



HAL
open science

**UTILITE INFORMATIONNELLE DES RAPPORTS
ANNUELS: LES REACTIONS DU MARCHE
FRANCAIS / Informational utility of annuals reports:
the french market reactions**

Isabelle Martinez

► **To cite this version:**

Isabelle Martinez. UTILITE INFORMATIONNELLE DES RAPPORTS ANNUELS: LES REACTIONS DU MARCHE FRANCAIS / Informational utility of annuals reports: the french market reactions. Modèles d'organisation et modèles comptables, May 1995, France. pp.cd-rom. hal-00818568

HAL Id: hal-00818568

<https://hal.science/hal-00818568>

Submitted on 22 Sep 2014

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.

UTILITE INFORMATIONNELLE DES RAPPORTS ANNUELS : LES REACTIONS DU MARCHE FRANCAIS

**Informational utility of annuals reports :
the french market reactions**

par

Isabelle MARTINEZ

Ecole Supérieure de Gestion - Université Toulouse I

Mots-clefs : Publication des rapports annuels, Etude d'événement, Processus d'évaluation boursière, Informations comptables.

Key words : Publication of financial statements, Event study, Process of stock valuation, Accountancy informations.

Résumé : Cet article présente une étude sur les réactions du marché français lors de la publication des rapports annuels. La démarche méthodologique repose sur la technique des études d'événement et l'analyse porte sur un échantillon d'entreprises appartenant à trois secteurs d'activité différents (Distribution, Agro-alimentaire et Industrie de transformation). Les résultats mettent en évidence des rentabilités anormales cumulées sur les 5 jours qui entourent la date d'annonce des états financiers. Par ailleurs, ils indiquent qu'une hausse (baisse) anormale des rendements boursiers est associée à la publication d'informations favorables (défavorables).

Abstract : This paper introduces a study of the french market reactions associated with the release of the annual report. The method is the technique of event studies and the analysis uses a sample of firms belonging to three different industry fields (distribution, manufacturing and food processing). Results indicate cumulated abnormal returns on the five days around the announcement date of financial statements. Abnormal increase (respectively decrease) is due to a release of favourable (unfavourable) informations.

UTILITE INFORMATIONNELLE DES RAPPORTS ANNUELS : LES REACTIONS DU MARCHE FRANCAIS

par
Isabelle Martinez

Ecole Supérieure de Gestion - Université de Toulouse I¹

Depuis une vingtaine d'années, la communication financière a connu en France une avancée considérable. De nombreux facteurs externes à l'entreprise, parmi lesquels la montée en puissance des marchés financiers, sont à l'origine de ce développement. On constate en effet un engouement, de plus en plus prononcé, des opérateurs économiques et des investisseurs pour les marchés de capitaux. Dès lors plus ouverts et plus actifs, ces derniers sont devenus des "théâtres" à haut risque qui nécessitent, plus que jamais, la maîtrise d'une communication spécifique, destinée aux partenaires de l'entreprise: actionnaires, actuels et potentiels, publics internes, journalistes économiques, analystes financiers, décideurs, ... Ces acteurs ont besoin de disposer d'informations fiables, adaptées et constamment réactualisées. La communication comptable et financière des entreprises consiste donc à fournir ces informations.

Notre recherche s'intéresse au contenu informationnel du rapport annuel, instrument de base de la communication comptable et financière de l'entreprise. Elle étudie l'impact de l'annonce des états financiers sur le comportement boursier des titres concernés.

I - L'utilité informationnelle du résultat comptable

La recherche sur l'utilité des informations comptables en matière d'évaluation boursière est apparue aux Etats-Unis au début des années soixante dix. Elle s'est développée sous l'hypothèse suivante : les investisseurs déterminent leurs stratégies d'investissement sur la base des publications, annuelles ou trimestrielles, de

¹L'auteur tient à remercier B. Rouzières pour son aide au niveau des traitements informatiques et H. Penan (maître de conférences à l'ESUG) pour ses conseils

bénéfices. Ce courant de pensée s'inscrit dans la logique du "Financial Accounting Standard Board"² qui considère que le rôle essentiel de la comptabilité consiste à publier les bénéfices comptables afin d'aider les investisseurs à évaluer les performances des entreprises.

Une synthèse des travaux empiriques, réalisés sur le sujet, révèle plusieurs courants de pensée et de méthodes³. Dans le cadre de notre étude, nous nous intéressons plus particulièrement à l'analyse des rendements résiduels ou anormaux.

L'analyse résiduelle simple considère que l'annonce d'informations utiles à l'évaluation boursière se traduit par une activité plus importante du marché boursier. Cette méthode consiste à comparer, entre les périodes de publication et de non publication, la variance des rendements anormaux et le volume des transactions. Les études de ce type, parmi lesquelles, Beaver (1968), May (1971), Hagerman (1973), Grant (1980), Morse (1982), McNichols et Manegold (1983), concluent que les résultats comptables publiés ont un contenu informatif car leurs publications s'accompagnent d'une augmentation de la variance moyenne des rentabilités anormales et du volume des transactions.

L'analyse résiduelle cumulée étudie l'utilité des bénéfices comptables à travers le comportement anormal des rendements boursiers, observé lors de la publication des résultats. Elle repose sur la théorie des marchés financiers efficients, selon laquelle, un marché est dit efficient au sens semi-fort si les cours boursiers reflètent rapidement et correctement toute l'information publique mise à la disposition des investisseurs. Les recherches de ce type, dont notamment Ball et Brown (1968), Diamond (1969), Foster (1975 - 1977), Joy, Litzenberger et McEnally (1977), Krishnamurthi (1984), Le Thanh (1992), tendent à montrer que les bénéfices comptables sont utiles pour les investisseurs dès lors que les rendements boursiers augmentent ou diminuent anormalement lors des annonces favorables ou défavorables des résultats. De telles réactions indiquent que les intervenants sur le marché financier révisent leurs anticipations et modifient la composition des leurs portefeuilles lorsqu'ils prennent connaissance des résultats publiés. Cette méthode nécessite de définir un modèle d'anticipation des résultats comptables, car le type de nouvelle publiée (favorable ou défavorable) est déterminée par la différence entre le résultat annoncé et le résultat

² FASB (1978)

³ Voir Martinez (1994 a - b)

attendu par les investisseurs. Une différence positive traduit une information favorable et, inversement, une différence négative reflète une mauvaise nouvelle.

La méthode de comparaison des variances et des volumes de transactions apparaît plus simple à mettre en oeuvre que la technique des rendements résiduels cumulés. En effet, elle ne nécessite pas, d'une part, de connaître avec précision le moment où l'information est publiée et, d'autre part, de définir un modèle de prévision des bénéfices futurs. Toutefois, elle présente le défaut de ne pas reposer sur des bases théoriques solides. La théorie de l'efficience indique, en effet, un ajustement des cours lié à la publication d'une information, utile à l'évaluation boursière, mais ne signifie nullement une activité plus importante du marché au moment de l'annonce. De ce fait, bien que plus difficile à réaliser, la méthode des rendements résiduels cumulés constitue une démarche méthodologique plus rigoureuse que l'analyse résiduelle simple.

C'est pourquoi, notre recherche utilise la technique des rendements anormaux cumulés. Son objectif est de montrer que les rapports annuels ont un contenu informatif pour les investisseurs, en mettant en évidence une relation causale entre la variation des résultats comptables, sur une période donnée, et le comportement des cours boursiers des actions concernées.

II - L'étude des rendements anormaux cumulés

Notre problématique consiste à déterminer si la publication annuelle des états financiers influence les cours boursiers. Elle repose sur un système d'hypothèses adaptées à l'échantillon sélectionné, ce dernier étant composé de 32 entreprises cotées sur le marché français des actions.

II - 1 . La formulation des hypothèses

Notre étude est destinée à étudier, dans un cadre d'analyse relatif à celui de l'efficience informationnelle des marchés financiers (forme semi-forte), le comportement des actions lors de la publication des rapports annuels et à mettre en évidence des variations anormales de rendements boursiers, associées à cette annonce. Elle nous conduit ainsi à retenir les hypothèses suivantes :

H_0 : L'annonce des rapports annuels n'a aucune incidence sur les cours boursiers
 H_0^1 : il n'y a aucune rentabilité anormale moyenne sur la période de publication
 H_0^2 : il n'y a aucune rentabilité anormale cumulée sur la période de publication

H_1 : Les cours boursiers réagissent aux publications annuelles des états financiers
 H_1^1 : il existe au moins une rentabilité anormale moyenne statistiquement significative sur la période étudiée
 H_1^2 : il existe au moins une rentabilité anormale cumulée, statistiquement non nulle, durant la période de publication

II - 2 . L'échantillon d'entreprises et les données

L'échantillon est composé de 32 entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris (Réglement Mensuel). L'annexe 1 présente la liste des entreprises sélectionnées. Le choix de notre échantillon n'a pas été fait de manière aléatoire. La population des firmes retenues satisfait aux critères suivants :

- les entreprises sélectionnées sont françaises et ne concernent pas les organismes financiers. Ces derniers ainsi que les firmes étrangères ont été exclus en raison d'une normalisation comptable incompatible avec celle des entreprises industrielles et commerciales françaises;
- les entreprises publient régulièrement leurs états financiers depuis 1989;
- les entreprises appartiennent à trois secteurs d'activité différents : "Agro-alimentaire", "Distribution" et "Industrie de transformation";
- les actions sont cotées sur le marché à "Réglement Mensuel" depuis 1988.

Les données comptables et boursières utilisées proviennent, respectivement, de la base "DAFSA" et de la banque de données "Waldata". Nous avons retenu un pas hebdomadaire pour le calcul des taux de rentabilité (cours d'ouverture). Les taux de rentabilité du marché correspondent aux rendements de l'indice CAC 40.

II - 3 . La méthodologie

La méthodologie employée est celle utilisée classiquement dans les études d'événements (event studies). Cette technique, appelée analyse des rentabilités résiduelles (cumulées), imaginée par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) à propos de l'impact des distributions d'actions gratuites sur le cours des actions, permet d'étudier l'influence, sur

le marché boursier, d'un événement particulier. Reposant sur la théorie des marchés efficients, elle apprécie les conséquences d'un événement particulier au moyen des variations de prix qui surviennent dès la première annonce de cet événement. Toutefois, il est rare qu'une information arrive seule sur le marché et que sa date d'annonce soit connue avec précision et certitude. Dans ces conditions, la solution consiste à isoler les variations de cours associées à l'annonce de l'événement étudié, de celles liées à des facteurs totalement exogènes, à l'origine des mouvements de marché. La technique des rentabilités anormales ou résiduelles, répond à cette préoccupation. L'impact sur les cours est mesuré par la différence, appelée rendement anormal ou résiduel, entre les rendements observés et une norme. Cette norme représente le rendement du titre, dit rendement normal, que s'attendent à obtenir les investisseurs en l'absence d'événement.

Notre démarche méthodologique repose sur l'analyse résiduelle cumulée et est constituée des cinq étapes suivantes:

1. Identification des paramètres de l'étude (l'événement, la date d'annonce, les périodes d'événement et d'estimation).
2. Classement des entreprises sélectionnées en trois catégories selon qu'elles annoncent une information favorable, défavorable ou neutre.
3. Calcul des rendements résiduels à partir du modèle de marché.
4. Calcul des rendements résiduels moyens et cumulés.
5. Tests de signification.

Première étape : L'identification des paramètres de l'étude

Il est nécessaire d'identifier de manière précise l'événement que l'on souhaite analyser afin d'éviter d'en étudier plusieurs. Il est en effet relativement fréquent que deux événements soient annoncés simultanément. Le cas le plus courant concerne l'annonce des dividendes qui s'accompagne généralement de l'annonce des bénéfices. Il est alors très difficile de déterminer à quel événement sont dus les rendements anormaux. L'événement étudié est, dans le cadre de notre travail, la publication des rapports d'activité. Notre étude est pluriannuelle; elle porte sur les rapports annuels des exercices 1989 à 1993.

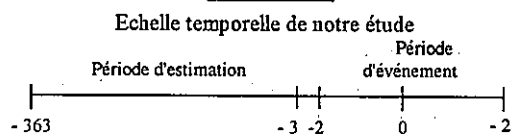
Après avoir identifié l'événement, il convient de connaître la date exacte à laquelle l'information paraît pour la première fois sur le marché. La réglementation française en matière de communication financière nous a permis de retenir la date d'Assemblée Générale Ordinaire comme date d'annonce des états financiers.

La méthodologie d'une étude d'événement consiste à définir une nouvelle échelle temporelle où:

- la date zéro correspond à la date d'annonce,
- la période de publication (fenêtre d'événement) est centrée autour de cette date 0 et est notée $[-t, +t]$,
- la période d'estimation est habituellement située avant la fenêtre d'événement, elle correspond à l'intervalle $[-t-n, -t-1]$.

La fenêtre d'événement permet d'analyser l'évolution des rendements anormaux autour de l'annonce publique de l'événement. La période d'estimation permet d'évaluer les paramètres du modèle de calcul des rendements attendus en l'absence d'événement. Les durées des périodes d'événement et d'estimation sont laissées au libre choix du chercheur. Dans notre étude, la période de publication débute 2 jours avant la date d'annonce des rapports annuels et se termine 2 jours après. Elle est notée $[-2, +2]$. La période d'estimation est fixée aux 360 jours qui précèdent la fenêtre, notée $[-363, -2]$. Le choix de cette dernière est influencé par les pratiques de la Commission des Opérations de Bourse qui calcule généralement ses estimateurs sur 18 mois. Le graphique 1 résume l'échelle temporelle de notre étude d'événement.

Graphique 1



Deuxième étape : Le classement des entreprises suivant le comportement de leurs résultats

Le résultat comptable constituant une des informations les plus importantes publiées dans les rapports annuels, nous mesurons le contenu informatif des états financiers par la différence entre la valeur publiée et la valeur anticipée du résultat comptable. Cette différence, appelée résultat ou bénéfice inattendu, mesure la valeur de l'information fournie par le bénéfice publié. En effet, selon la théorie économique de l'information, tout message qui provoque une modification des anticipations du destinataire véhicule un contenu informatif non nul. Le critère de résultat utilisé est le bénéfice par action (BPA). Nous calculons, pour chaque entreprise et chaque année, le

contenu informatif du BPA publié dans les comptes annuels à partir de la formule suivante:

$$IBPA_t = BPA_t - E(BPA_t) \quad (1)$$

avec $IBPA_t$ = BPA inattendu pour la période t

BPA_t = BPA publié pour la période t

$E(BPA_t)$ = BPA attendu pour la période t

La valeur anticipée du résultat comptable, notée $E(BPA_t)$, est déterminée, après avoir supposé que les bénéfices suivent un processus de marché aléatoire, sur la base d'un modèle naïf, soit :

$$E(BPA_t) = BPA_{t-1} \quad (2)$$

avec $E(BPA_t)$ = valeur attendue du BPA pour la période t

BPA_{t-1} = valeur réelle du PBA observée pour la période t - 1

Il s'agit ensuite de classer par secteur les firmes en trois échantillons en fonction de l'évolution de leurs bénéfices par action :

- l'échantillon 1 est composé des firmes qui ont publié des informations neutres (contenu informatif = 0): $BPA_t = BPA_{t-1}$

- l'échantillon 2 comprend les sociétés ayant annoncé des informations favorables (contenu informatif > 0): $BPA_t > BPA_{t-1}$

- l'échantillon 3 est formé des firmes dont les informations sont décevantes (contenu informatif < 0): $BPA_t < BPA_{t-1}$

Troisième étape : Le calcul des rendements anormaux

Les études d'événement ont pour objet d'observer la réaction du marché boursier associée à l'annonce de l'événement. L'impact sur les cours se mesure par une différence de rendement, appelé rendement anormal. Mais, la rentabilité d'un actif ne peut être considérée comme normale que relativement à une norme. Cette dernière correspond à la rentabilité du titre attendue par les investisseurs en l'absence d'événement et, est appelée

par opposition, rentabilité normale. Le choix d'une norme est à l'origine de nombreuses variantes méthodologiques⁴.

Pour le calcul des rendements normaux, nous utilisons le modèle de marché. Deux étapes sont alors réalisées:

1 - Sur la période d'estimation, on régresse les taux de rendement de l'actif *i* par rapport aux taux de rendement du portefeuille de marché afin d'estimer, par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO), les paramètres du modèle:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \forall t \in [-363, -3] \quad (3)$$

r_{it} = rendement de l'actif *i* pendant la période *t*,

r_{mt} = rendement du portefeuille de marché pendant la période *t*, mesuré par un indice général (dans notre étude, nous utilisons l'indice CAC 40),

α_i = ordonnée de la droite de régression, représentant la rentabilité de l'actif *i* en l'absence de rendement du marché,

β_i = pente de la droite, égale au coefficient de volatilité du rendement de l'actif *i* par rapport au rendement du marché,

ε_{it} = résidu de la régression (les termes d'erreur doivent être de moyenne nulle, de variance constante *t*, et non corrélés).

2 - sur la période d'événement, on calcule les rendements normaux:

$$E(r_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt} \quad \forall t \in [-2, +2] \quad (4)$$

$\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les estimateurs moindres carrés ordinaires déterminés dans la première étape.

Sur la période [-2, +2], les rentabilités anormales quotidiennes sont ensuite calculées, pour chacun des titres sélectionnés, par différence entre rentabilités observées lors de l'annonce des rapports annuels et rentabilités normales, évaluées précédemment :

$$RA_{it} = r_{it} - E(r_{it}) \quad \forall t \in [-2, +2] \quad (5)$$

RA_{it} = rentabilité anormale du titre *i* pendant la période *t*

⁴ Voir entre autres Brown et Warner (1980 - 1985) et Dickman, Philbrick et Stephan (1984)

r_{it} = rentabilité observée du titre i au cours de la période t
 $E(r_{it})$ = rentabilité normale, ou attendue, de l'actif i au cours de la période t.

Les taux de rendement observés sont définis de la manière suivante :

$$r_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (6)$$

P_{it} = prix de l'action i au cours de la période t
 P_{it-1} = prix de l'action i durant la période t-1
 D_{it} = dividende distribué à l'action i au cours de la période t

Le prix de l'action et le dividende distribué en t sont ajustés dans le cas d'une opération sur le capital survenue au cours de la période t. Si l'année de jouissance correspond à l'année de cotation, seul le cours boursier (P_{it}) est ajusté, sinon, à la fois le cours et le dividende (P_{it} et D_{it}) tiennent compte de la modification du capital.

Quatrième étape : Le calcul des rendements anormaux moyens et cumulés

La méthode des rendements résiduels cumulés consiste ensuite à calculer, pour les 9 échantillons constitués (3 échantillons par secteur), la moyenne des rendements anormaux individuels pour chaque jour t de la période d'événement [-2, +2]:

$$RAM_t = 1/n \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad \forall t \in [-2, +2] \quad (7)$$

n = nombre de titres de l'échantillon
 RAM_t = rentabilité anormale moyenne au cours de la période t
 RA_{it} = rentabilité anormale de l'action i au cours de la période t, déterminée à partir du modèle de marché.

Afin de suivre l'impact de l'événement étudié au cours du temps, les rentabilités moyennes ainsi obtenues sont ensuite cumulées sur tout ou partie de la période d'événement.

$$CAR_{x,y} = \sum_{t=x}^y RAM_t \quad \forall x, y \in [-2, +2] \quad (8)$$

$CAR_{x,y}$ = rendement anormal moyen cumulé sur la période allant de la date x à la date y.

Cinquième étape : Les tests statistiques

Les tests statistiques effectués dans la dernière étape d'une étude d'événement permettent de déterminer si les rentabilités anormales, moyennes et cumulées, sont statistiquement différentes de zéro. La méthodologie habituelle utilise un test paramétrique, le test de Student, qui nécessite de définir un certain nombre d'hypothèses quant aux distributions de probabilité des taux de rendement. On suppose en effet que les rentabilités anormales suivent une loi normale, sont indépendantes et identiquement distribuées dans le temps et par entreprise. Sous ces conditions, le test de Student permet de juger si les réactions du marché à la publication des rapports annuels sont statistiquement significatives. L'hypothèse nulle correspond à l'absence de réaction du marché boursier lors de l'annonce des états financiers. Elle revient ainsi à tester si aucune rentabilité anormale, moyenne ou cumulée, n'est statistiquement différente de zéro sur la période qui entoure la date de publication ($[-2, +2]$), soit :

$$H_0 = "RAM_t = 0"$$

$$H_1 = "RAM_t \neq 0"$$

$$H'_0 = "CAR_t = 0"$$

$$H'_1 = "CAR_t \neq 0"$$

avec RAM_t = rentabilité anormale moyenne pour la période t ($t \in [-2, +2]$)

CAR_t = rentabilité anormale cumulée au cours de la période t

Sous l'hypothèse H_0 , la statistique de Student, notée t_1 , est donnée par:

$$t_1 = RAM_t / [S / \sqrt{n}] \quad (9)$$

S représente l'écart-type estimé de la série des taux de rendements anormaux RA_{it} . La variance estimée est égale à:

$$VAR(RA_{it}) = 1/(n-1) \sum_{i=1}^n (RA_{it} - RAM_{it})^2 \quad (10)$$

Pour tester les rentabilités anormales cumulées, le t statistique est, sous l'hypothèse nulle H_0' , donné par:

$$t_2 = \text{CAR}_{x,y} / [S / \sqrt{n - (x + y - 1)}] \quad (11)$$

Sous ces définitions, t_1 et t_2 suivent une loi de Student, respectivement, à $n-1$ et $(n-k-1)$ degrés de liberté avec n = nombre de titres qui composent l'échantillon (9 échantillons) et $k = x + y - 1$ = nombre de jours au cours desquels les rendements anormaux moyens sont cumulés.

III - Les réactions des rendements boursiers sur le marché français des actions

Rappelons que notre étude consiste à mettre en évidence une relation causale entre le comportement des rendements boursiers et le type de nouvelle publiée dans les rapports annuels. Pour les trois secteurs d'activité retenus, nous avons regroupé les entreprises en trois échantillons selon qu'elles publient des informations neutres, favorables ou défavorables. Neuf portefeuilles ont été ainsi constitués sur la base du résultat comptable inattendu. Sur les 32 sociétés étudiées durant la période [1989 - 1993], nous avons dénombré le nombre suivant de cas :

Tableau 3-1 :
Nombre d'entreprises par échantillon

Secteur Echantillon*	Distribution	Agro-alimentaire	Industrie de transformation	Total
Echantillon 1	0	0	0	0
Echantillon 2	34	20	28	82
Echantillon 3	21	15	42	78
Total	55	35	70	160

* Echantillon 1 = informations neutres

Echantillon 2 = bonnes nouvelles

Echantillon 3 = mauvaises nouvelles

Dans la plupart des cas, les informations publiées dans les rapports annuels au sujet des résultats comptables sont des nouvelles favorables. Elles représentent 51,3 % du total des informations publiées au cours des 5 années étudiées, contre 48,7 % pour les

mauvaises nouvelles. Aucune des 32 entreprises sélectionnées ne publie, par ailleurs, des informations neutres. Le résultat comptable ne reste donc jamais constant d'une année sur l'autre.

Les entreprises de distribution publient en majorité des bonnes nouvelles, soit 41,7 % du total des informations de l'échantillon 2 contre, respectivement, 24,3 % et 34 % pour les entreprises agro-alimentaires et industrielles. Parallèlement, les mauvaises nouvelles apparaissent en majorité dans le secteur "industrie de transformation". Les firmes industrielles dont les publications sont défavorables représentent 53,8 % des informations publiées dans l'échantillon 3, contre 26,9 % et 19,3 % pour les sociétés appartenant respectivement aux secteurs "distribution" et "agro-alimentaire".

Une fois les différents portefeuilles constitués, notre démarche consiste à détecter une éventuelle réaction des cours boursiers lors de la publication des comptes, une telle réaction attestant que les investisseurs adaptent leurs anticipations lorsqu'ils prennent connaissance des résultats comptables. Selon le test de Student défini précédemment, les rapports annuels véhiculent, sur le marché financier, des informations utiles à l'évaluation boursière si leurs publications engendrent un rendement anormal moyen et/ou cumulé statistiquement significatif. Les hypothèses nulles (H_0 et H'_0), correspondant à l'absence d'information, sont rejetées au seuil de signification (α) de 5 % si les statistiques t_1 à n ddl et t_2 à $n-k-1$ ddl (équations 9 et 11) sont supérieures au t de Student, lu dans la table (n = nombre de titres de l'échantillon et k = nombre de jours pendant lesquels les rendements résiduels moyens sont cumulés).

Les 3 tableaux de l'annexe 2 présentent, pour chaque secteur d'activité retenu, les valeurs des rentabilités anormales moyennes et cumulées ainsi que les statistiques de Student correspondantes.

Quel que soit le secteur d'activité, les rentabilités anormales moyennes ne sont pas statistiquement significatives au seuil de 5 % pour les 5 jours qui entourent la date d'Assemblée Générale Ordinaire. L'hypothèse H_0 est donc acceptée avec 5 % d'erreur et signifie qu'il n'existe aucune rentabilité anormale moyenne sur la période de publication des comptes, $[-2, + 2]$. En revanche, on constate que dans pratiquement tous les cas, les rendements anormaux moyens cumulés sont statistiquement significatifs à 5 % sur les 5 jours qui entourent la date de publication. L'hypothèse H'_1 est donc acceptée au seuil de 5 % et indique que le marché financier français réagit aux publications des rapports

annuels car il existe au moins une rentabilité anormale cumulée, statistiquement non nulle, sur la période d'annonce des comptes, [-2, +2].

Pour compléter l'étude statistique des résidus, nous cherchons d'autre part à vérifier que la perception d'une bonne nouvelle par le marché financier français se traduit par une augmentation anormale des rendements boursiers, et inversement, qu'une mauvaise nouvelle provoque une réaction défavorable des cours. Les 3 graphiques de l'annexe 3 représentent pour les secteurs "Distribution", "Agro-alimentaire", "Industrie de transformation", l'évolution sur la période [-2, +2] des rendements anormaux moyens cumulés, associée à l'annonce d'une information favorable (échantillon 2) ou défavorable (échantillon 3).

Il apparaît ainsi que les publications de rapports annuels favorables sont accompagnées d'une hausse anormale des rendements boursiers. On constate en effet que, quel que soit le secteur d'activité étudié, les rentabilités anormales cumulées des firmes, ayant publié des bonnes nouvelles, augmentent à partir de la date zéro (date de publication des états financiers). Inversement, les mauvaises nouvelles semblent se traduire par une réaction défavorable du marché français des actions. Les rendements anormaux cumulés diminuent, en effet, un jour avant le date d'annonce des comptes. Il semble, par ailleurs, que l'effet informatif des bonnes nouvelles soit moins durable que l'impact des mauvaises nouvelles. En effet, l'augmentation des rendements cumulés, associée à une annonce favorable, ne s'observe que sur le jour de publication et le jour suivant. En revanche, la baisse des rendements cumulés liée à une mauvaise nouvelle ne semble pas se stabiliser après la publication.

Conclusion

Cette étude aboutit aux conclusions suivantes:

1. Les rapports annuels publiés par les entreprises françaises ont un contenu informatif significatif. Leurs publications engendrent, en effet, des rendements anormaux cumulés, statistiquement non nuls, sur les 5 jours qui entourent la date d'annonce (date d'Assemblée Générale Ordinaire).

2. Le marché français des actions réagit positivement (négativement) à la publication d'informations favorables (défavorables) au sujet des rapports annuels. En effet, une bonne nouvelle est associée à une hausse anormale des rendements boursiers et, inversement, une mauvaise nouvelle est accompagnée par une baisse du marché financier.

Cependant, ces conclusions appellent deux remarques importantes. Tout d'abord, la validation du modèle s'est opérée sur un nombre restreint de sociétés et de secteurs. Ensuite, l'analyse résume le contenu informatif des états financiers au seul résultat comptable (BPA). Or, il existe d'autres signaux publiés dans les rapports annuels, tels que le taux de distribution des bénéfices ou les ratios de rentabilité, qui "jouent" un rôle important dans le processus d'évaluation boursière des investisseurs. Il serait donc pertinent d'analyser ces autres signaux dans un cadre théorique similaire et avec les mêmes objectifs.

Bibliographie

- ASSOCIES EN FINANCE, 1990, "Comment communiquer dans un marché financier?", *Analyse Financière*, 2^{ème} trimestre, pp 16 - 19
- BALL R., BROWN P., 1968, "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp 159 - 178
- BEAVER W., 1968, "The information content of annual earnings announcements", *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp 67 - 92
- BROWN S., WARNER J., 1980, "Measuring security price performance", *Journal of Financial Economics*, Vol 8, pp 205 - 258
- BROWN S., WARNER J., 1985, "Using daily stocks returns : the case of event studies", *Journal of Financial Economics*, Vol 14, pp 3 - 31
- DARNE J., CLAVERANNE J-P., 1981, "Que signifie le bénéfice net comptable?", *Banque*, Juin, N° 407, pp 751 - 759
- DIAMOND D., 1969, "The information content of quarterly earnings announcements", Thesis, Alfred P. Sloan School of Management, M.I.T
- DUMONTIER P., 1993, "Bénéfice comptable et valeur de l'entreprise", *Annales du Management*, XII^{èmes} journées Nationales des IAE
- DUMONTIER P., LABELLE R., 1994, "Accounting earnings and firm valuation: the french case", 17th Annual Congress of the European Accounting Association
- DUMONTIER P., RAFFOURNIER B., 1989, "L'information comptable : pour qui? pour quoi?", *Revue Française de Gestion*, Mars, pp 23 - 30
- DYCKMAN T., PHILBRICK D., STEPHAN J., 1984, "A comparaison of event studies methodologies using daily stock returns : a simulation approach", *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp 1 - 33
- EASTON P., HARRIS T., 1991, "Earnings as an explanatory variables for returns", *Journal of Accounting Research*, Spring, pp 19 - 36
- FAMA E., FISHER L., JENSEN M., ROLL R., 1969, "The adjustment of stocks prices to new information", *International Economic Review*, Vol 10, February, pp 1 - 21
- FASB, 1978, "Statement of financial accounting concepts", Stanford : FASB
- FOSTER G., 1975, "Earnings and stock prices of insurance compagnies", *The Accounting Review*, October, pp 686 - 698
- FOSTER G., 1977, "Quarterly accounting data: time-series properties and predictive ability results", *The Accounting Review*, january, pp 1-21
- GRANT E.B., 1980, "Market implications of differential amounts of interim information", *Journal of Accounting Research*, Spring, pp 225 - 268

- HAGERMAM R., 1973, "The efficiency of the market for bank stocks : an empirical tests", *Journal of Money, Credit and Banking*, August, Vol 5, pp 846 - 855
- JOY O., LITZENBERGER R., MCENALLY R., 1977, "The adjustment of stock prices to announcements of unanticipated changes in quarterly earnings", *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp 207-225
- KRISHNAMURTHI S., 1984, "The impact of size on security return reaction to quarterly earnings announcements", Thesis, Graduate School of Business Administration, G.F. Baker Fondation, Harvard University
- LE THANH T., 1992, "Réactions des investisseurs aux publications des résultats sociaux et consolidés", Cahier du CREFIGE N° 9203, Univeristé Paris-Dauphine
- LEV B., 1989, "On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research", *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp 153 - 192
- LEVASSEUR M., 1982, "Comptabilité et information des actionnaires", *Finance*, Décembre, pp 392 - 403
- MARTINEZ I., 1994 a, La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers : une étude empirique sur le marché français, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Toulouse I
- MARTINEZ I., 1994 b, La relation cours / bénéfice : 25 ans de recherche empirique, Cahier de recherche de l'ESUG - Université Toulouse I, n° 130
- MAY R., 1971, "The influence of quarterly earnings announcements on investors decisions as reflected in common stock price changes", *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp 119-171
- MCNICHOLS M., MANEGOLD J.G., 1983, "The effect of the information environment on the relationship between financial disclosure and security price variability", *Journal of Accounting and Economics*, April, pp 49 - 74
- MORSE D., 1982, "Wall Street Journal announcements and the securities markets", *Financial Analysts Journal*, March-April, pp 69 - 76
- RAYMOND R., 1994, "L'information et les marchés de capitaux", *Banque*, Janvier, N° 544, pp 64 - 66
- SAVARI S., 1992, "Les études d'événements : aspects méthodologiques", Cahier du CREFIB, Université La Sorbonne
- THEIL H., 1967, *Economics and information theory*, Chicago : Rand McNally and Compagny

ANNEXE 1
Liste des sociétés sélectionnées

Secteur DISTRIBUTION

Bazar Hôtel de Ville
Bon Marché (Au)
Carrefour
Casino GP et Cie
Comptoirs Modernes
Damart
Dock De France
Galeries Lafayette
Pinault Printemps Redoute
Primagaz
Promodes

Secteur AGRO-ALIMENTAIRE

Berger
Bongrain
Danone
Fromagerie Bel
Pernod Ricard
Saint-Louis
Saupiquet

Secteur INDUSTRIE DE TRANSFORMATION

Alspi
Bertrand-Faure
DMC
Gascogne
Imetal
Legrand
Michelin
Pechiney International
Peugeot SA
Poliet
Sagem
SAT
Schneider SA
Valéo

ANNEXE 2
Rendements anormaux moyens, cumulés
et statistiques de Student

Tableau 1 : Secteur "Distribution"

Echantillon	Jours ¹	RAM _t	t ₁	CAR _t	t ₂
Echantillon 2	-2	-.006445	-.975999	-.006445	-0.97599
	-1	-.002683	-.527798	-.009128	-2.539438*
	0	.000088	.015426	-.009040	-2.744732*
	+1	.003619	1.308326	-.005421	-3.919555*
	+2	.001147	.323499	-.004274	-2.695437*
Echantillon 3	-2	-.001789	-.526757	-.001789	-0.975999
	-1	.001330	.692555	-.000459	-2.539438*
	0	-.003920	-1.258519	-.004379	-2.744732*
	+1	-.001628	-.614101	-.006007	-3.919555
	+2	-.001732	-.633489	-.007739	-2.695437*

Tableau 2: Secteur "Agro-alimentaire"

Echantillon	Jours ¹	RAM _t	t ₁	CAR _t	t ₂
Echantillon 2	-2	.004786	1.236776	.004786	1.236776
	-1	-.004578	-1.592892	.000208	.102350
	0	-.005020	-1.320595	-.004812	-2.192564*
	+1	.003042	.425372	-.001770	-.495008
	+2	-.001764	-.485497	-.003534	-2.174903*
Echantillon 3	-2	-.010661	-3.975915*	-.010661	-3.975915*
	-1	.005212	1.28220	-.005449	-1.895789
	0	-.005626	-1.094230	-.011075	-3.730897*
	+1	-.003159	-1.155967	-.014234	-10.41724*
	+2	-.002675	-.459230	-.016909	-6.490969*

Tableau 3: Secteur "Industrie de transformation"

Echantillon	Jours ¹	RAM _t	t ₁	CAR _t	t ₂
Echantillon 2	-2	.001875	.445493	.001875	.445493
	-1	.003419	1.146928	.005294	2.511517*
	0	.000456	.137153	.005750	2.995488*
	+1	.004852	1.129835	.010602	4.937556*
	+2	-.006375	-1.569795	.004227	2.327449*
Echantillon 3	-2	-.005083	-1.952905	-.005083	-1.952905
	-1	-.000323	-.103204	-.005406	-2.442775*
	0	-.001955	-.609420	-.007361	-3.974363*
	+1	-.002115	-.584984	-.009476	-5.241901*
	+2	.004215	1.370476	-.005261	-3.824961*

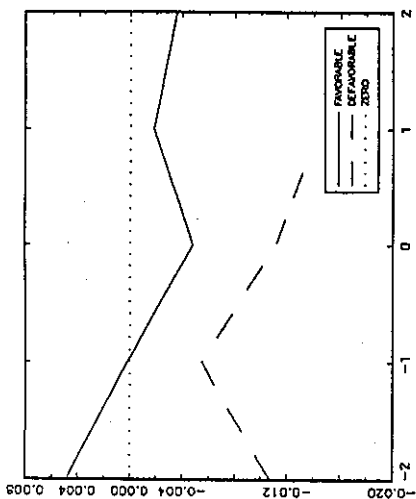
¹ jour = 0 date de publication des comptes (Assemblée Générale Ordinaire)

* Student statistiquement significatifs au seuil de 5 %

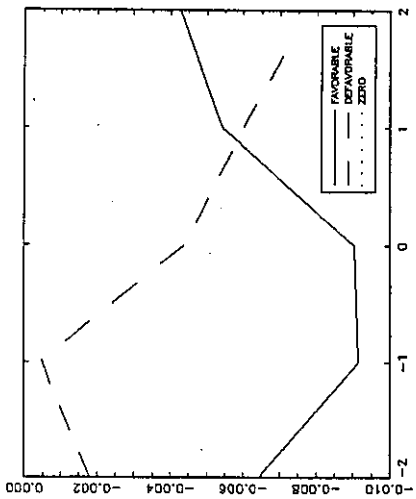
ANNEXE 3

La réaction des rendements anormaux associée aux annonces favorables et défavorables de bénéfices

GRAPHIQUE 2 : secteur Agro-alimentaire



GRAPHIQUE 1 : Secteur Distribution



GRAPHIQUE 3 : secteur Ind de transformation

