HAL
open science

Quels sont les effets de la pression exercée par les analystes financiers ? Le cas Carrefour

Yves Mard, Alain Schatt

To cite this version:

Yves Mard, Alain Schatt. Quels sont les effets de la pression exercée par les analystes financiers ? Le cas Carrefour. Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, May 2010, Nice, France. pp.CD-ROM. hal-00484242

HAL Id: hal-00484242

https://hal.science/hal-00484242v1

Submitted on 18 May 2010

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

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

Quels sont les effets de la pression exercée par les analystes financiers ? Le cas Carrefour

Yves MARD

Université d'Auvergne

yves.mard@u-clermont1.fr

Alain SCHATT

Université de Bourgogne

alain.schatt@u-bourgogne.fr

Résumé.

L'étude du remplacement du dirigeant emblématique de l'entreprise Carrefour, au début de l'année 2005, permet d'illustrer le rôle disciplinaire joué par les analystes financiers, ainsi que les effets pervers résultant de la pression exercée par ces derniers sur la qualité des états financiers. En effet, il apparaît que l'ancien dirigeant a géré les résultats à la hausse au cours des deux années précédentes, pour éviter d'annoncer une « mauvaise surprise » (un bénéfice de l'exercice inférieur aux bénéfices prévus par les analystes), alors que le nouveau dirigeant a eu tendance à « nettoyer » les comptes dès sa prise de fonction.

Mots clés.

Analystes financiers – Alerte au résultat – Remplacement des dirigeant – Gestion des résultats – *Big Four*.

Keywords.

Financial analysts – Profit warning – Earnings management – CEO turnover – Big Four.

Les analystes financiers aident les investisseurs à gérer leur portefeuille, en annonçant des prévisions de bénéfices (en hausse, stables ou en baisse) et des recommandations (d'achat, de conservation ou de vente de titres)[1]. Les mauvaises nouvelles (baisse des bénéfices prévus et recommandations de vente) semblent particulièrement importantes pour les investisseurs, à en juger par la chute du cours en bourse des sociétés qui peut en résulter (Womack, 1996 ; Alphonse et al., 2009), au même titre que les mauvaises surprises (bénéfice divulgué par les entreprises inférieur au bénéfice prévu par les analystes), qui peuvent avoir des conséquences négatives sur la carrière des dirigeants (Farrell et Whidbee, 2004). De fait, les analystes exercent donc une pression sur les dirigeants d'entreprises, en évaluant les stratégies poursuivies et les performances associées. Dans ce contexte, la question se pose de savoir comment cette pression affecte le comportement des dirigeants.

Dans l'abondante littérature consacrée aux analystes financiers, deux stratégies managériales relatives à la réduction du risque d'annonce d'une mauvaise surprise ont notamment été étudiées (Mard et Schatt, 2009)[2]. Il semblerait, d'une part, que les dirigeants veillent à orienter les prévisions des analystes, en fournissant des informations sur les bénéfices probables (Matsumoto, 2002). D'autre part, les dirigeants seraient tentés de gérer les bénéfices (Degeorge et al., 1999 ; Burgstahler et Eames, 2003 et 2006). Le cas General Electric, cité par Jensen (2004), illustre parfaitement une telle situation :

« *Out of 48 quarters from 12/31/89 to 9/30/01, GE met analysts' forecasts exactly in all but 7 quarters. In those 7 quarters it beat the estimates by 1 cent four times, by 2 cents once, and missed the estimates twice (once by 1 cent and once by 2 cents). What is the chance that could happen if earnings were not being 'managed'?*" (p. 551).

Si les analystes financiers jouent un rôle important outre-Atlantique, il est intéressant de comprendre s'ils exercent une pression similaire dans d'autres pays, notamment en Europe ou en Asie. Ce travail tente d'apporter quelques éléments de réponse à cette question en analysant le remplacement du dirigeant emblématique du groupe français Carrefour, en début d'année 2005. Il permet d'apprécier la pression exercée par les analystes financiers, tant sur la

[1] Alphonse et al. (2009) rappellent que les analystes ne représentent pas une catégorie homogène. Il faut distinguer les analystes « buy side », qui sont employés principalement par les sociétés de gestion d'actifs (fonds de pension, etc.), des analystes « sell side ». qui travaillent pour des établissements financiers. Les révisions de bénéfices et les recommandations sont la partie la plus visible de ces derniers.

[2] Plus récemment, la pression exercée par les analystes sur la politique d'investissement et de financement des entreprises a également été étudiée (Michenaud, 2007 ; Doukas, 2008).

décision de remplacement du dirigeant que sur la gestion des résultats antérieure et postérieure à ce remplacement. Cet article enrichit la littérature de deux principales manières.

Premièrement, dans le courant du *Law & Finance*, développé par La Porta et al., (1997, 1998), la France est généralement considérée comme un pays où les actionnaires sont faiblement protégés par la loi, relativement à des pays tels que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. Cela a notamment pour conséquence une gestion des résultats plus importante et, donc, une moindre qualité de l'information financière (Leuz et al., 2003). Dans ce contexte, la question se pose de savoir quels mécanismes de gouvernance de substitution incitent les dirigeants à produire des informations de meilleure qualité et à agir dans l'intérêt de leurs actionnaires. A ce titre, les analystes financiers méritent une attention particulière.

Deuxièmement, cette étude met en évidence l'existence de deux stratégies comptables diamétralement opposées pour répondre à la pression exercée par les analystes. Il apparaît en effet que l'ancien dirigeant a eu tendance à gérer les bénéfices à la hausse, pour éviter d'afficher des mauvaises surprises, alors que le nouveau dirigeant semble avoir géré les bénéfices à la baisse, lors de sa prise de fonction, de façon à constituer un « stock de bénéfices futurs ». Par ailleurs, nous montrons également que les auditeurs externes, qui constituent un mécanisme disciplinaire spécifique en matière de production d'information comptable, ne peuvent pas limiter la gestion des résultats. Ils ne jouent qu'un rôle limité, parce que les dirigeants respectent les normes comptables, mais cherchent à profiter des « failles » du système comptable, ce qui ne justifie aucunement une certification avec réserves ou un refus de certification de la part des auditeurs.

Cet article est structuré de la façon suivante. Dans la première section, nous présentons le groupe Carrefour et l'évolution de sa situation financière au cours des dix années précédant le remplacement du dirigeant intervenu en février 2005. La seconde section est consacrée à la pression exercée par les analystes financiers, à travers l'analyse détaillée des recommandations et des prévisions de bénéfices au cours des années qui ont précédé le remplacement du dirigeant. Dans la troisième section, nous mettons en évidence les choix comptables opérés par l'ancien dirigeant et le nouveau dirigeant de l'entreprise, à l'aide de la méthode des *accruals* discrétionnaires. Les modalités de gestion de résultat par les dirigeants et le rôle des auditeurs sont discutés dans une quatrième section. Enfin, une dernière section synthétise les principaux résultats et conclut.

1. Présentation du groupe Carrefour

1.1. La stratégie et la direction du groupe

Le groupe Carrefour est le premier distributeur européen et deuxième mondial. Il s'agit surtout du « *plus international de tous les groupes de distribution alimentaire. (-) Carrefour associe hypermarchés, supermarchés, magasins de proximité et de maxidiscompte pour apporter au client la plus grande liberté de choix, avec l'assurance, quel que soit le format, de trouver le meilleur rapport qualité/prix* ». Après avoir conforté sa position de *leader* national en 1999, avec l'acquisition du groupe français Promodès, « *Carrefour poursuit une stratégie de croissance de plus en plus tournée vers l'international. Ainsi en 2004, 80 % des nouveaux points de ventes sont créées hors de France* » (Rapport annuel, 2004, p. 20-21). Ce groupe de 430 695 personnes peut se féliciter de réaliser environ 50% du CA hors de France.

Les 868 hypermarchés ouverts dans le monde jouent un rôle clé, puisqu'ils représentent 57,7% du chiffre d'affaires total en 2004. Ces magasins présentent au client « *en un seul lieu, une offre diversifiée, organisée et compétitive en produits alimentaires et non alimentaires (-) et de services. La liberté de choix offerte au client (80 000 références en moyenne) sur une surface de 5 000 à 20 000 m² (-) font de l'hypermarché un lieu dédié à l'achat plaisir* » (Rapport annuel, 2004, p. 20).

Cette stratégie de croissance internationale a été mise en œuvre par Daniel Bernard, qui possède une expérience significative dans la distribution, *et qui a « rejoint Carrefour en 1992 en tant que Président du Directoire. Depuis 1998, il est Président et Directeur Général du Groupe* » (Rapport annuel, 2003, p. 4).

Fin 2003, le conseil d'administration, chargé de veiller aux intérêts des actionnaires comprend « *11 membres, dont 2 désignés parmi les candidats proposés par le Groupe Halley, 1 parmi les candidats proposés par le Groupe March, 2 parmi les candidats proposés par Monsieur Daniel Bernard parmi les dirigeants de la société et 5 parmi des personnalités extérieures indépendantes* » (Rapport annuel 2004, p. 16). Au sein de ce conseil d'administration, deux comités spécialisés ont été créés : un comité d'audit, composé de quatre membres (dont 2 membres indépendants), et un comité des rémunérations, des nominations et de la gouvernance d'entreprise, également composé de quatre membres (dont 2 membres indépendants).

Il est intéressant de noter que la composition de ce conseil ne reflète pas véritablement la structure de propriété du groupe, puisque 80 % des actions sont détenues par le public (fin 2004), 12,5 % des actions sont détenues par le groupe familial Halley et 3,37% par la famille March. Avec respectivement 19,63 % et 5,47 % des droits de vote, ces deux actionnaires de référence détiennent des droits de vote supérieurs au nombre d'actions et jouent un rôle clé dans le contrôle du PDG comme l'atteste la décision de remplacement annoncée en début d'année 2005.

« *Le PDG de Carrefour devrait présenter aujourd'hui sa démission à l'occasion d'un conseil d'administration exceptionnel du groupe, convoqué aujourd'hui à 11 heures. Normalement prévu pour se réunir le 9 mars, afin d'entériner les comptes de l'exercice 2004 publiés le lendemain, le conseil doit examiner une proposition de Luc Vandevelde, représentant de la famille Halley (-), visant à soumettre à la prochaine assemblée générale du groupe, le 20 avril, un changement des structures managériales du numéro deux mondial de la distribution* » (Les Echos du 03 février 2005, p. 30). Au menu de cette réunion exceptionnelle : « *la transformation des organes de direction en conseil de surveillance et directoire. Un tandem va donc remplacer le PDG, Daniel Bernard, qui était de plus en plus contesté pour sa gestion. (-) Après douze ans à la tête du groupe, le PDG s'en va sur les médiocres performances des hypers en France* » (Les Echos du 03 février 2005, p. 1)

En effet, « *ces 'usines à vendre', de plus de 10.000 mètres carrés, [qui] ont fait la gloire des enseignes françaises, avant de se faire attaquer par les 'category killers' d'un côté, ces chaînes de magasins spécialisées très performantes, et de l'autre, par les 'hard discounters', ces supermarchés à l'offre alimentaire réduite et à bas prix* », constituaient véritablement le « *talon d'Achille de Daniel Bernard* ». (Les Echos du 04 février 2005, p. 24).

1.2. Evolution de la situation financière

Le remplacement de ce dirigeant emblématique peut sembler surprenant, dans la mesure où l'acquisition de Promodès et la stratégie de croissance internationale se sont avérées globalement bénéfiques, sur le long terme, pour les actionnaires du groupe. En effet, à partir des informations fournies dans le tableau 1, qui retracent l'évolution de la situation financière de Carrefour sur longue période, il est possible de tirer les principaux enseignements suivants.

Premièrement, l'activité du groupe a progressé considérablement (Cadre A). Le chiffre d'affaires, qui s'établissait à environ 20 milliards d'euros en 1994, se situe à plus de 73,7 milliards en 2004. Par ailleurs, les effectifs ont été multipliés par 4 au cours de cette période.

Deuxièmement, les actifs gérés ont également fortement augmenté, traduisant la politique de croissance soutenue du groupe (Cadre B). Celle-ci a principalement été financée par dettes, à en juger par l'évolution des ratios d'endettement (Equity/Debt et Equity/Assets).

Troisièmement, la situation des actionnaires est plutôt satisfaisante (Cadre C). L'EBITDA et le résultat net ont progressé significativement, puisqu'ils sont cinq fois plus importants en 2004 qu'en 1994. A l'exception des années 1999 et 2000 (acquisition de Promodès), le ROE excède 15 % au cours de la période, ce qui est très satisfaisant pour une entreprise évoluant dans un secteur jugé assez peu risqué. L'augmentation sensible de ce ratio au cours des années 2000 s'explique par l'accroissement de l'effet de levier, qui a joué favorablement, mais également parce que la hausse du ROA. Enfin, il faut noter que les dividendes ont augmenté continuellement au cours de la période.

Au final, il apparaît donc qu'au cours des dix années précédant le remplacement du dirigeant, la situation financière du groupe était relativement satisfaisante. Dans ce cas, comment peut-on expliquer le changement de dirigeant intervenu en début d'année 2005 ? L'explication avancée dans la suite de cet article est relative à la pression exercée par les analystes financiers. En effet, les attentes de ces derniers n'ont pas pu être comblées par Daniel Bernard, ce qui avait d'ailleurs conduit « *le 13 octobre 2004, à lancer un double avertissement sur les résultats et le chiffre d'affaires, quelques semaines après avoir pourtant indiqué au marché que les hypermarchés regagnaient du terrain sur les concurrents. Cette nouvelle désillusion avait entamé une bonne fois pour toute la confiance des investisseurs envers Daniel Bernard. La plupart des fonds d'investissement américains se seraient d'ailleurs, dit-on, retirés du capital de Carrefour* » (Les Echos du 03 février 2005, p. 30). Cette pression peut notamment être appréhendée à travers l'évolution des recommandations et des prévisions de bénéfices des analystes.

Tableau 1.
Evolution de la situation financière du groupe Carrefour

	Avant le remplacement du dirigeant											Après le remplacement			
Period	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cadre A.															
Revenue	20779	22046	23615	25805	27409	37364	64802	69486	68729	70486	73707	74049	77923	83296	88225
yoy growth	-	*6,1%*	*7,1%*	*9,3%*	*6,2%*	*36,3%*	*73,4%*	*7,2%*	*-1,1%*	*2,6%*	*4,6%*	*0,5%*	*5,2%*	*6,9%*	*5,9%*
Number of Employees	90300	100800	103600	123437	144142	272160	330247	382821	396662	419040	430695	440479	456295	490042	495287
yoy growth	-	11,6%	2,8%	19,1%	16,8%	88,8%	21,3%	15,9%	3,6%	5,6%	2,8%	2,3%	3,6%	7,4%	1,1%
Cadre B.															
Total Assets	9010	9855	11639	13253	17383	33751	44031	43470	38924	39063	42126	46250	47533	51932	52082
Total Debt	2075	2207	2830	3599	6953	14572	20339	19776	16926	16374	9972	10523	10006	11523	12215
Total Equity	1968	2353	2904	3315	4101	6645	7975	7377	6163	6559	6948	8385	9486	10663	10161
Equity/Debt	94,8%	106,6%	102,6%	92,1%	59,0%	45,6%	39,2%	37,3%	36,4%	40,1%	69,7%	79,7%	94,8%	92,5%	83,2%
Equity/Assets	21,8%	23,9%	25,0%	25,0%	23,6%	19,7%	18,1%	17,0%	15,8%	16,8%	16,5%	18,1%	20,0%	20,5%	19,5%
Cadre C.															
EBITDA	953	1213	1279	1525	1824	2617	4413	4547	4593	4817	4690	4627	4838	5035	4620
% margin	4,6%	5,5%	5,4%	5,9%	6,7%	7,0%	6,8%	6,5%	6,7%	6,8%	6,4%	6,2%	6,2%	6,0%	5,2%
Net Income	324	539	476	546	647	755	1066	1266	1374	1629	1677	1798	1856	1869	1256
% margin	1,6%	2,4%	2,0%	2,1%	2,4%	2,0%	1,6%	1,8%	2,0%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,2%	1,4%
yoy growth	-	23,13	21,88	15,37	7,58	9,76	11,11	12	14,29	15,63	27,03	6,38	3	4,85	0
Return on equity (ROE)	16,5%	22,9%	16,4%	16,5%	15,8%	11,4%	13,4%	17,2%	22,3%	24,8%	24,1%	21,4%	19,6%	17,5%	12,4%
Return on assets (ROA)	10,6%	12,3%	11,0%	11,5%	10,5%	7,8%	10,0%	10,5%	11,8%	12,3%	11,1%	10,0%	10,2%	9,7%	8,9%
Dividends per Share	0,22	0,27	0,33	0,38	0,41	0,45	0,5	0,56	0,64	0,74	0,94	1	1,03	1,08	1,08
yoy growth	-	23,13	21,88	15,37	7,58	9,76	11,11	12	14,29	15,63	27,03	6,38	3	4,85	0

Source : Finfinfo

2. La pression exercée par les analystes financiers

2.1. Les recommandations des analystes

Pour comprendre le rôle joué par les analystes financiers dans le remplacement de Daniel Bernard, il est nécessaire d'analyser, dans un premier temps, leurs recommandations. Le tableau 2 présente la répartition temporelle des 539 recommandations relatives à l'action Carrefour, figurant dans la base de données IBES pour la période 1997-2007 (soit sept ans avant 2004 et trois années après 2004). On remarque que quatre recommandations sont faites en moyenne par mois, sachant que certains mois et certaines années, les analystes se sont montrés plus actifs que d'autres.

Il est particulièrement intéressant de noter que l'activité des analystes a été intense en septembre et octobre 2004, soit peu de temps avant le remplacement de Daniel Bernard, avec respectivement 15 et 13 recommandations. Ces 28 recommandations représentent plus de 5% de toutes les recommandations recensées sur la période analysée (132 mois). Les analystes financiers ont émis un minimum de 10 recommandations seulement à trois autres reprises : deux fois en 2000 (avril 2000 ; et novembre 2002) et une fois en septembre 2002.

Tableau 2.
Répartition temporelle des recommandations du titre Carrefour (1997-2007)

	Avant le remplacement								Après				
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOTAL	%
Janvier	0	6	2	6	6	5	9	4	8	4	8	58	10,8%
Février	2	2	5	6	8	2	4	3	6	4	5	47	8,7%
Mars	0	5	6	4	4	8	9	4	8	0	7	55	10,2%
Avril	3	3	7	10	5	3	4	9	1	6	7	58	10,8%
Mai	1	6	5	2	0	3	0	2	1	1	0	21	3,9%
Juin	2	1	5	3	4	4	5	2	4	5	1	36	6,7%
Juillet	2	5	3	3	5	9	4	3	2	4	7	47	8,7%
Août	4	2	6	3	4	9	4	2	0	1	3	38	7,1%
Septembre	6	6	8	5	3	12	3	**15**	2	3	4	67	12,4%
Octobre	3	0	2	1	4	4	2	**13**	4	2	1	36	6,7%
Novembre	4	6	2	10	2	5	2	5	5	1	2	44	8,2%
Décembre	4	5	4	6	2	2	3	0	3	2	1	32	5,9%
TOTAL	31	47	55	59	47	66	49	62	44	33	46	539	100,0%
%	5,8%	8,7%	10,2%	10,9%	8,7%	12,2%	9,1%	11,5%	8,2%	6,1%	8,5%	100,0%	

Cette activité anormalement dense des analystes, à la fin de l'année 2004, a notamment consisté dans l'émission de recommandations négatives. Les résultats du tableau 3 montrent que la valeur moyenne des recommandations était inférieure à 3 en fin d'année 2004, ce qui constitue la valeur la plus faible de la période, sachant qu'une valeur de 5 signifie que les analystes recommandent fortement l'achat des actions ; 4, l'achat ; 3, la conservation des titres ; 2, la vente des titres ; 1, la forte recommandation à la vente des actions.

Ainsi, au cours du mois d'octobre 2004, pendant lequel Daniel Bernard a lancé une alerte sur les résultats, sur un total de 13 recommandations, les analystes ont formulé sept recommandations de vente, cinq recommandations à la conservation des titres et une seule recommandation à l'achat. Ces résultats sont d'autant plus intéressants que les recommandations sont probablement biaisées « positivement », dans la mesure où elles incluent également celles des analystes affiliés à des banques d'affaires, réputés pour être favorables aux sociétés suivies (Dubois et Dumontier, 2006). Cette activité des analystes permet d'expliquer la baisse significative des cours en bourse de l'action Carrefour à partir du mois de septembre 2004 (annexe 1). En l'espace de deux mois, le titre a chuté d'environ 15%, alors que l'indice CAC40 progressait.

Tableau 3.
Description des recommandations du titre Carrefour (1997-2007)

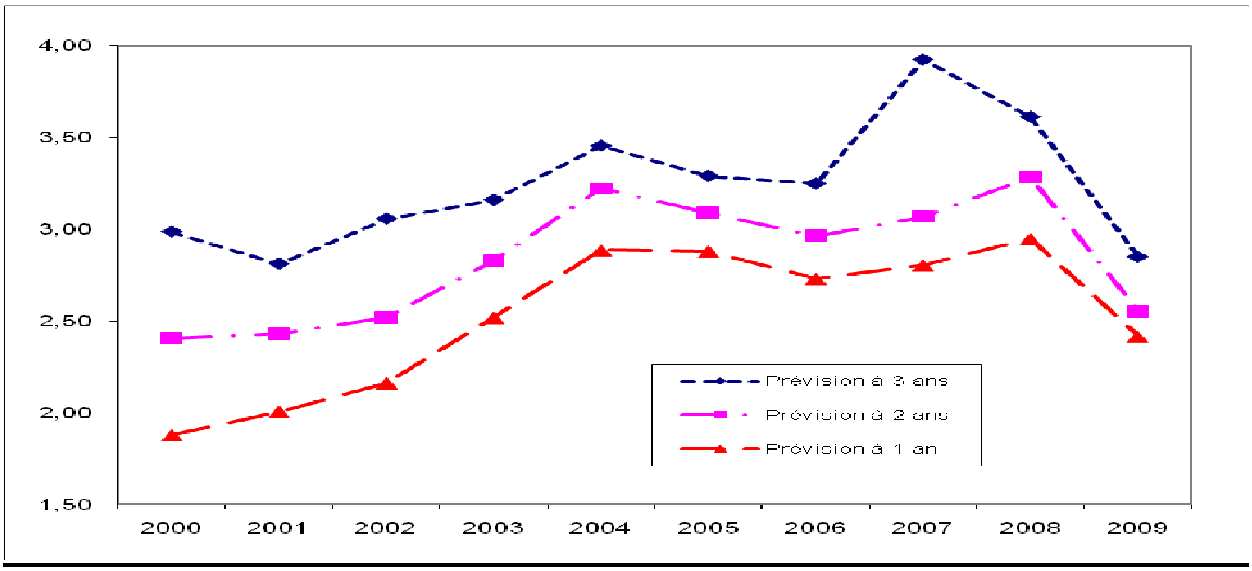
	Nombre	Médiane	Moyenne
1997	31	4	3,68
1998	47	4	3,81
1999	55	4	3,84
2000	59	3	3,36
2001	47	3	3,13
2002	66	3	3,21
2003	49	3	3,22
2004	62	3	2,97
2005	44	3	3,36
2006	34	3	3,12
2007	45	3	3,51
TOTAL	539	3	3,37

2.2. Les prévisions de bénéfices des analystes

L'étude des prévisions de bénéfices permet également d'apprécier le rôle joué par les analystes dans le remplacement de Daniel Bernard, parce qu'elle souligne les espoirs suscités par le groupe Carrefour. La figure 1 présente les prévisions de résultat par action effectuées par les analystes à différents horizons (un, deux et trois ans) sur la période [2000, 2008][3]. Ces informations proviennent de la base de données Factset.

Il apparaît clairement que des prévisions de croissance des bénéfices (à 1 an, 2 ans et 3 ans) ont été faites entre 2000 et 2003. A l'exception de celles effectuées en 2001, les prévisions à 3 ans sont systématiquement supérieures à 3 euros par action. Cette première observation met en évidence la permanence et l'ampleur des attentes des analystes envers le groupe Carrefour, sachant que le bénéfice réel a toujours été inférieur à 3 euros. En revanche, au cours de l'année 2004, les analystes deviennent plus pessimistes sur les bénéfices futurs du groupe, à en juger par la baisse des bénéfices prévus, sur tous les horizons (1, 2 et 3 ans). Bien évidemment, ces révisions à la baisse des prévisions résultent de l'avertissement sur les résultats et sont fortement corrélées aux recommandations négatives formulées par les analystes en 2004.

Figure 1.
Évolution des prévisions de résultat des analystes selon l'horizon de prévision



[3] Pour chaque année, les prévisions du mois d'avril sont présentées. Par exemple, en avril 2004, la prévision porte sur le résultat 2004, qui sera annoncé en mars 2005.

Le tableau 4 reprend l'évolution des révisions de prévisions du résultat par action 2004 faites par les analystes financiers au cours des mois précédant le départ de Daniel Bernard. Plus précisément, le tableau reprend, pour chaque mois de la période, le nombre de révisions, le pourcentage de révisions positives, et la révision moyenne (variation du bénéfice par action moyen prévu au cours du mois).

Il apparaît notamment que le mois d'octobre est atypique. En effet, le nombre de recommandations (31) est plus important que d'habitude. A titre d'exemple, au cours des 12 mois précédents, les analystes ont émis en moyenne 18 révisions par mois. Ces révisions présentent une caractéristique particulière : elles sont très négatives. En effet, seulement 6% des révisions sont positives, contre 50% en moyenne au cours de l'année précédente, et la révision moyenne des bénéfices est de -3,60%, ce qui est très en-dessous des 0,14% constatées entre octobre 2003 et septembre 2004.

Tableau 4.
Révisions de bénéfices au cours des mois précédant le changement de dirigeant

	Nombre de révisions	**% de révisions positives**	**Révision moyenne**
oct-03	22	91%	0,10%
nov-03	5	80%	0,10%
déc-03	10	40%	-0,40%
janv-04	20	20%	0,20%
févr-04	20	25%	0,00%
mars-04	27	81%	0,60%
avr-04	29	48%	0,50%
mai-04	19	37%	0,10%
juin-04	9	44%	0,20%
juil-04	18	44%	-0,20%
août-04	18	39%	-0,40%
sept-04	16	50%	0,90%
oct-04	**31**	**6%**	**-3,60%**
nov-04	31	10%	-0,60%
déc-04	10	20%	-0,70%
janv-05	14	43%	-0,90%
févr-05	12	50%	0,60%
Période octobre 2003-septembre 2004			
Moyenne	18	50%	0,14%
Médiane	19	44%	0,10%

Le fait que l'avertissement sur les résultats du 13 octobre 2004 ait déclenché une avalanche de révisions à la baisse des prévisions du bénéfice, et de recommandations négatives, peut paraître surprenant. Cela signifie-t-il que la transparence n'est pas récompensée ? Dans un article récent, Tucker (2007) a constaté que tel n'est pas le cas aux Etats-Unis, remettant ainsi en cause l'hypothèse validée préalablement par Kasznick et Lev (1995), selon laquelle les investisseurs vendent leurs titres et, par conséquent, font chuter la valeur des entreprises ayant lancé un avertissement sur les résultats. En fait, c'est l'existence des mauvaises nouvelles qui se « cache » fréquemment derrière l'avertissement sur les résultats qui est pénalisée par le marché. Dans le cas présent, l'incapacité durable des hypermarchés français à regagner des parts de marchés est la véritable cause de l'insatisfaction des analystes financiers.

A ce stade, la question se pose de savoir pourquoi Daniel Bernard n'a pas tenté, à l'instar de nombreux autres dirigeants, de gérer les bénéfices pour répondre aux attentes des analystes financiers, plutôt que de lancer une alerte sur les résultats quelques semaines avant la clôture annuelle des comptes ?

3. La gestion des résultats autour du changement de dirigeant

3.1. La mesure de gestion des résultats

Pour apprécier la gestion des résultats, nous avons utilisé la méthode, désormais classique, des *accruals* discrétionnaires. Ceux-ci sont calculés à partir des *accruals* totaux, qui regroupent les éléments calculés et décalés du résultat, et qui correspondent à la différence entre le résultat net et les flux de trésorerie d'exploitation (cash-flow) :

Accruals totaux = Résultat net - Flux de trésorerie d'exploitation.

Le montant total des *accruals* de la firme i pour l'année t (ATi,t) a été normalisé à travers le rapport ATNi,t = ATi,t / Ai,t-1, où Ai,t-1 est le montant total de l'actif de la firme i pour l'année t-1. Pour extraire les *accruals* discrétionnaires, le modèle développé s'inspire de ceux de Jones (1991), de Dechow (1994) et de Teoh et al. (1998). Cependant, les amortissements ont été éliminés des *accruals* totaux car leur manipulation apparaît difficile (Beneish, 1998) et leur taux est très variable d'un secteur à l'autre. Les *accruals* retenus comprennent donc essentiellement la variation du besoin en fonds de roulement et la variation des provisions d'exploitation.

Le modèle de base d'estimation des *accruals* d'une entreprise i pour l'année t est le suivant :

$$ATSAi,t / Ai,t-1 = \alpha_1 + \alpha_2 \Delta CAi,t /Ai,t-1 + \varepsilon i,t$$

où :

ATSAi,t est le montant total des *accruals* totaux (hors dotations aux amortissements) de la firme i pour l'année t ;
Ai,t-1 est le montant total de l'actif net de la firme i en fin d'année t-1 ;
ΔCAi,t est égal à la différence entre le chiffre d'affaires de l'année t et le chiffre d'affaires de l'année t-1 pour la firme i ;
α_1 et α_2 sont des paramètres à estimer ;
εi,t est le terme d'erreur de la régression.

Le terme d'erreur correspond donc à une estimation des *accruals* discrétionnaires de l'entreprise i pour l'année t, normalisés par l'actif. Il correspond en effet aux *accruals* non expliqués par l'activité « normale » de l'entreprise, comme ceux nécessaires à la variation du besoin en fonds de roulement ou aux dotations aux provisions.

Les coefficients α_1 et α_2 ont été estimés à partir d'un échantillon de contrôle, constitué des entreprises non financières appartenant à l'indice SBF 250 sur la période de référence 2002-2004. Le nombre total d'observations est égal à 508, soit 180 entreprises sur 3 ans, auquel on ôte les données manquantes (20) et extrêmes (12).

3.2. L'analyse de la gestion des résultats

Il faut noter que les comptes de l'exercice 2004 ont été établis par le nouveau dirigeant, José-Luis Duran, bien que le remplacement de Daniel Bernard soit intervenu début février 2005. Les informations fournies dans le tableau 5 permettent de tirer les deux principaux enseignements suivants sur la gestion des résultats antérieure et postérieure au remplacement du PDG de Carrefour.

Premièrement, au cours de la période 2001-2003, les *accruals* discrétionnaires étaient positifs, et s'élevaient respectivement à 0,75%, 1,75% et 0,17% de l'actif total, ce qui indique que Daniel Bernard a cherché à eu tendance à gonfler les résultats pour atteindre les prévisions des analystes. Cette observation va dans le sens des recherches qui constatent des *accruals* élevés durant les exercices précédant un changement de dirigeant, tant à l'étranger (Reitenga et

Tearney, 2003 ; Guan et al., 2005) que dans le cas français (Mard et Marsat, 2008). La gestion des résultats est cependant plus forte en 2002 qu'en 2001 et 2003, probablement en raison de plus grandes difficultés commerciales (le flux de trésorerie est plus faible) liées à une mauvaise conjoncture.

Tableau 5.
Evolution des accruals entre 2001 et 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Résultat net	3,27%	3,54%	4,46%	3,86%	4,52%	5,26%	5,22%
Flux trésorerie d'exploitation	8,04%	6,62%	9,65%	11,0%	8,90%	7,74%	8,14%
Accruals totaux	-4,77%	-3,08%	-5,18%	-7,15%	-4,38%	-2,48%	-2,92%
Accruals discrétionnaires	0,75%	1,75%	0,17%	-1,77%	-0,79%	1,08%	0,58%

Note : tous les chiffres sont exprimés en % de l'actif total

Deuxièmement, les comptes de 2004 et 2005, établis par le nouveau dirigeant, présentent des évolutions opposées. Lors de sa prise de fonction, José-Luis Duran, l'ancien directeur financier du groupe, a géré les comptes à la baisse, de façon significative puisque les *accruals* discrétionnaires représentent 1,77% de l'actif total. De plus, il a récidivé en 2005, puisque ces *accruals* sont également négatifs (-0,79%). En revanche, au cours des deux années suivantes, les bénéfices semblent être gérés à la hausse, puisque les *accruals* discrétionnaires s'élèvent respectivement à 1,08 % et 0,58% de l'actif.

Ces évolutions, qui traduisent certaines restructurations effectuées en 2004 et 2005, illustrent également une volonté de nettoyer les comptes. Un tel phénomène a déjà été mis en évidence dans la littérature sur les changements de dirigeants, à de nombreuses reprises, notamment par Wells (2002) en Australie, et par Pourciau (1993) aux États-Unis. En effet, lors de son arrivée, un nouveau dirigeant peut être tenté d'enregistrer certaines charges « exceptionnelles » afin d'en faire porter la responsabilité à son prédécesseur.

La volonté de partir sur des « bases (financièrement) saines » est relativement explicite dans les propos mesurés de José-Luis Duran, lors de l'annonce des résultats du premier semestre 2005 : « *En raison de l'environnement économique, nous restons prudents. Bien que nous soyons satisfaits des premiers progrès réalisés à date, il reste encore beaucoup à faire* ».

4. Les modalités de gestion de résultats et le rôle des auditeurs externes

4.1. Les modalités de gestion de résultat

Pour mieux apprécier l'existence d'une politique de gestion des résultats à la baisse en 2004 et en 2005, nous avons étudié plus précisément ses modalités. L'analyse montre qu'un fait marquant est le montant des pertes exceptionnelles (275 millions d'euros) en 2004, liées en partie au coût des restructurations en Amérique du Sud et en Espagne (83 millions d'euros), et à une moins-value latente au Japon (90 millions d'euros).

Par ailleurs, le rapport des commissaires aux comptes relatif à l'exercice 2004, rédigé en mars 2005, attire l'attention sur « la non présentation d'informations chiffrées relatives à l'incidence du passage aux normes IFRS telles qu'adoptées dans l'Union Européenne ». Cette insuffisance sera comblée avec la publication, le 24 août 2005, d'un document présentant l'incidence du passage aux normes IFRS sur les états financiers de l'exercice 2004. Le tableau 6, qui en est extrait, montre que le passage en normes IFRS dès 2004, à l'instar d'autres grands groupes français, aurait obligé José-Luis Duran à afficher un résultat supérieur d'environ 250 millions d'euros.

Tableau 6.
Extrait du rapprochement entre le résultat net 2004
en normes françaises et en normes IFRS (en millions d'euros)

Résultat net total selon les normes françaises	**1509,2**
Arrêt de l'amortissement du goodwill (IAS 3)	319,3
Avantages accordés au personnel (IAS 19)	(25,1)
Location financement (IAS 17)	(4,9)
Valorisation des stocks (IAS 2)	(60,1)
Stocks options (IFRS 2)	(19,9)
Intégration des sociétés financières (IAS 27)	45,2
Autres éléments	(18,9)
Résultat net total selon les normes IFRS	**1744,8**

La principale incidence des normes IFRS sur le résultat vient de la fin de l'amortissement du goodwill. Son impact sur le résultat aurait été de 320 millions d'euros en 2004, soit environ 20% du résultat net total du groupe Carrefour. En effet, dans le référentiel comptable international, conformément à la norme IFRS 3, les survaleurs ne sont plus amorties, mais elles font l'objet d'un test de dépréciation annuel. On peut noter qu'une dépréciation des survaleurs a été enregistrée dès 2004 : le groupe a appliqué de manière anticipée l'avis 04-15

du Conseil National de la Comptabilité relatif à la définition, la comptabilisation et l'évaluation des actifs. Cet avis concerne les actifs corporels et incorporels, principalement les survaleurs, dont les perspectives de rentabilité future ne permettent plus de recouvrer leur valeur nette comptable. En 2004, les amortissements exceptionnels (*impairment*) des survaleurs (*goodwill*) s'élèvent à environ 45 millions d'euros. Ajouté aux 52 millions d'euros d'amortissements exceptionnels d'immobilisations corporels (magasins et autres actifs), le nouveau PDG a donc constaté près de 100 millions de charges exceptionnelles supplémentaires.

4.2. Le rôle des auditeurs externes

L'existence d'*accruals,* particulièrement élevés certaines années (positifs en 2002 et négatifs en 2004), nous conduit à évoquer le rôle joué par les auditeurs, qui veillent à ce que les dirigeants respectent les normes et principes comptables et sont donc susceptible de limiter la gestion des résultats. Dans la littérature, les auditeurs jouent un rôle d'autant plus important qu'ils disposent des compétences étendues pour détecter d'éventuelles irrégularités comptables et qu'ils sont indépendants, pour être incités à révéler les irrégularités qu'ils auraient pu constater. Pour cette raison, il est généralement admis que la présence de *Big Four* est un signal sur la qualité de l'audit, en raison du stock de compétences dont ils disposent et de leur surface financière qui leur permet de résister aux pressions exercées par les dirigeants des entreprises auditées (DeAngelo, 1981 ; Dye, 1993).

En France, l'indépendance des auditeurs (commissaires aux comptes) est généralement considérée comme évidente, en raison des règles spécifiques adoptées par le législateur en 1966. Celles-ci ont trait à la présence des deux auditeurs pour chaque entreprise cotée qui publie des comptes consolidés, à la durée légale du mandat de 6 ans, et l'interdiction de facturer des honoraires de conseil aux sociétés auditées.

Les comptes de l'entreprise Carrefour ont été audités par deux *Big Four* : KPMG et Barbier Frinault (réseau Ernst & Young, et anciennement réseau Arthur Andersen) en 2002, puis KPMG et Deloitte Touche Tohmatsu à partir de 2003. Aucune réserve n'a été formulée dans les rapports d'audit de la période 2002-2005 ; les comptes consolidés sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation.

Pour les comptes consolidés de l'exercice 2002, les auditeurs apportent cependant une précision (p. 91) : « *Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur la mention de l'annexe qui expose un changement de méthode comptable lié à la première application du règlement CRC n° 2000-06 sur les passifs du 7 décembre 2000 et son absence de conséquences sur le compte de résultat et les capitaux propres à l'ouverture* ».

Dans le rapport 2003 (p. 103), les auditeurs apportent également une précision : « *nous portons à votre connaissance les éléments suivants. Comme indiqué dans la note 1 de l'annexe, les actifs corporels et incorporels, principalement les survaleurs, dont les perspectives de rentabilité future ne permettent plus de recouvrer leur valeur nette comptable font l'objet d'un amortissement exceptionnel, déterminé par comparaison de la valeur nette comptable de l'actif avec sa valeur d'utilité et sa valeur de marché. La valeur d'utilité est estimée par actualisation de flux de trésorerie futurs. Des tests de valorisation sont réalisés lorsqu'il existe des signes tangibles de perte de valeur. (-) sur la base des éléments disponibles à ce jour, nous avons apprécié les données et les hypothèses sur lesquelles se fondent ces tests de valorisation, en particulier les prévisions de flux de trésorerie établies par la société, examiné la documentation fournie, revu les calculs effectués par la société et la procédure d'approbation de ces estimations par la Direction. Nous avons procédé à l'appréciation du caractère raisonnable de ces estimations* ».

Dans le rapport 2004, une remarque est également formulée : « *les comptes consolidés ont été certifiés sans réserve avec une observation portant sur l'application de manière anticipée de l'avis 04-15 du Conseil National de la Comptabilité relatif à la définition, la comptabilisation et l'évaluation des actifs et une autre observation portant sur l'application de la recommandation du CNC 2003 R-01 qui a explicitement placé les médailles du travail dans le champs d'application du règlement 2000-06 sur les passifs* ».

Enfin, le rapport des auditeurs sur les comptes de l'exercice 2005 précise que les comptes établis selon le référentiel IFRS sont réguliers et sincères les auditeurs, mais ils ajoutent (p. 155) : « *Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur la note 1 des notes annexes sur les comptes consolidés qui expose un changement d'estimation sur la durée d'amortissement des constructions, la portant de 20 à 40 ans, de manière prospective à compter du 1er janvier 2005* ».

L'existence de ces remarques et l'absence de réserves de certification sont intéressantes. Elles peuvent prouver, premièrement, que les auditeurs ont exercé une réelle pression sur les deux dirigeants, qui n'ont pas géré les comptes. L'imperfection de la méthode d'estimation des *accruals* conduit à conclure de façon erronée à une gestion des résultats. Deuxièmement, il est également fort probable que la gestion des comptes par les dirigeants (reflété par exemple par les changements de méthodes comptables ou l'enregistrement d'amortissements exceptionnels) soit tout-à-fait légale. Elle ne justifie donc aucune réserve de la part des auditeurs. Autrement dit, les auditeurs ont veillé à ce que les règles comptables soient respectées, mais ils n'ont pas pu éviter que les dirigeants profitent des imperfections (des failles) du système comptable. Les observations formulées dans les rapports annuels fournissent des informations sur les zones de risque identifiées par les auditeurs.

4. Conclusion

Cet article avait pour objet d'analyser le rôle joué par les analystes financiers, en particulier les effets de la pression qu'ils exercent sur les dirigeants, en annonçant des recommandations et des prévisions de bénéfices. L'étude du remplacement de Daniel Bernard, dirigeant emblématique du groupe Carrefour, est riche d'enseignements.

D'une part, il semble que la pression exercée par les analystes a constitué, dans ce cas, un véritable mécanisme de discipline. En effet, le remplacement du dirigeant semble étroitement lié à l'activité des analystes à la fin de l'année 2004 : les très nombreuses recommandations négatives et les révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, qui ont traduit l'insatisfaction des analystes, avant et après l'annonce d'un avertissement sur les résultats, ont entraîné une défiance des investisseurs et une baisse significative des cours en bourse.

D'autre part, cette pression se révèle également perverse pour les investisseurs, dans la mesure où elle conduit les dirigeants à gérer les résultats, c'est-à-dire à divulguer des informations de moindre qualité, de façon à éviter l'annonce de mauvaises surprises. Nos résultats montrent que l'ancien dirigeant a eu tendance à gérer les résultats à la hausse pour atteindre les prévisions de croissance (à deux chiffres) des bénéfices formulées par les analystes, alors que le nouveau dirigeant à nettoyé les comptes au moment de sa prise de fonction, de façon à se constituer un « stock de bénéfices futurs ». Dans tous les cas, la présence d'auditeurs de renom ne permet pas d'éviter la gestion des résultats, parce qu'elle résulte essentiellement d'imperfections du système comptable, et ne peut donc pas être évitée.

Ces enseignements résultant d'un cas isolé mériteraient, bien évidemment, d'être généralisés. Nous encourageons les chercheurs à approfondir l'étude de la pression exercée par les analystes financiers en France, et dans d'autres pays européens, pour mieux apprécier leur utilité dans nos sociétés. Les résultats de certains travaux en-cours (Degeorge et al., 2005), ou de publications récentes (Yu, 2008), sont particulièrement encourageants.

Références

Alphonse P., Grandin P. et Levasseur M., 2009. Quelle utilité de l'analyse financière pour la gestion de portefeuille. *La Revue du Financier*, n° 177, p. 39-59.

Beneish M., 1998. Discussion of "Are accruals during initial public offerings opportunistic?" *Review of Accounting Studies,* vol. 3, n° 1/2, p. 209-221.

Burgstahler D. et Eames M., 2003. Earnings management to avoid losses and earnings decreases: Are analysts fooled? *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, n° 2, p. 253-294.

Burgstahler D. et Eames M., 2006, Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33, n° 5/6, p. 633–652.

DeAngelo L., 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics,* vol. 3, n° 3, p. 183-199.

Dechow P., 1994. Accounting earnings and cash-flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics,* vol. 18, n° 1, p. 3-42.

Degeorge F., Ding Y., Jeanjean T. et Stolowy H., 2005. Does Analyst Following Curb Earnings Management? International Evidence. *Working paper*.

Doukas J., Chansong K. et Pantzalis C., 2008, Do analysts influence corporate financing and investment? *Financial Management*, vol. 37, n° 2, p. 303-339.

Dubois M. et Dumontier P., 2006. Do conflicts of interest affect analysts' forecasts and recommendations? A survey. In *Conflicts of interest: Corporate governance and financial markets*, L. Thévenoez and R. Bashar ed., Kluwer Law International, p. 187-210.

Dye R.A., 1993. Auditing Standards, Legal Liability, and Auditor Wealth. *Journal of Political Economy,* vol. 101, n° 5, p. 887-914.

Farrell K. et Whidbee D., 2004. Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics,* vol. 36, n° 1/3, p. 165-196.

Guan L., Wright C.J. et Leikam S.L., 2005. Earnings management and forced CEO dismissal. *Advances in Accounting,* vol. 21, p. 61-81.

Jensen M.C., 2004, The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, *European Financial Management,* vol. 10, p. 549-565.

Jones J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research,* vol. 29, p. 193-228.

Kasznik R. et Lev B., 1995. To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review,* vol. 70, n° 1, p. 113–134.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131−1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. W., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113−1155.

Leuz C., Nanda D. et Wysocki P., 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, p. 505–527.

Mard Y. et Marsat S., 2008. Les stratégies comptables précédant un changement de dirigeant en France. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° 4, p. 111-136.

Mard Y. et Schatt A., 2009. Quelles sont les conséquences de la pression exercée par les analystes financiers sur les dirigeants ?, *La Revue du Financier*, n° 177, p. 28-38.

Matsumoto D.A., 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises, *The Accounting Review*, vol. 77, n° 3, p. 483-514.

Michenaud S., 2007, Corporate investment and analyst pressure. *Working paper* available at SSRN: http//ssrn.com/abstract=1071706.

Pourciau S., 1993, Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, p. 317-336.

Reitenga A. et Tearney M., 2003. Mandatory CEO retirements, discretionary accruals, and corporate governance mechanisms. *Journal of Accounting Auditing and Finance,* vol. 18, p. 255-279.

Teoh S., Welch I. et Wong T., 1998. Earnings management and the long run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance,* vol. 53, n° 6, p. 1935-1974.

Tucker J.W., 2007. Is Openness Penalized? Stock Returns around Earnings Warnings, *The Accounting Review*, vol. 82, n° 4, p. 1055-1087.

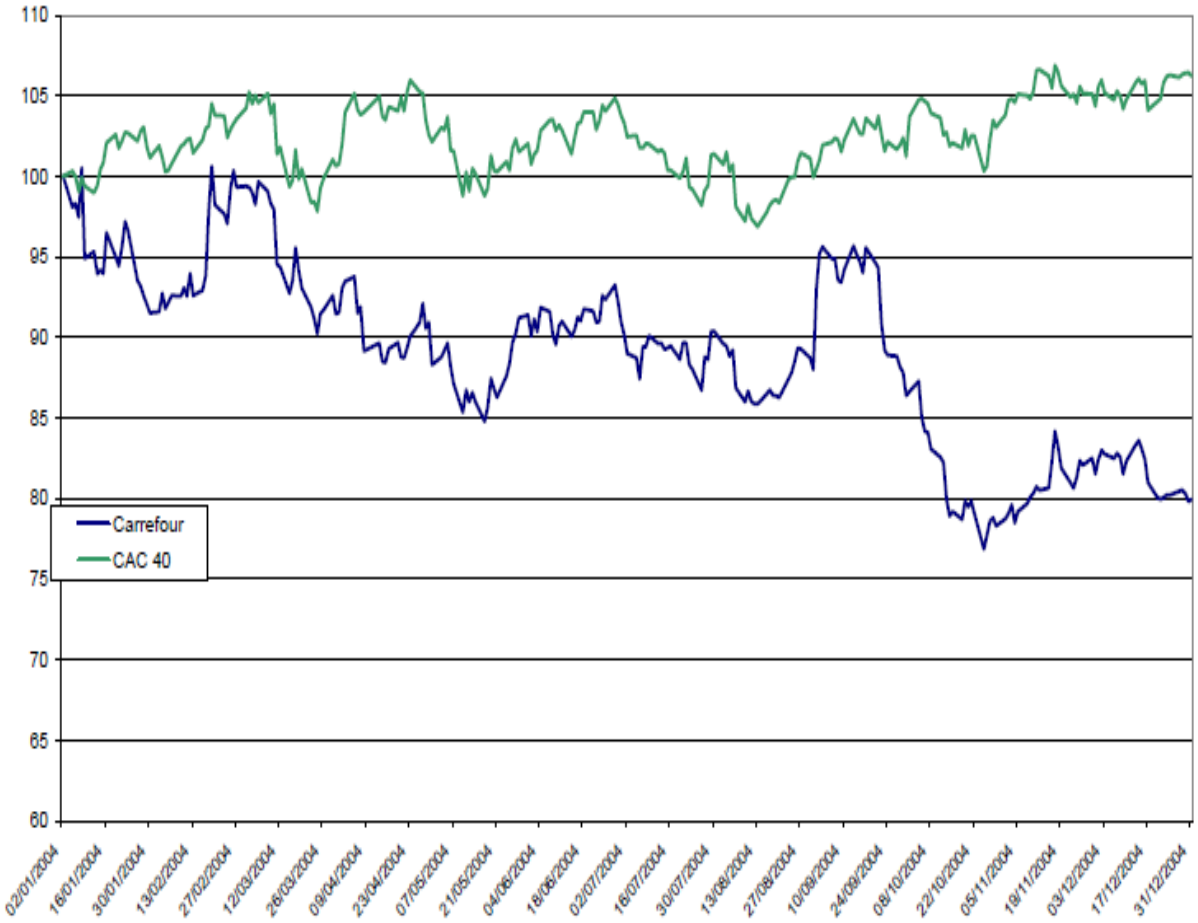
Wells P., 2002. Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting and Finance,* vol. 42, p. 169-193.

Womack K., 1996, Do brokerage analysts' recommendations have investment value?, *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, p. 137-168.

Yu F., 2008. Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics,* vol. 88, n° 2, p. 245-271.

Annexe 1.

Evolution du cours de l'action en 2004 comparé à l'indice CAC 40



Source : Rapport annuel 2004 de Carrefour (p. 19)