31/12/2002, seulement 680 ont des informations disponibles dans la base de données «*Thomson One Banker*». Ensuite, à partir de la base de données «*Dasfaliens*», nous avons scindé l'échantillon en deux groupes selon la caractéristique étudiée. Prenant acte des éventuelles imprécisions de cette variable dans les bases de données financières, nous avons

vérifié l'information recueillie dans les rapports annuels des sociétés. Par mesure de précaution, nous avons exclu toute entreprise ayant des informations ambiguës ou non précises. Dans ces conditions, nous avons retenu 583 entreprises. Nous avons exclu, aussi, les entreprises appartenant au secteur financier (SIC=60-69). L'échantillon final se compose de 489 entreprises dont 164 avec actionnariat salarié. Cet échantillon a l'avantage de regrouper des entreprises cotées sur différents marchés. Un tel choix évite les biais induits par la surreprésentation des grands groupes.

L'actionnariat salarié est loin d'être généralisé. Il n'est pratiqué que dans 33,6% des entreprises dont 78 entreprises cotées sur le premier marché et 61 sur le second. Celles qui sont cotées sur le nouveau marché et le marché libre ne représentent que 15% des entreprises à actionnariat salarié.

Tableau 1 : Répartition des entreprises selon le marché de cotation et le % d'AS

	Premier marché	Second marché	Nouveau marché	Marché libre	TOTAL
% AS > 3%	25	17	4	0	46
% AS < 3%	51	44	16	5	116
Moyenne (% AS)	2,86	2,5	1,95	0,45	2,54
Total	78 (48%)	61 (37%)	20 (12%)	5 (3%)	164 (100%)

2-2. Variables de l'étude

2-2.1. Variables à expliquer : Dans le cadre de cette recherche, nous retenons deux variables à expliquer. La première est une variable binaire [AS] distinguant les entreprises à AS et celles non dotées de cette pratique, et ce, quel que soit le pourcentage d'actions détenues par les salariés. La deuxième, est une variable continue [PAS] qui

correspond au pourcentage d'actions détenues par les salariés.

2-2.2. Variables explicatives

- **Concentration du capital :** En théorie, il existe plusieurs mesures de la concentration du capital. Elle peut être appréhendée par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire majoritaire ou encore par les cinq premiers actionnaires détenant au moins 5% du capital. Malheureusement, les bases de données manquent de précision sur cette variable. Compte tenu de la taille de l'échantillon, la collecte de ces variables à partir des rapports annuels s'avère une tâche relativement difficile. Ainsi, nous avons adopté la démarche suivie par Thomson et al (2007) qui ont appréhendé la concentration du capital par la variable **Block** qui représente le pourcentage d'actions détenues par les «*Blockholder ownership (3)*» (telle qu'elle a été définie par la base de données *Worldscop*).

- **Endettement :** Généralement dans la littérature, l'endettement a été approché par deux mesures. La première variable (TD)

définie par le rapport entre l'endettement total et l'actif total. La deuxième, est le rapport entre les dettes à long terme et l'actif total (**LEV**) (Ittner et al., 2003).

(3) *Blockholder Ownership is measured by the fraction of «closely held shares», which includes :*

- *Shares held by owners who hold more than 5% ;*
- *Shares held by officers, directors and their families ;*
- *Shares held in trust ;*
- *Shares held by another corporation (except those under à bank's fiduciary duty), and*
- *Shares held by pension/ benefit plans (Worldscop / Thomson One Banker 2007).*

- **Dividende** : Afin de spécifier la politique de dividende, nous utilisons le rendement en dividende (**DIV**) qui correspond au dividende par action divisé par le cours de l'action en fin de l'année fiscale.

- **Free cash-flow** : A l'instar de Brown et al., (2006), nous retenons le rapport entre le résultat opérationnel et l'actif total comme indicateur du «free cash-flow» de l'entreprise (**FCF**).

- **Performance** : La performance est appréhendée à travers deux variables : la rentabilité des actifs (**ROA**) et la rentabilité des fonds propres (**ROE**) (*d'Arcimoles et Trébuçq, 2004*).

- **Risque** : Pour évaluer le risque, nous retenons deux mesures complémentaires. La première boursière, correspondant au coefficient bêta qui mesure la sensibilité du titre aux variations du marché (**Bêta**). La seconde mesure (**Risk**), comptable, est égale à l'écart-type de la rentabilité des fonds propres (ROE), sur 5 ans (1998-2002). (*D'arcimoles et Trébuçq 2003 ; Uchida, 2006*).

- **Opportunités de croissance** : Il existe différentes mesures des opportunités de croissance dans les travaux empiriques. Brown et al.,(2006) et Uchida (2006) utilisent le Book to Market comme proxy des opportunités de croissance. Frye (2004) évalue les opportunités de croissance moyennant le ratio des dépenses en Recherche et Développement sur le chiffre d'affaires. Dans le cadre de ce travail, les opportunités de croissance sont approchées par le market-to-book (**MTB**) et le montant des dépenses en recherches et développement sur le Chiffre d'affaires (**RD**).

- **Intensité en capital humain** : S'agissant des variables reflétant l'intensité en capital humain, nous suivons Kalmi et al., (2006) qui l'ont mesurée par le logarithme des actifs intangibles (**INTANG**).

- **Taille** : la taille de l'entreprise est appréhendée par le logarithme de l'effectif total des employés (**Taille**).

2-2.3 Variables de contrôles

A côté des variables précédemment discutées, deux variables ont été incluses dans le modèle, en raison de leur importance dans les études antérieures.

- **Ancienneté de cotation**, mesurée par le nombre d'années entre la date d'introduction et l'année 2002 (*D'arcimoles et TRébuçq, 2003*).

- **Secteur d'activité** : L'appartenance sectorielle influe sur la décision d'implantation d'une politique d'actionnariat salarié. Nous avons regroupé les entreprises en 12 secteurs d'activités selon la classification de Campell (1996).

2-3. Résultats et interprétations

Une analyse comparative des sociétés selon le critère d'adoption d'une politique d'AS fait apparaître plusieurs différences. Les entreprises avec actionnariat salarié disposent d'une taille significativement plus importante et d'un taux d'endettement plus élevé. Celles-ci se distinguent, aussi, par une proportion élevée d'actifs intangibles et d'une volatilité plus forte de leurs titres. En revanche, nous constatons une moindre variation de leur rentabilité financière. Elles disposent, par ailleurs, d'une structure de capital plus diluée et versent plus de dividendes.

Enfin, la moyenne de l'ancienneté de cotation des entreprises avec AS est supérieur à celui des entreprises sans AS.

Tableau 2 : Caractéristiques des entreprises à AS

	Moyenne Ent Avec AS	Moyenne Ent Sans AS	Test de Mann-Whitney
Block	49,5	64,72	,000***
TD	24,6	21,84	,007***
LEV	16,08	11,90	,000***
DIV	21,66	14,89	,000***
CF	7,04	12,45	,149
ROA	1,88	6,37	,326
ROE	5,25	15,48	,039**
Bêta	1,103	0,61	,005***
RISK	37,43	63,52	,000***
MTB	1,82	-0,59	,052*
RD	5,51	23,52	,089*
INTANG	4,25	1,16	,000***
TAILLE	8,22	6,1	,000***
ANCOT	11,87	8,16	,001***

*, **, *** signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

A propos des facteurs révélateurs d'une politique d'actionnariat salarié, les résultats des régressions logistiques présentés dans le tableau 3, confirment certaines de nos hypothèses.

La structure d'actionnariat paraît une variable cruciale dans le classement des entreprises de l'échantillon selon la caractéristique étudiée. Il est constaté, aussi, que la probabilité de présence de l'actionnariat salarié baisse significativement avec la concentration du capital.

En plus, les entreprises à actionnariat salarié distribuent plus de dividendes. En effet, le coefficient obtenu est positif et significatif au seuil de 5%. Ce résultat rejoint les prescriptions de la théorie d'agence, qui considère le versement de dividende comme la manifestation d'un contrôle efficace de la part des actionnaires sur les dirigeants.

Tableau 3 : Facteurs associés à la présence d'AS

	I	II	III	IV
Block	-0,043***	-0,049***	-0,041***	-0,055
TD	-0,031**		-0,028*	-0,010
LEV		-0,037*		
DIV	0,227**	0,356**	0,246**	0,176*
CF			-0,024	
ROA	-0,029	-0,004		-0,005
ROE	0,009*	0,002*	0,014*	
Bêta	1,120***	1,603***	1,869***	1,165***
RISK				-0,006**
MTB	0,312***	0,247*	0,392***	0,402***
RD	-0,011	-0,032	-0,045	0,013
INTANG	1,163***	1,380***	1,625***	
Taille				1,217***
ANCOT	-0,007	-0,025	-0,041	-0,009
COMMERCE	0,945*	0,774	0,834*	0,725
TRANSPORT	1,762**	2,781***	3,596***	0,616
MANUFACT	1,309**	1,138*	2,355***	0,373
constante	-4,412***	-5,441***	-6,790***	-9,396***
N	277	275	271	270
χ^2	202,188***	218,341	227,799***	187,563
R ² de Cox & Snell	0,518	0,548	0,569	0,501
R ² de Nagelkerke	0,710	0,745	0,775	0,682
Classement	86,6%	86,9%	88,9%	81,9%

*, **, *** signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

Dans le même ordre d'idées, LaPorta et al., (2000) interprètent le versement de dividende comme étant le signe de l'activisme des actionnaires minoritaires contre leur expropriation. En effet, l'actionnariat salarié peut contribuer à renforcer le contrôle de l'équipe dirigeante par la participation des salariés actionnaires aux organes de gestion. De même, ils peuvent s'allier avec les actionnaires minoritaires afin d'agir contre leur spoliation par les actionnaires majoritaires. En effet, les salariés actionnaires se distinguent par un niveau de risque plus élevé et une aptitude à acquérir les informations au moindre coût, ce qui peut rendre leurs actions plus efficaces. Ce raisonnement concorde aussi avec l'étude de Fauver et al.,

(2006) qui montrent que la participation des salariés au conseil d'administration tend à accroître la probabilité de versement de dividende dans les entreprises allemandes.

Le rôle disciplinaire attribué à l'AS semble être confirmé. Notre résultat s'aligne avec celui d'Arcimoles et Trébucq (2004) qui montrent que l'actionnariat salarié est d'autant moins répandu que le contrôle familial est fort. Nous pouvons en déduire que les entreprises françaises intègrent l'actionnariat salarié dans leurs politiques de rémunération afin de renforcer leur système de gouvernance.

En revanche, les variables afférentes à la performance de l'entreprise semblent être moins influentes. Nous dégageons un coefficient significatif compris entre 0,002 et 0,014 pour le **ROE**. Par contre, le coefficient de la variable **ROA** est non significatif. Ce constat va dans le sens des conclusions de Frye (2004).

Par ailleurs, nous anticipons une relation négative entre le risque et la pratique d'actionnariat salarié. Le signe obtenu pour la volatilité du titre est contraire à nos anticipations. Il ressort que l'actionnariat salarié est associé positivement au risque (mesuré par le coefficient bêta du MEDAF). Notre résultat rejoint ceux de Sesil et al., (2006) qui expliquent cette relation en raison des effets négatifs d'un niveau de risque élevé sur les comportements et les attitudes des salariés.

Toutefois, le tableau 3 indique que la variable **RD** affiche un signe contraire aux prévisions mais non significatif, alors que la variable **MTB** affiche le signe attendu.

Nous constatons que le recours à l'AS est plus probable dans les entreprises à forte intensité en capital humain. Le coefficient relatif à la variable

INTANG est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%. Nos résultats corroborent avec ceux de Frye (2004), Ittner et al., (2003) et Sesil et al (2006). Les entreprises semblent introduire l'AS afin d'attirer et conserver leur capital humain spécifique. D'après Core et Guay (2001) et Kroumova et Sesil (2006), plus le capital humain est spécifique, plus il devient difficile à contrôler, et au lieu de s'investir dans le *monitoring*, il est préférable de recourir aux rémunérations incitatives, notamment l'actionnariat salarié.

Concernant l'influence de l'appartenance sectorielle, les résultats n'affichent aucune association significative entre la répartition sectorielle - selon la classification de Campell (1996) - et la pratique de l'AS. Toutefois, à l'instar de Fauver et al., (2006), nous avons cherché à tester si l'AS est plus présent dans des secteurs qui requièrent une forte coordination, implication et plus de spécialisation. Ces auteurs spécifient trois secteurs : commerce (SICs=50-59) ; transport (SICs=40-49) et manufacturier (SICs=28-29, 33-39). Il apparaît que dans nos trois premières régressions les coefficients afférents aux variables relatives à ces secteurs sont positifs et significatifs. Enfin, ce sont essentiellement les firmes de taille importante qui pratiquent l'AS.

Ces premiers constats apportent une première confirmation limitée de nos hypothèses. Cette analyse considère aussi bien les entreprises ayant une politique d'actionnariat salarié développée que celles dotées d'une politique très modérée. La prise en compte du pourcentage de la participation des salariés au capital permet une analyse plus précise du phénomène. Nous avons fait recours aux régressions linéaires pour examiner si les facteurs révélateurs d'une politique d'AS varient avec le pourcentage

d'actions détenues par les salariés. Les résultats sont récapitulés dans le tableau 4. Dans l'ensemble, les variables retenues expliquent une part importante du pourcentage d'actions accordées aux salariés. Les coefficients R^2 ajustés sont compris entre 0,545 et 0,646 et la qualité d'ajustement du modèle est élevée (F compris entre 9,377 et 14,419, tous les deux significatifs au seuil de 1%).

Bien que certaines variables sont révélatrices de la pratique de l'actionnariat salarié, elles ne contribuent pas à expliquer le pourcentage d'actions détenues par les salariés, il s'agit de la volatilité du titre, de l'intensité en capital humain et de l'appartenance sectorielle.

Tableau 4 : Déterminants du pourcentage d'actions détenues par les salariés

	I	II	III
Constante	3,265***	3,211***	2,249***
Block	-0,357***	-0,365***	-0,420***
TD	-0,159**		
LEV		-0,174**	-0,181***
DIV	0,686***	0,698***	0,754***
CF	-0,272***	-0,287***	0,009
ROA	-0,003	-0,009	-0,003
ROE	0,206**	0,222**	
Bêta	-0,020	-0,021	-0,045
RISK			-0,144*
MTB	0,155*	0,162*	0,108
RD	0,016	0,016	0,002
Intang	0,005	0,013	
Taille			0,148*
ANCOT	-0,147*	-0,163*	-0,279***
Trade	0,091	0,078	0,071
Transport	-0,063	-0,075	-0,039
Manufact	-0,027	-0,040	-0,062
N	107	107	105
R^2	0,603	0,605	0,694
R^2 ajusté	0,553	0,545	0,646
F	9,377***	10,054***	14,419***

*, **, *** signification respective au seuil de 10%, 5% et 1%

Conformément à la théorie d'agence qui préconise l'utilisation de l'AS à des fins de

contrôle, il apparaît que le pourcentage d'actions détenues par les salariés est une fonction décroissante de la concentration du capital. L'influence de l'endettement apparaît également négative, à un seuil de signification statistique de 5%, dans les trois modèles. En revanche, le versement de dividende est associé positivement au développement de l'AS.

En outre, l'influence de la performance (ROE) apparaît plus déterminante, ce qui renforce l'idée d'une association entre la pratique de l'actionnariat salarié et un niveau élevé de performance.

D'autre part, conformément à nos anticipations, plus le pourcentage d'actions entre les mains des salariés augmente, moins la variabilité du résultat est importante, limitant ainsi le risque supporté par les salariés. Notons que le montant des frais de recherche et développement ainsi que le ROA n'ont aucun pouvoir explicatif dans la détermination de la politique d'actionnariat salarié. Enfin, la taille et les opportunités de croissance influent positivement sur le développement de cette pratique.

Par ailleurs, nous avons constaté que le pourcentage d'actions détenues par les salariés diffère dans plusieurs cas de celui des droits de vote. Ainsi, nous avons reconduit la régression linéaire en utilisant le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés comme variable dépendante. Les résultats restent semblables à ceux présentés.

Conclusion

Cette étude s'inspire des recherches anglo-saxonnes établies sur les déterminants des politiques d'actionnariat salarié et des stock-options. Notre ambition de départ était d'étudier les déterminants des décisions d'intégration

de l'actionnariat salarié dans les politiques de rémunération. Malheureusement, cette ambition s'est trouvée compromise, faute d'informations sur la date d'adoption de cette pratique dans les rapports annuels des entreprises dotées d'une politique d'actionnariat salarié. Ainsi, Nous avons cherché à déterminer les facteurs révélateurs de l'usage de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises.

Les résultats mettent, tout d'abord, en avant plusieurs facteurs pour expliquer l'attrait à la pratique de l'actionnariat salarié. Elles montrent que la concentration du capital, le niveau d'endettement, le versement de dividende, la variabilité du résultat, les opportunités de croissance ainsi que la part des actifs intangibles et la taille de l'entreprise sont des déterminants incontournables de la pratique de l'actionnariat salarié dans les entreprises françaises. En dépit des différences législatives, fiscales ainsi qu'aux pratiques des rémunérations incitatives, notamment les stock-options et l'actionnariat salarié entre les pays, certaines de nos hypothèses sont en accord avec la littérature anglo-saxonne (*Brown et al., 2006 ; Core et Guay, 2001 ; Frye, 2004 ; Ittner et al, 2003*).

Les analyses des régressions logistiques suggèrent que l'existence de l'actionnariat salarié est associée négativement à la concentration du capital et à l'endettement, ce qui est conforme aux prédictions de la théorie de l'agence. Ainsi, la pratique de l'actionnariat salarié semble être affectée par des enjeux disciplinaires. Ces motivations disciplinaires expliquent non seulement son existence mais agissent aussi sur son expansion. Toutefois, l'association entre l'actionnariat salarié et la performance est moins évidente d'après nos résultats. Ceci peut s'expliquer par le fait que les entreprises de notre échantillon ont des titres plus volatiles, ce qui peut mettre en jeu les effets positifs présumés de l'actionnariat salarié. Cependant, les résultats n'excluent pas le recours à l'actionnariat salarié pour ses attributs incitatifs.

Cette étude a pu modestement contribuer à cerner les raisons qui motivent les entreprises françaises à intégrer l'actionnariat salarié dans leur politique de rémunération. Cependant, la relation associant actionnariat salarié et performance reste marginale et incertaine. Il s'avère pertinent d'explorer ce lien de causalité à la lumière des résultats trouvés.

Annexe 1 : Répartition sectorielle

Nous présentons la répartition de l'échantillon par secteur d'activité en utilisant le code SIC (*the two-digit Standard Industrial Classification*), selon la classification de Campell (1996).

Secteur	Codes SICs	N Total	%	N ENT. avec AS	%
Agro-alimentaire et Tabac	1, 2, 9, 20, 21, 54	33	6,8	11	33
Commerce et Industrie textile	22, 23, 31, 51, 53, 56, 59	63	12,9	13	21
Consommations durables	25, 30, 36, 37, 50, 55, 57	94	19,2	33	35
Construction et Equipement	15, 16, 17, 32, 34, 35, 52	67	13,8	27	36
Industrie de base	10, 12, 14, 24, 26, 28, 33	42	8,6	20	40
Loisir	27, 58, 70, 78, 79	30	6,2	8	26
Pétrolier	13, 29	7	1,4	2	25
Service	72, 73, 75, 76, 80, 82, 87, 89	125	25,6	38	29
Transport et utilités	40-49	27	5,5	12	43
Total		488	100	164	33,6

Bibliographie

- D'ARCIMOLES CH. A. et TREBUCQ S. (2003), «Une approche du rôle de l'actionnariat salarié dans la performance et le risque des entreprises françaises», *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n° 48, pp. 2-15.
- D'ARCIMOLES CH. A. et TREBUCQ S. (2004), «L'actionnariat salarié au sein des entreprises familiales françaises : Rôles et instrumentation», *Revue Gouvernance*, n° 1.
- BROWN J. R., LIANG N. and WIESBENNER S. (2006), «401 (K) matching contributions in company stock : costs and benefits for firms and workers», *Journal of Public Economics*, n° 90, pp. 1315-1346.
- CAMPBELL J. (1996), «Understanding risk and return», *Journal of Political Economy*, n° 104, pp. 298-345.
- CONTE M. A., KRUSE B. D. and JAMPANI R. (1996), «Financial returns of public ESOP companies : Investor effects vs. Manager effects», *Financial Analysis Journal*, pp. 51-61.
- CORE J. and GUAY W. (2001), «Stock Option Plans for Non-Executive Employees», *Journal of Financial Economics* n° 612, pp. 253-87.
- CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), «Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale», *Finance Contrôle Stratégie*, n° 2, pp. 57-88.
- CORMIER D., MAGNAN M. et FALL M. (1999), «L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme : une étude canadienne», *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 25-49.
- DESBRIÈRES P. (2002), «Les actionnaires salariés», *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp. 255-281.
- FAKHFAKH F. (2004), «The effect of profit sharing and employee share ownership on quits : evidence from a French panel firms, employee participation, firm performance and survival», *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms*, vol. 8, pp. 129-147.
- FAUVER L. and FUERST M. E. (2006), «Does good corporate governance include employee representation ? Evidence from German corporate boards», *Journal of Financial Economics*, n° 82, pp. 673-710.
- FRYE M. (2004), «Equity-Based Compensation for Employees : Firm performance and determinants», *Journal of Financial Research*, n° 27, pp. 31-54.
- GINGLINGER E. (2002), «L'actionnaire contrôleur», *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp. 37-55.
- GORDON L. A. and POUND L. (1990), «Esops and corporate control», *Journal of Financial Economics*, n° 27, pp. 525-555.
- ITTNER C., LAMBERT R., and LARCKER D. (2003), «The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms», *Journal of Accounting and Economics*, n° 4, pp. 89-127.
- JENSEN M. C. (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, n° 2, pp. 323-329.
- JENSEN M. C. and MECKLING, W. H., 1976, «Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.
- JONES D. C., KALMI P., and MÄKINEN M. (2006), «The Determinants of Stock Option Compensation : Evidence from Finland», *Industrial relations*, n° 3, pp. 437-468.
- LAPORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. and VISHNY R.W. (2000), «Agency problems and dividend policies around the world», *Journal of Finance*, n° 55, pp. 1-33.
- KOLE S. R. (1997), «The complexity of compensation contracts», *Journal of Financial Economics*, n° 43, pp. 79-104.
- KRUSE D. (2002), «Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership», *Journal of employee ownership, law and finance*, n° 4, pp. 65-90.
- KRUSE D., FREEMAN R. , BLASI J. ,BUCHELE R. , SCHARF A., RODGERS L. , MACKIN C. (2004), «Motiving Employee-owners in ESOP firms : Human

Resources Policies and Company Performance, in Employee Participation, Firm Performance and Survival», *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms*, pp. 101-127, Elsevier.

OYER P. (2004), «*Why do firms use incentive that have no incentive effects ?*», *Journal of Finance*, n° 4, pp. 1619-1649.

OYER P. et SCHAEFER S. (2005), «*Why do some firms give stock options to all employees ? : an empirical examination of alternative theories*», *Journal of Financial Economics*, n° 76, pp. 99-133.

OYER P. et SCHAEFER S. (2006), «*Costs of broad-based stock option plans*», *Journal of Financial Intermediation*, n° 15, pp. 511-534.

PAGANO M. et VOLPIN P.F. (2005), «*Managers, Workers and Corporate Control*», *Journal of Finance*, n° 9, pp. 841-867.

PARK S. et SONG M. H. (1995), «*Employee Stock Ownership Plans, firm performance and monitoring by outside block holders*», *Financial Management*, n° 24, pp. 52-65.

PENDLETON A. (2001), «*Employee ownership, participation and governance : a study of ESOPs in the UK*», *Routledge, London and New York*.

PENDLETON A. (2006), «*Incentives, monitoring and employees stock ownership plans : new evidence and interpretations*», *Industrial Relations*, n° 45, pp. 753-775.

PÉROTIN V. et ROBINSON A. (2003), «*Participation aux bénéfices et actionnariat salarié : les éléments du débat*», *Parlement européen, Direction générale des études, Document de travail*.

PIERCE J. and RODGERS L. (2004), «*The Psychology of Ownership and Worker-Owner Productivity*», *Group and Organization Management*, vol. 29, n° 5, pp. 588-613.

PUGH W. N., OSWALD S. L. et JAHERA J. S. (1999), «*ESOP's, takeover protection and corporate decision making*», *Journal of Economics and Finance*, n° 23, pp. 170-185.

RAUH J. D. (2006), «*Own company stock in defined contribution pension plans : A takeover defense ?*», *Journal of Financial Economics*, n° 81, pp. 379-410.

SESLI J., KRUSE D. and BLASI J. (2001), «*Sharing ownership via employee stock ownership*», *United Nations University, WIDER, Discussion paper n° 2001/25*.

SESLI J. C., KROUMOVA M. K (2006), «*Intellectual Capital, Monitoring, and Risk : What Predicts the Adoption of Employee Stock Options ?*», *Industrial relations*, n° 4, pp. 734-752.

SESLI J. C., KROUMOVA M. K, KRUSE D. K et BLASI J. R (2007), «*Broad-based employee stock options in the U.S. - company performance and characteristics*», *Management revue*, n° 18, pp. 5-23.

UCHIDA K. (2006), «*Determinants of stock option use by Japanese companies*», *Review of Financial Economics*.

Les pratiques comptables des dirigeants des PME - Impact de l'implication de l'expert-comptable

L'intervention de l'expert-comptable au sein des petites et moyennes entreprises (PME) et son influence sur leur système de données comptables ont fait l'objet d'un nombre de recherches limité. Sur un échantillon de 43 entreprises tunisiennes, le présent article s'intéresse à étudier, dans un premier temps, au travers des études réalisées sur le thème, la spécificité de l'intervention de l'expert-comptable dans les PME notamment dans la production et l'interprétation de l'information comptable à des fins de gestion ; et dans un second temps, à repérer les apports potentiels de cette intervention sur les pratiques comptables des dirigeants.

Mots clés : pratiques comptables, petites et moyennes entreprises, données comptables.

INTRODUCTION

L'intervention de l'expert-comptable dans les entreprises dépend de la taille de ces dernières. Firth (1997), Carswell, Guz et Francis (2000) et Houghton et Ikin (2001) convergent vers l'idée que plus la taille de l'entreprise est grande, plus son domaine d'affaires devient compliqué et plus le dirigeant aura tendance à rechercher l'assistance d'un comptable externe. Ainsi, ayant un rôle de conseiller privilégié auprès du dirigeant, **l'expert-comptable intervient**, dans la **grande entreprise, comme consultant** lorsque des décisions importantes doivent être prises (1) ou **comme un spécialiste en matière fiscale ou juridique**.

Dans la petite entreprise, le recours aux services de ce professionnel externe est limité aux missions traditionnelles d'audit et de tenue de comptabilité. Bajan-banaszak (1993) et Chapellier (2004) affirment que les missions de conseil des experts-comptables auprès des petites et moyennes entreprises sont peu développées. De même, Holmes et Nicholls (1989) soutiennent l'idée selon laquelle les PME qui

(1) Prise de participation, investissement, modification des systèmes d'information, etc.

vont au-delà de la simple production des données comptables obligatoires élaborent elles-mêmes les données supplémentaires.

En effet, dans les PME, lors de la prise de décisions, les dirigeants ont le plus souvent recours à leurs seuls jugements, intuitions et expériences. Ils ont, pour la plupart, une propension naturelle à penser qu'ils sont capables de gérer leurs affaires seuls, sans autre système d'information de gestion que celui constitué par quelques données comptables qu'ils jugent essentielles (*Dupuy 1987*).

Chapellier (1994) et Lavigne (2002) confirment l'existence dans les PME d'une culture générant une vision réductrice du système de données comptables orienté principalement vers la production des documents obligatoires, dans des délais longs et dans le seul but de satisfaire aux obligations imposées par l'administration fiscale.

Mais la sous-utilisation de l'information comptable dans les PME ne résulte pas forcément d'un choix. Chapellier (2004) avance que les carences en matière de production et d'utilisation des données comptables peuvent aussi être liées au fait que le dirigeant n'a pas toutes les clés pour tirer profit de la valeur potentielle de l'information comptable dans ses prises de décisions ou encore au fait que les informations comptables utiles ne sont pas disponibles au bon moment, ce qui pourra avoir des répercussions néfastes sur l'efficacité du dirigeant (problèmes de gestion, faillite, etc.). En outre, la plupart des PME ne dispose pas de service comptable interne capable de produire

ces données. C'est de fait à l'expert-comptable que revient la mission de production, de diffusion et surtout d'analyse de cette information. Il ajoute que pour beaucoup de dirigeants de PME, le dialogue et le conseil sont le premier service attendu de l'expert-comptable. Cette attente s'expliquerait par le fait que l'environnement dans lequel se trouve le dirigeant est souvent considéré comme «quasi désertique» (2) ce qui le pousse à chercher un «compagnonnage» (3) avec une personne censée pouvoir apporter des conseils.

D'ailleurs, Baumgartner (1989) et Bajan-banaszak (1993) ont souligné l'importance des missions de conseil de l'expert-comptable au sein des PME (notamment celles en matière de gestion), bien qu'elles restent éloignées des attentes des dirigeants et des déclarations d'intention des professionnels de la comptabilité. Mais une telle intervention comble-t-elle l'indisponibilité et la sous-utilisation des données comptables en PME ?

L'impact de l'intervention de l'expert-comptable sur les pratiques comptables des dirigeants a fait l'objet d'un nombre d'études assez limité. Chapellier (1996-a) a trouvé que plus la présence de l'expert-comptable au sein de l'entreprise est forte, plus l'information produite est diversifiée et plus l'intérêt que porte le dirigeant à ces

(2) Chapellier (2004), «Internet pour une relation de qualité entre l'expert-comptable et le dirigeant de PE», Papier de recherche CREGO, IAE, Université de Montpellier 2.

(3) Idem.

informations est élevé. Autrement dit, un système de données comptables de gestion complexe et d'une utilisation forte de la part du dirigeant résulte généralement d'une intervention fréquente et assez importante de la part de son expert-comptable. C'est dans ce cadre que se positionne le présent papier. Il étudie l'impact de l'implication des experts-comptables sur le comportement des dirigeants des PME vis-à-vis des données comptables de gestion.

1. La relation entre l'implication de l'expert-comptable et les pratiques comptables des dirigeants des PME

Plusieurs auteurs s'accordent sur l'utilité des données comptables en PME. Cependant, la littérature sur le quotidien du dirigeant a permis de constater que les dirigeants n'attachent pas d'importance à ces données et évitent l'emploi des informations formalisées alors que apparemment, ils auraient dû y avoir recours. La question qui se pose sera alors : à qui incombe la tâche de mise à disposition de ces informations ?

En effet, les compétences comptables sont rarement présentes dans les PME. C'est donc à l'expert-comptable que cette mission revient et ce, d'autant qu'il apparaît que son intervention influence le comportement comptable des dirigeants des PME face aux données comptables de gestion.

1.1. La spécificité de l'intervention de l'expert-comptable dans la PME

Le recours des dirigeants des entreprises aux services d'un expert-comptable varie selon la complexité des activités et la taille de l'entreprise.

En effet, d'après l'étude de Houghton et Ikin (2001), plus les entreprises disposent d'un total actif important, plus leur demande de conseil est pressante.

S'agissant des petites et moyennes entreprises, Pettigrew, Perreault et Chébat (1996) identifient **dix critères** qu'ils jugent les plus importants **pour le choix d'un cabinet d'expert-comptable** par le dirigeant de la PME. Il s'agit de : **la compétence, la disponibilité, l'habilité à conseiller, la rapidité du service, le prix de la prestation, l'habilité à communiquer, la diversité des services, l'interprétation des états financiers, la renommée et la proximité géographique.**

Plusieurs auteurs préconisent un accroissement des conseils fournis par les experts-comptables aux dirigeants des PME. Les experts-comptables sont eux-mêmes unanimes à considérer qu'il ne s'agit plus de se limiter à la production des seuls comptes annuels et insistent, depuis les années 80 déjà, sur la nécessité de développer les missions de conseil au sein des PME.

Holmes et Nicholls (1989) expliquent que parmi les 928 PME australiennes de moins de 20 salariés de leur échantillon, nombreuses sont celles qui vont au-delà de la simple production des données comptables obligatoires, élaborent ces données supplémentaires presque systématiquement elles-mêmes dans l'entreprise.

Grenier (1990) relève une limite essentielle au développement des activités de conseil. Il explique que ce type d'activité suppose une logique d'approche différente de celle dominante

en comptabilité. Il faut donc créer au sein de chaque cabinet une «culture conseil» en impliquant les collaborateurs dans de nouvelles missions. Ces derniers doivent apprendre à être des hommes de communication et non seulement des vendeurs de conseil et savoir analyser les différentes situations.

De même, Bajan-banaszak (1993) montre que dans les petites entreprises, les missions de conseil représentent 11% de leur charge horaire ; alors que dans les moyennes entreprises ils passent moins de temps dans ce domaine (9% des heures passées) et parviennent à bien vendre ce temps (10% du chiffre d'affaires).

Par ailleurs, concernant l'influence du secteur d'activité, Bajan-banaszak constate que les cabinets d'expertise comptable implantent moins de comptabilités générales orientées gestion dans les entreprises de bâtiment, alors que dans les autres secteurs, ils interviennent de façon importante et similaire. Au niveau des autres outils de gestion, notamment, les prévisions globales et les tableaux de bord, il note une influence plus nette dans les entreprises industrielles.

Chapellier (1996-a), quant à lui, essaye d'analyser l'implication des experts-comptables en matière de gestion auprès de leurs clients dirigeants. Cette implication a été appréciée par chaque dirigeant d'entreprise à l'aide d'une échelle de 15 items comprenant chacun 5 choix de réponses numérotées de 1 à 5 (1 correspond à une implication nulle et 5 à une implication très importante) : la fiscalité de l'entreprise, la gestion des coûts, la mise en place d'un tableau

de bord, le conseil financier, la mise au courant systématique de toutes les nouvelles lois, des nouveaux décrets et règlements pouvant concerner l'entreprise dans les domaines commercial, fiscal, juridique et social, les conseils sur le recrutement et la formation du personnel, etc.

Il a pu montrer que l'expert-comptable intervient intensément en matière juridique, sociale, fiscale et pour l'élaboration des documents comptables définitifs et intermédiaires mais rarement en matière de gestion de trésorerie, de gestion des coûts, pour la mise en place d'un tableau de bord, en matière de conseil financier, pour la gestion des embauches et des licenciements ou pour la mise en place et la gestion du système informatique.

Il semble toutefois difficile d'être totalement catégorique sur la question, car, tout d'abord, on peut considérer qu'à travers leurs missions traditionnelles, les experts-comptables font des conseils systématiquement. Ces derniers sont souvent amenés à discuter avec leurs clients de plusieurs problèmes qui se posent à eux et la plupart du temps, ces interventions ne sont pas facturées et n'apparaissent pas dans les statistiques.

Ensuite, l'ensemble des études réalisées révèle que le degré d'implication des experts-comptables dans les pratiques de gestion de leurs clients varie d'un cabinet d'expertise à l'autre mais aussi, au sein d'un même cabinet, d'une entreprise cliente à l'autre et d'un collaborateur à l'autre. La vision d'un expert-comptable peu

impliqué dans la gestion des entreprises qui composent sa clientèle ne correspond pas à la réalité de toutes les situations observées.

Ainsi, bien qu'en règle générale les missions traditionnelles dominant et l'activité de conseil reste en deçà, dans certaines PME, certes minoritaires, l'implication de l'expert-comptable pourrait être significative.

1.2. L'impact de l'implication de l'expert-comptable sur les pratiques comptables des dirigeants des PME

Quand les compétences comptables n'existent pas dans les PME, l'expert-comptable doit intervenir, de part ses compétences et sa connaissance de l'organisation et de son dirigeant, dans la diffusion et surtout l'analyse des informations comptables. En effet, il doit tenir un rôle pédagogique fort et aider les dirigeants à acquérir une culture minimale en gestion leur permettant d'apprécier la valeur de l'information comptable dans la prise de décision ; d'ailleurs, plusieurs recherches empiriques (*Grenier 1990, Bajan-banaszak 1993, Dabbech 1999, etc.*) ont démontré l'accroissement des conseils fournis par les experts-comptables aux dirigeants des PME.

Toutefois, deux des critiques les plus fortes adressées aux experts-comptables par les dirigeants de PME concernent d'une part, la lenteur d'élaboration et de la transmission des données comptables (*Fallery, 1983*) et, d'autre part, la faiblesse de la fréquence des contacts entre l'expert-comptable et le dirigeant, son manque de disponibilité et d'accessibilité (*Marzet,*

1991). En effet, l'exercice de ses compétences doit s'appuyer sur une disponibilité suffisante du comptable car, d'après Dupuy (1990), la modification des systèmes d'information de gestion demande beaucoup de réflexions et d'efforts de persuasion. Elle constitue donc une tâche très lourde.

Ainsi, si les experts-comptables parvenaient à améliorer leurs prestations sur ces points, la perception des dirigeants des PME face à l'information comptable pourrait évoluer. D'ailleurs, certains auteurs confirment l'existence de liens significatifs entre l'intervention de l'expert-comptable et les pratiques comptables de gestion des dirigeants.

Lavigne et St-Pierre (2002) retiennent parmi les caractéristiques du SIC l'intervention de l'expert-comptable externe. Ils démontrent que cette intervention impacte positivement le volume de données comptables au sein de la PME (la préparation des états financiers annuels, audit des comptes et des états financiers).

Bajan-banaszak (1993) trouve qu'outre le type d'activité et la taille de l'entreprise, l'intervention de l'expert-comptable influence significativement l'existence et la variété des outils de gestion dans la PME (comptabilité analytique, budgets, calcul des écarts, tableaux de bord, suivi qualité, etc.).

Quant à Chapellier (1994), il a essayé d'évaluer l'impact de l'implication des comptables externes non seulement sur le niveau de production des données comptables dans la PME, mais également sur la pertinence de ces données

pour le dirigeant de l'entreprise. Ceci permet de juger d'une part, de l'intérêt du décideur de cette implication et, d'autre part, l'influence véritable d'un type particulier de professionnels externes sur les dirigeants.

Les résultats de son étude montrent que l'implication de l'expert-comptable est fortement associée au comportement comptable des dirigeants de PME. En effet, les experts-comptables peu ou pas impliqués travaillent le plus souvent avec des dirigeants qui possèdent un système de données comptables de gestion rudimentaire, qui ne ressentent pas le besoin de disposer de données comptables supplémentaires et qui estiment que le comptable salarié peut élaborer lui-même les données comptables utiles au dirigeant.

Par contre, les dirigeants assistés d'experts-comptables fortement impliqués ont quasi-systématiquement des pratiques comptables fortes ou très fortes. Ce sont généralement les dirigeants de «petites entreprises» qui souhaitent disposer de données comptables diverses, détaillées, élaborées rapidement et fréquemment pour gérer leur entreprise, et qui pensent que le recours à un expert-comptable est plus rentable que l'embauche d'un ou de plusieurs comptables qualifiés.

Ceci nous mène donc à poser notre hypothèse de recherche, selon laquelle :

H : L'implication de l'expert-comptable influence les pratiques comptables du dirigeant de PME.

Diverses solutions méthodologiques de compromis, permettant de définir les pratiques comptables de gestion, sont proposées dans la littérature (Fallery, 1983 ; Schaffer 1990 ; Chapellier, 1994 ; Lavigne, 2002 ; Ngongang, 2005).

Pour cette étude et en se référant aux études de Chapellier (1994) et de Ngongang (2005), nous pouvons définir les pratiques comptables des dirigeants des PME par deux dimensions :

- Une dimension objective : Un système de données disponibles à bases comptables, historiques ou prévisionnels qui recouvre à la fois la comptabilité, le contrôle de gestion (y compris l'élaboration des tableaux de bord comptables) et l'analyse financière.

- Une dimension subjective : L'utilisation de ces données par le dirigeant de PME en réponse à ses besoins. Cette dimension permettra de juger la pertinence des données comptables en PME.

Ainsi, vérifier l'impact de l'implication de l'expert-comptable sur les pratiques comptables des dirigeants revient à tester l'une des deux sous-hypothèses suivantes :

- **H_A : L'implication de l'expert-comptable influence significativement le degré de complexité du système de données comptables du dirigeant de la PME.**

- **H_B : L'implication de l'expert-comptable influence significativement le degré d'utilisation des données comptables par le dirigeant de la PME.**

2. La méthodologie mise en œuvre

Afin de tester les hypothèses ci-dessus, nous avons conduit une enquête réalisée grâce à un questionnaire administré, par entretien direct, auprès de PME sélectionnées.

Le questionnaire comporte trois grandes parties : l'identification de l'entreprise, l'implication de l'expert-comptable et l'analyse des pratiques comptables des dirigeants.

2.1. L'échantillonnage

Cette recherche a été faite sur un échantillon de 43 entreprises tunisiennes appartenant à différentes branches d'activités (industrie, commerce, hôtels, etc.).

Les entreprises retenues comptent entre 10 et 200 salariés (4).

2.2. L'opérationnalisation des variables caractéristiques des pratiques comptables

Les pratiques comptables sont définies simultanément en termes de production et d'utilisation des données comptables.

2.2.1. La caractérisation du système de données comptables (SDC) : Le degré de complexité

Dans cette étude, nous allons nous référer à la mesure de Chapellier (1994), qui caractérise la complexité du SDC par trois dimensions. Il s'agira plus précisément d'apprécier le degré de détail, le

délai et la fréquence de production des données comptables en PME. Chacune de ces trois «sous-variables» recevra une note sur 20. Le score global de complexité sera de fait sur 60.

Le SDC des PME observé sera donc d'autant plus complexe que les données comptables disponibles dans l'entreprise seront détaillées, élaborées rapidement et fréquemment. Ces données couvrent à la fois la comptabilité générale (documents obligatoires, situations intermédiaires), le système de contrôle de gestion (outils de prévision, de suivi et d'analyse) (5) et l'analyse financière. Ceci devrait permettre l'obtention d'une typologie simple rendant compte des degrés inégaux de complexité des SDC des différentes PME de l'échantillon.

Les scores globaux de complexité font apparaître deux types de SDC :

- **Un SDC de complexité élevé** (il s'agit des dirigeants ayant des scores globaux de complexité égaux ou supérieurs à la moyenne).

- **Un SDC de complexité faible** (il s'agit des dirigeants ayant des scores globaux de complexité inférieurs à la moyenne).

2.2.2. La caractérisation du degré d'utilisation des données comptables par les dirigeants de PME

Plusieurs auteurs ont pu identifier certaines mesures de l'utilisation des données comptables

(4) Selon le répertoire national des entreprises du 31/12/2005 publié par l'Institut National des Statistiques et les statistiques fournies par l'Agence de Promotion de l'industrie en 2005.

(5) Ce sont les outils de gestion les plus utilisés dans les PME. Ils ont été recensés par Rowe, Fernandez et Picory (1994), «Diversité, cohérence et pertinence des outils de gestion : Le cas des PME de l'île de France», Actes de la 39^{ème} conférence mondiale des PME.

par les chefs de PME (*Reix 1984, Schaffer 1990, Chapellier 1994*).

Pour notre étude, la mesure d'utilisation sera abordée sous l'angle du degré d'utilisation apprécié par la fréquence, la durée moyenne hebdomadaire et l'intensité d'utilisation des données comptables. Chacune de ces «sous-variables» recevra une note sur 20, et comme la variable «complexité du SDC», la variable «degré d'utilisation» se verra de fait attribuer un score global sur 60.

- La fréquence d'utilisation est évaluée à l'aide de 6 items, en demandant au dirigeant d'indiquer à quelle fréquence il utilise les données comptables. Les modalités proposées sont : toutes les semaines / tous les mois / tous les trimestres / tous les semestres / tous les ans / jamais.

- La durée moyenne d'utilisation hebdomadaire est mesurée de la même façon que la fréquence. En fait, on va demander au dirigeant d'indiquer le temps hebdomadaire moyen qu'il consacre à l'utilisation des données comptables. Les modalités proposées sont : aucune / moins d'une heure / de 1 à 3 heures / de 3 à 5 heures / plus de 5 heures.

- L'intensité d'utilisation des données comptables par les dirigeants des PME est appréciée à l'aide d'une échelle de 10 items comprenant cinq choix de réponses numérotés de 1 à 5 (1 correspond à une utilisation nulle des données comptables dans la situation proposée). Chacun des 10 items correspond à une situation d'utilisation potentielle des données comptables

par les dirigeants de PME (prendre des décisions du type fixation des prix de vente, des marges, etc., connaître les dettes fournisseurs et les créances clients, choisir de maintenir une activité, de l'abandonner ou de la sous-traiter, choisir un mode de financement, connaître l'évolution des performances de l'entreprise, etc.).

Les scores globaux d'utilisation font apparaître les types d'utilisation des données comptables suivants :

- **Un degré d'utilisation élevé** des données comptables par le dirigeant (il s'agit des dirigeants ayant des scores globaux d'utilisation égaux ou supérieurs à la moyenne).

- **Un degré d'utilisation faible** des données comptables par le dirigeant (il s'agit des dirigeants ayant des scores globaux d'utilisation inférieurs à la moyenne).

2.3. L'opérationnalisation de l'implication de l'expert-comptable

Nous avons résumé l'intervention de l'expert-comptable dans cinq principaux domaines :

- **La comptabilité financière** (enregistrement des opérations comptables, établissement des états financiers annuels et des situations intermédiaires, etc.), l'audit et le contrôle interne (évaluation des procédures de contrôle interne).

- **La fiscalité** (établissement des déclarations fiscales, des dossiers d'exonération, la représentation de l'entreprise en cas de contentieux, etc.).

- **Le contrôle de gestion** (calcul des coûts, élaboration des budgets, mise en place des tableaux de bord, etc.) et l'analyse financière (élaboration du tableau de financement, calcul des ratios de gestion, conseil financier, etc.).

- **L'organisation et le système d'information** (élaboration de l'organigramme, définition des fonctions, conseil sur le recrutement du personnel, choix des logiciels, audit des installations, etc.).

- **Les missions juridiques et sociales** (accomplissement des formalités juridiques lors de la création de l'entreprise, étude et négociation des différents contrats, conseil en matière de sécurité sociale, établissement des déclarations de cotisations sociales, etc.).

L'implication de cet acteur est appréciée par chaque dirigeant d'entreprise à l'aide d'une échelle comprenant 5 choix de réponses numérotés de 1 à 5 (1 correspond à une implication nulle et 5 correspond à une implication très importante).

Dans un premier temps, nous avons procédé à une étude séparée de l'implication de l'expert-comptable dans chacun des 5 domaines potentiels d'implication. Chaque domaine recevra un score moyen noté sur 5. Cette étude permettra de qualifier l'intensité de l'implication par domaine d'intervention.

Dans un second temps, nous avons calculé le score moyen global qui est égal à la moyenne des scores des différents domaines d'intervention. Cette étude aboutira à l'identification de deux types d'implication :

- **Type 1** : Une implication importante ou moyenne : cette classe regroupe les dirigeants de l'échantillon ayant un score global égal ou supérieur à la moyenne. Il s'agit d'entreprises dans lesquelles l'expert-comptable est impliqué de manière importante ou moyenne.

- **Type 2** : Une implication faible ou très faible : cette classe regroupe les dirigeants de l'échantillon ayant un score global inférieur à la moyenne. Il s'agit d'entreprises dans lesquelles l'expert-comptable est peu, voire même très peu impliqué.

3. Les résultats de recherche

Avant de tester notre hypothèse de recherche, nous avons étudié l'intervention de l'expert comptable au sein des entreprises étudiées. En effet, pour la plupart des entreprises (67%), l'implication de l'expert-comptable est importante. Toutefois, les statistiques élémentaires sur chacun des cinq domaines d'intervention mettent en évidence une intensité globalement moyenne. Celui-ci ne semble être en effet sollicité qu'en matière de tenue de comptabilité, d'audit (81%) et de fiscalité (76%). En revanche, l'expert-comptable n'intervient que rarement en matière de contrôle de gestion, d'analyse financière (contrôle budgétaire, mise en place de tableaux de bord, calcul des ratios de gestion, etc.) (44%) et de conseil juridique et social (42%) et très rarement en matière d'organisation et de gestion des ressources humaines (recrutement, rémunération, etc.).

Ainsi, l'idée selon laquelle la mission de l'expert-comptable en PME doit aller au-delà de la

simple production des documents obligatoires (comptables et fiscaux) semble unanimement admise tant par les experts-comptables que par les dirigeants eux-mêmes. Il apparaît de même que les missions de conseil en gestion des experts-comptables auprès des PME restent à ce jour peu développées.

Notre objectif consiste à vérifier l'existence de liens significatifs entre l'implication du comptable externe et les pratiques comptables de gestion des dirigeants de PME. De point de vue complexité du SDC, les croisements entre les types d'implication de l'expert-comptable et les types de complexité du SDC montrent que l'intervention de l'expert-comptable influence positivement le degré de complexité du SDC.

	Complexité élevée	Complexité faible
Implication importante ou moyenne	58,62	41,38
Implication faible ou très faible	35,71	64,29

Tableau 1 : Types de complexité associés aux différents types d'implication de l'expert-comptable

Ces croisements montrent que les dirigeants assistés d'expert-comptables très ou moyennement impliqués disposent le plus souvent des données comptables diverses, détaillées et élaborées rapidement, tandis que ceux assistés d'expert-comptables peu impliqués possèdent des SDC jugés rudimentaires.

Par ailleurs, une analyse de la relation entre le type d'implication et certains types de techniques comptables nous amène à tirer deux principales conclusions :

- D'une part, une minorité des dirigeants assistés d'un expert-comptable impliqué dispose des données de gestion prévisionnelle et budgétaire (30%) et de tableau de bord (39%). Ceci peut être justifié soit par la présence d'un comptable salarié compétent qui élabore ces données lorsqu'un besoin se manifeste, soit par un désintéret du dirigeant vis-à-vis de certaines données (notamment les tableaux de bord).

- D'autre part, la majorité des dirigeants élabore des données de comptabilité générale (notamment les états financiers annuels), des systèmes de calcul de coûts et des données d'analyse financière, et ce, quel que soit le degré d'implication de leur expert-comptable.

Ce résultat peut paraître évident quand on sait que presque systématiquement les experts-comptables fournissent à chacun de leurs clients, conjointement aux données obligatoires, un dossier de gestion (6) comprenant le plus souvent le tableau des soldes intermédiaires de gestion, le tableau de financement, quelques ratios permettant de juger la rentabilité ou encore quelques ratios d'analyse du risque tel que le délai de rotation des stocks, des créances clients, des dettes fournisseurs, etc.

Ainsi, l'hypothèse (H_A) émise sur la relation entre l'implication de l'expert-comptable et le degré de complexité du SDC est vérifiée.

De point de vue utilisation, l'examen des croisements entre les types d'implication

(6) Article 26 paragraphe E du code des devoirs professionnels de l'Ordre des Experts-comptables de Tunisie.

d'expert-comptables et les types d'utilisation des données comptables montrent également que les dirigeants disposant d'un expert-comptable fortement impliqué ont un degré d'utilisation de données comptables élevé. En effet, seuls 7% des dirigeants disposant d'un expert-comptable fortement impliqué ont un degré d'utilisation faible.

	Utilisation importante	Utilisation faible
Implication importante ou moyenne	89,66	10,34
Implication faible ou très faible	42,86	57,14

Tableau 2 : Types d'utilisation associés aux différents types d'implication de l'expert-comptable

Par conséquent, l'hypothèse (H_0) émise sur la relation entre l'implication de l'expert-comptable et le degré d'utilisation des données comptables est également vérifiée.

En définitive, **la présence d'un expert-comptable au sein des PME se combine fréquemment avec des pratiques comptables fortes, c'est-à-dire un SDC de complexité élevée et/ou des données comptables d'utilisation élevée.** Ainsi, notre hypothèse de recherche (H) est globalement vérifiée.

4. Interprétations des résultats

La vision d'un système de données comptables rudimentaire ne correspond pas à la réalité des PME observées. En effet, les résultats de notre recherche nous permettent de conclure qu'une minorité des PME comptent sur un SDC peu développé. Ce constat n'est pas étrange

face aux changements de l'environnement des entreprises, notamment la complexification du monde des affaires et l'accessibilité accrue à la puissance informatique ; d'ailleurs, une proportion aussi importante de PME (67%) déclare avoir les moyens informatiques et les logiciels nécessaires pour l'élaboration des données comptables de gestion.

Cependant, l'existence d'un SDC de complexité et/ou d'utilisation élevée(s) n'est pas liée exclusivement à la présence d'un expert-comptable fortement impliqué. L'analyse des relations entre les pratiques comptables et l'implication des experts-comptables nous permettent d'avancer que ces derniers sont presque systématiquement sollicités dans les PME en matière comptable et fiscale ; leurs interventions demeurent dans l'ensemble limitées en matière de gestion, d'organisation, de système d'information et des missions juridiques. Seule une minorité de dirigeants fait significativement et régulièrement appel à l'expert-comptable pour ces missions.

Il semble donc que les missions traditionnelles dominent et que l'activité de conseil reste peu développée. Ceci peut être expliqué soit par l'existence au sein de l'entreprise d'un service de contrôle de gestion compétent qui se charge de l'élaboration des documents de gestion nécessaires pour la prise de décision (gestion des coûts, budgets, tableaux de bord, etc.), soit par le fait que l'expert-comptable a délimité, dans la lettre de mission, ses champs d'intervention suite à des problèmes pouvant être liés à la capacité des collaborateurs au sein des cabinets,

la disponibilité de l'expert-comptable, les coûts des prestations, etc.

Ainsi, le volume des informations qu'il doit apporter au dirigeant sera réduit.

Toutefois, dans les cas où ce professionnel externe est fortement impliqué, il influence le comportement du dirigeant face aux données comptables de gestion de point de vue disponibilité et/ou utilisation de ces données. Autrement dit, lorsque l'expert-comptable est consulté en matière de comptabilité, de fiscalité ou de gestion, il fournit au dirigeant des données diversifiées mais également utiles pour la gestion de son entreprise. Par conséquent, les rapports entre l'expert-comptable et le dirigeant évoluent en fonction des besoins de ce dernier et/ou du développement de son organisation.

5. Limites de la recherche

Notre étude n'est pas dépourvue de certaines limites. Nous avons évoqué précédemment le rôle que peut jouer le comptable salarié dans la PME. Ce dernier est considéré comme un acteur important, sinon essentiel, pour expliquer l'état des pratiques comptables en PME : il peut influencer non seulement les degrés de production et d'utilisation des données comptables, mais également l'étendue de l'intervention de l'expert-comptable dans la PME (*Dupuy, 1990 ; Chapellier, 1994 ; Lavigne et St-pierre, 2002*).

Une autre limite peut être liée à la mesure de l'implication de l'expert-comptable. En effet,

certaines caractéristiques du profil de ce dernier ont été ignorées ; il s'agit notamment de certaines données d'ordre sociologique et professionnel, tels que l'âge, la formation, l'expérience professionnelle, etc, ou d'autres variables telles que les technologies d'information et de communication (TIC) au sein du cabinet de l'expert-comptable. Ces dernières peuvent, sous certaines conditions, être porteuses d'un nouveau schéma relationnel entre l'expert-comptable et le dirigeant de PME permettant une évolution des pratiques susceptibles de répondre aux insatisfactions précédemment rencontrées. Internet, par exemple, pourrait profondément modifier la façon de fonctionner des cabinets dans les années à venir. Il pourrait, selon Chapellier (2004), engendrer des gains de temps substantiels sur la réalisation des tâches techniques, permettre une accessibilité et une réactivité accrues et favoriser ainsi la réalisation de certains services que les experts-comptables souhaitaient réaliser sans que cela ne soit possible. Ainsi, les habitudes de consommation de l'information comptable dans les PME pourraient s'en trouver bouleversées. Une dernière limite concerne la taille de l'échantillon : un échantillon de 43 entreprises peut être considéré comme limité.

Des recherches complémentaires sont donc nécessaires pour poursuivre l'étude de l'effet des autres variables et pour vérifier la validité des hypothèses fondée sur un échantillon plus large.

Bibliographie

- BAJAN-BANASZAK, L., 1993, «L'expert-comptable : et le conseil en gestion en PME», *Revue Française de Comptabilité*, n° 249, octobre, pp. 95-101.
- BAUMGARTNER, G., 1989, «Expert-comptable, expert-conseil, nouvelle image ou nouveau mirage», *Economie et Comptabilité*, n° 167, juin, pp. 24-30.
- CHAPELLIER, P., 1994, *Comptabilités et systèmes d'information du dirigeant de PME : essai d'observation et d'interprétation des pratiques*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Montpellier 2.
- CHAPELLIER, P., 1996-a, «Les conseils de l'expert-comptable aux PME : une enquête», *Revue Française de Comptabilité*, n° 282, octobre, pp. 69-78.
- CHAPELLIER, P., 1996-b, «Données comptables de gestion et système d'information du dirigeant de PME», *Revue du Système d'Information et Management*, n° 2, vol 1, pp. 23-45.
- CHAPELLIER, P., 2004, «Internet pour une relation de qualité entre l'expert-comptable et le dirigeant de PE», *Papier de recherche CREGO*, IAE, Université de Montpellier 2.
- CARSWELL, A., GUZ, T., et FRANCIS, J., 2000, «The demand of NAS from auditors», *Occasional paper*, University of Tasmania, Australie.
- CODE DES DEVOIRS PROFESSIONNELS DE L'ORDRE DES EXPERTS-COMPTABLES DE TUNISIE, (approuvé par arrêté du ministre des finances du 26/07/1991).
- DABBECH, A., 1999, *Le marché d'audit tunisien et les facteurs d'influence : une analyse empirique*, Mémoire de DEA en comptabilité, ISACE, Tunis.
- DUPUY, Y., 1987, «Vers de nouveaux systèmes d'information pour le chef de PE ? (Quelques difficultés de dépassement de l'information comptable)», *Papier de recherche CREGO*, IAE, Université de Montpellier 2.
- DUPUY, Y., 1990, «Le comptable, la comptabilité et la conception des systèmes d'information», *Revue Française de Comptabilité*, n° 215, septembre, pp. 75-81.
- FALLERY, B., 1983, «Un système d'information pour les PME», *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, n° 46, pp. 70-76.
- FIRTH, M., 1997, «The provision non-audit services by accounting firms to their audit clients», *Contemporary Accounting Research*, vol. 14, n° 2, pp. 1-21.
- GRENIER, C., 1990, «La profession comptable et les systèmes d'information», *Economie et Comptabilité*, n° 117, juin.
- HOLMES, S., et NICHOLLS, D., 1989, «Modelling the accounting information requirements of small business», *Accounting and Business Research*, vol 19, n° 74, spring, pp. 143-150.
- HOUGHTON, K. A., et IKIN, C. C., 2001, «Auditor provided non-audit services : modelling fees and willingness to buy», *Working paper*, University of Melbourne, Parkville, Australie, décembre.
- LAVIGNE, B., 2002, «Contribution à l'étude de la genèse des systèmes d'information comptable des PME : une recherche empirique», *23^{ème} congrès de l' AFC*, Toulouse, mai.
- LAVIGNE, B., et ST-PIERRE, J., 2002, «Association entre le système d'information comptable des PME et leur performance financière», *6^{ème} congrès international francophone sur la PME*, Montréal, octobre.
- MARZET, V., 1991, *Contribution de l'expert-comptable à l'accélération de la production des états financiers de la PME, mémoire d'expertise comptable*.
- NGONGANG, D., 2005, «Pratiques comptables, système d'information et performance des PME camerounaises», *Direction et Gestion*, n° 216, pp. 59-70.
- OGER, B., 1986, «Les apports de la micro-informatique à la gestion comptable de la PE», *Revue Française de Comptabilité*, n° 165, février.
- PETTIGREW, D., PERREAULT, J., et CHÉBAT, J., 1996, «Le processus de choix d'un cabinet d'expert-comptable par les dirigeants des PME : un premier constat», *Actes du 13^{ème} congrès international francophone sur la PME*, Québec.
- SPITZ, J., C., 2003, «L'expert-comptable dans la petite entreprise», *La lettre de l'observatoire consulaire des entreprises en difficulté*, n° 22, juillet, pp. 17-20.

CONSIGNES AUX AUTEURS

PRÉSENTATION DES ARTICLES :

Les projets d'articles doivent être soumis à l'adresse **e-mail : recherche@larcf.com en format word.**

Une première page de couverture doit contenir le titre de l'article, le ou les nom(s) de(s) auteur(s), ses (leurs) coordonnées (qualité, institution, adresse, e-mail). Dans le cas où il y a plus d'un auteur, le nom et les coordonnées de la personne à contacter doivent être indiqués. La deuxième page doit comporter le titre, et un résumé ne dépassant pas **100 mots**. L'article ne doit pas dépasser les 30 pages de format standard (références et annexes comprises) et doit être présenté en interligne de 1,5 sur un seul côté de la feuille. Police recommandée : Times New Roman 12. Les tableaux, figures et graphiques doivent être numérotés et présentés dans le corps du texte ou en annexe. Les références bibliographiques doivent être classées dans l'ordre alphabétique et rédigées selon les modèles suivants :

Article : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre article », *titre revue*, volume, numéro, page début-page fin. (par ex. pp. 1-3).

Ouvrage : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre », Editeur, lieu d'édition.

Un engagement individuel sur l'intégrité et l'honnêteté scientifiques doit accompagner l'article.

Engagement d'intégrité

« J'atteste (Nom et prénom) que ce travail proposé pour publication à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » intitulé « », est personnel et original et que j'ai indiqué en bas de page chaque source utilisée.
Je déclare, en conséquence, en assumer l'entière responsabilité.»

Date.....

Nom et Prénom

Signature

Tout article adressé à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » est soumis au comité de lecture et est lu par au moins deux membres, sans indication du nom de l'auteur. L'article est alors accepté, refusé ou accepté sous réserve de modifications. En cas d'acceptation définitive de l'article, un format définitif de la version acceptée sera proposé à (aux) l'auteur(s).

RAPPORT D'ACTIVITÉ

La coordination a reçu, jusqu'à fin 2008, 14 propositions d'articles. Les travaux d'évaluation effectués par des professeurs membres du comité scientifique ont abouti à la sélection de quatre articles publiés dans le présent numéro.

Le coordinateur de la Revue

ISSN : 1737 - 8656



Admirez la Tunisie