PERTINENCE DU GOODWILL ACQUIS AU REGARD DES RESULTATS RESIDUELS NETS ET ADDITIONNELS : RELATION THEORIQUE ET ETUDE EMPIRIQUE SUR LE MARCHE FRANCAIS

Côme Segrétain, Denis Cormier

▶ **To cite this version:**

Côme Segrétain, Denis Cormier. PERTINENCE DU GOODWILL ACQUIS AU REGARD DES RESULTATS RESIDUELS NETS ET ADDITIONNELS : RELATION THEORIQUE ET ETUDE EMPIRIQUE SUR LE MARCHE FRANCAIS. Mesure, évaluation, notation – les comptabilités de la société du calcul, May 2014, lille, France. pp.cd-rom. hal-01899436

HAL Id: hal-01899436
https://hal.science/hal-01899436

Submitted on 24 Oct 2018

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.

PERTINENCE DU GOODWILL ACQUIS AU REGARD DES RESULTATS RESIDUELS NETS ET ADDITIONNELS : RELATION THEORIQUE ET ETUDE EMPIRIQUE SUR LE MARCHE FRANCAIS

Côme SEGRETAIN
Denis CORMIER

Résumé : Dans cet article, nous recherchons si le goodwill acquis porté au bilan est générateur de résultats futurs, selon deux composantes : nette et additionnelle (autres éléments de résultat global). En décomposant le goodwill acquis comme Johnson et Petrone (1998) et en utilisant la *RIV* du modèle d'Ohlson (1995), nous formalisons un lien théorique entre le goodwill porté au bilan des sociétés cotées et leurs capacités bénéficiaires consécutives, mesurées par leurs résultats résiduels. Les régressions au sens des moindres carrés généralisés menées sur les entreprises constituant le SBF 120 pour la période 2005 à 2008 mettent en évidence une association significative et de signe attendu entre les écarts d'acquisition et les résultats résiduels consécutifs des acquéreurs, sur les deux composantes de résultats, ainsi qu'avec le ratio Market to Book.

Mots-clés : goodwill acquis, résultats résiduels, modèle d'Ohlson, résultat global.

Acquired Goodwill and residual income components: A Theoretical and Empirical Study on the French Market

Abstract: In this paper, we investigate whether the acquired goodwill is generating future earnings in two components: net income and Other Comprehensive Income. We decompose the goodwill as Johnson and Petrone (1998) and formalize, based on the residual income valuation model (Ohlson, 1995), a theoretical link between acquired goodwill and subsequent residual comprehensive income. Generalized least squares regressions conducted on companies constituting the SBF 120, for the period 2005 to 2008, show a significant association between acquired goodwill and subsequent residual income of acquiring firms, on the two components of earnings (Net Income and OCI), and also with the Market to Book ratio.

Key words: goodwill, residual income, Ohlson model, comprehensive income.

Introduction

Le goodwill d'une entreprise est par définition la somme actualisée de ses résultats résiduels futurs, c'est-à-dire de ses résultats au-delà de la rémunération « normale » des capitaux propres et dénommés également surprofits, résultats anormaux ou bénéfices extraordinaires (Feltham et Ohlson, 1995). Seule la composante acquise à l'extérieur est inscrite en comptabilité, sous la dénomination de goodwill en IFRS et d'écarts d'acquisition selon la réglementation française. Nous la nommerons indifféremment écart d'acquisition - elle apparaît comme tel dans les rapports annuels - et goodwill acquis, marquant la différence avec le goodwill généré en interne. Du point de vue comptable, le goodwill acquis correspond à tout ce qui n'a pas été identifié, en contrepartie du prix payé, après une opération de croissance externe. Il représente une part très élevée du bilan des groupes français cotés, souvent construits par rapprochements successifs. Est-il possible d'établir si ces montants enregistrés à l'actif engendrent bien des résultats futurs et quels résultats précisément ?

Les règles applicables à la comptabilisation des écarts d'acquisition dans les comptes consolidés français et européens ont été largement modifiées par l'adoption des normes IFRS au 1er janvier 2005. Avec la suppression de leur amortissement systématique et leur remplacement par des tests de dépréciation, le rendement comptable net des capitaux propres des groupes français cotés a gagné instantanément plusieurs points. Ces règles ont fait l'objet d'un nouvel ajustement applicable en 2009 (IFRS 3 R). Néanmoins, il est toujours possible de décomposer les écarts d'acquisition conformément aux catégories apportées par la recherche normative comptable (Johnson et Petrone, 1998 ; Henning et al., 2000) en résultats résiduels futurs de la cible, synergies et surprix. Nous agrégerons les deux premiers termes comme étant les résultats résiduels de l'opération pour l'acquéreur.

A partir du modèle d'évaluation d'Ohlson (1995), nous formalisons le lien entre le goodwill acquis et les résultats résiduels futurs générés pour l'acquéreur par l'opération. Ces résultats résiduels sont définis à partir du résultat global, respectant ainsi la relation de *clean surplus*, qui compte parmi les hypothèses de ce modèle.

Les résultats résiduels de la cible disparaissant dans les résultats de l'acquéreur, et les synergies n'étant pas communiquées par la comptabilité, nous mènerons une validation empirique à partir des résultats résiduels totaux de l'acquéreur, comme estimateurs des résultats générés par sa croissance externe.

L'étude empirique porte sur les sociétés constitutives du SBF 120, sur la période 2005-2008. Elle cherche à établir dans quelle mesure les écarts d'acquisition de la période ont généré des résultats résiduels consécutifs, selon deux composantes : résultat net et éléments additionnels de résultat global (*Other Comprehensive Income - OCI*). Il serait intéressant d'établir que cette deuxième composante du résultat global explique a posteriori une partie des écarts d'acquisition, sachant que sa pertinence pour la valorisation boursière (*value relevance*) est établie, bien que plus faible que celle du résultat net (par exemple Batsch et al. 2007, sur données européennes).

Par ailleurs, la validation du lien entre le goodwill acquis et les résultats résiduels consécutifs ouvrirait la voie à une recherche empirique mettant en évidence les modes de gouvernance, les périodes ou les secteurs pour lesquels les écarts d'acquisition se justifient ou au contraire pour lesquels le surprix est manifeste.

Cette méthodologie a des antécédents dans la littérature. Ainsi, Sougianis (1994) a mis en évidence le surcroît de profits générés par les dépenses antérieures de R&D. Villalonga (2004) explique les surcroîts de rentabilité entre les firmes d'un même secteur par les dépenses d'investissement incorporels. Certaines études de *value relevance* menées dans le contexte français sur les écarts d'acquisition et les incorporels, nous apportent des éléments de comparaison, comme Cazavan-Jeny (2004) qui nous incite à contrôler nos résultats par le ratio Valeur de marché / Valeur comptable (*Market-to-book*).

Cet article est structuré en trois parties. Dans la première, nous rappelons quelles sont les composantes des écarts d'acquisition et les règles qui prévalent à leur comptabilisation en IFRS sur la période étudiée. Dans la deuxième partie, nous proposons une formalisation du lien entre les écarts d'acquisition, les résultats résiduels consécutifs générés chez l'acquéreur et le surprix acquitté. Dans la troisième partie, nous cherchons à valider empiriquement cette relation sur le SBF 120 pour la période 2005-2008, en mettant en évidence le poids respectif du résultat net et celui des autres éléments de résultat global.

1 Composition et comptabilisation des écarts d'acquisition en normes IFRS

1.1 Composition et signification économique des écarts d'acquisition

Les prises de contrôle de sociétés s'effectuent en général à un coût supérieur à la part d'intérêt de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et des passifs identifiables de l'entreprise acquise. De ce fait une survaleur ou écart d'acquisition est enregistrée dans les comptes. De nombreux travaux se sont interrogés sur la signification ou les origines de cette survaleur. Pour les rechercher, il faut observer ses différentes composantes, à la manière de Johnson et Petrone (1998) qui en identifiaient six :

1- La différence entre la juste valeur des actifs et passifs de la cible et leur valeur comptable, qui disparaît en IFRS, puisque les actifs de la cible sont réévalués à l'occasion du regroupement.

2- La juste valeur des actifs de la cible qui n'apparaissent pas dans les comptes, même à l'issue de l'opération.

3- Les résultats résiduels générés par la cible sur la base de la continuation de ses activités.

4- Les synergies nées du regroupement des activités de la cible et de l'acquéreur.

5- La surévaluation des titres éventuellement apportés en paiement par l'acquéreur.

6- Une surestimation par l'acquéreur de la valeur de la cible.

Après réévaluation des actifs de la cible, demeurent comme composantes des écarts d'acquisition :

- la valeur des résultats résiduels futurs de la cible relativement à ses fonds propres comptables (point 2 et point 3) ;

- la valeur des avantages économiques procurés par la prise de contrôle (point 4 : synergies) ;

- la valeur des éléments échappant à la rationalité de la gouvernance actionnariale (point 5 et point 6 : surprix).

Les écarts d'acquisition sont donc liés pour une part à des actifs incorporels non comptabilisés chez la cible : contrats et flux d'affaires en cours ou à venir, marque, réseau de distribution, compétences du personnel, savoir-faire, synergies entres équipes ou entre unités, position

dominante et rente de situation, recherche et développement non activée… Ces éléments sont considérés dans cette recherche comme générant les résultats résiduels de la cible.

Ils sont liés d'autre part à des éléments propres à l'opération de regroupement engagée, comme les synergies attendues de l'opération et la baisse de l'intensité concurrentielle. Ils sont liés enfin à un éventuel surprix non rationnel du point de vue de l'actionnaire et néanmoins payé par l'acquéreur ; surprix motivé soit par l'opportunité que représente l'opération aux yeux des dirigeants de l'acquéreur, soit au nom d'une vision stratégique, soit du fait d'une relation d'agence non maîtrisée par l'actionnaire et de l'*Hubris* des dirigeants (Roll, 1986).

Les résultats résiduels futurs de la cible et les synergies de l'opération constituent le cœur du goodwill (*core goodwill*) et sont les seuls éléments qui méritent la qualification d'actifs. Henning et al. (2000) mettent en évidence une association statistique positive et significative entre les rendements boursiers et ces composantes qui sont le cœur des écarts d'acquisition, avec un poids plus prononcé pour les synergies. En revanche, le surprix serait valorisé négativement par le marché action, comme un surcoût du regroupement.

1.2 Comptabilisation des écarts d'acquisition en normes IFRS

Définition comptable :

Selon la norme IFRS 3 « Regroupements d'entreprise » applicable pendant la période étudiée (2005-2008), l'écart d'acquisition initialement constaté était la différence entre le coût d'acquisition et la quote-part de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs moins celle des passifs identifiables de la cible. Mentionnons que la norme IFRS 3 R applicable depuis le 1er juillet 2009 permet d'évaluer chaque regroupement soit sur la base de la quote-part acquise, soit sur celle de la valeur globale de l'acquisition.

Identification éventuelle de nouveaux actifs incorporels :

Selon la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles », il suffit de pouvoir déterminer la juste valeur d'un nouvel actif incorporel identifiable au moment du regroupement pour que celui-ci soit reconnu à l'actif, *distinctement* de l'écart d'acquisition, venant ainsi le minorer. Il y a donc dans une certaine mesure transposition d'une partie du goodwill acquis directement vers les incorporels identifiables ou transformation d'écarts d'acquisition potentiels en actifs incorporels distincts. Ceci nous invite à tester le lien entre l'ensemble des actifs incorporels et les résultats à suivre, en sus de celui entre les écarts d'acquisition et les résultats à suivre.

Dynamique : dépréciations

Une fois portés au bilan les écarts d'acquisition sont affectés par unité génératrice de trésorerie (UGT). L'IAS 36 « Dépréciations d'actifs » impose de recourir à une évaluation des actifs sur leur valeur recouvrable (c'est-à-dire leur valeur actuelle) ; cette valeur correspond à la valeur la plus élevée ente la juste valeur - moins les coûts de ventes - et la valeur d'utilité. Les pertes de valeur éventuellement constatées au niveau de l'UGT sont affectées par priorité aux écarts d'acquisition, sans reprise possible.

2. Formalisation du lien entre les écarts d'acquisition et les résultats résiduels

2.1 Recherches reliant les actifs à leur rentabilité

Notre recherche s'interroge sur le lien entre les données comptables dans le temps ; en l'espèce sur la rentabilité future portée par les écarts d'acquisition. Elle s'inscrit donc à la suite de Sougianis (1994), Lev et Sougianis (1996), pour la R&D ou de Villalonga (2004) plus globalement, qui mettent l'accent sur le lien entre les investissements incorporels et la rentabilité comptable des firmes.

Sougianis (1994) avait cherché à évaluer la validité des dépenses de R&D et donc aussi l'opportunité de leur activation à la fois par leur pertinence boursière et par leur lien avec les résultats futurs. Sur un large échantillon américain, il ressortait que les dépenses de R&D entraînaient en moyenne des résultats deux fois plus importants que la dépense initiale sur une période de 7 ans. Cet argument justifiant alors l'activation de ces dépenses.

Lev et Sougianis (1996) avaient repris la même interrogation. Pour ce faire, ils ont recherché le lien existant entre les dépenses de recherche et développement et les résultats futurs, avant de mener également une étude de pertinence boursière entre leur estimation de la capitalisation des frais de R&D et à la fois les prix et les rendements boursiers. Sur un échantillon large (1300 firmes), ils confirment les résultats de Sougianis (1994) et la pertinence boursière de la valeur de la R&D obtenue à partir des résultats futurs. Dans une de leurs spécifications, Casta et al. (2007) recherchant quels actifs (corporels/incorporels) ont une influence sur le résultat d'exploitation, posent la marge d'exploitation comme une fonction de total actif / chiffre d'affaires et de l'investissement immatériel /CA.

Villalonga (2004) montre sur des données américaines que l'investissement incorporel est responsable de la persistance des écarts de rentabilité entre pairs d'une même industrie. Les résultats semblent montrer que les incorporels jouent un rôle dans l'avantage ou le désavantage compétitif d'une entreprise. Plus la performance de l'entreprise s'exprime dans le long terme et plus l'investissement incorporel joue un rôle important. Il faut néanmoins relever que cet investissement n'est pas mesuré directement mais approché par le Q de Tobin (du fait de la non-activation de ces dépenses), puis par une valeur régressée du Q de Tobin à partir de plusieurs variables comptables. Il n'est cependant pas très surprenant de trouver un lien entre rentabilité et Q de Tobin.

2.2 L'évaluation des fonds propres par les résultats résiduels

Il est connu au moins depuis Preinreich (1936), qu'il devrait être possible d'évaluer la valeur de marché des capitaux propres d'une firme à partir de ses fonds propres comptables et de la somme de ses résultats anormaux ou résultats résiduels futurs ; la somme actualisée de ces derniers constituant le *goodwill* économique de la firme.

Cette relation est formalisée dans la *Residual Income Valuation* (Ohlson, 1995), obtenue en utilisant les résultats résiduels définis à partir de la relation de résultat global (*Clean Surplus Relation*).

Si l'on définit le résultat x_t, appelé *comprehensive income* ou Résultat Global, comme la variation des fonds propres bv_t (*book value*) en-dehors des relations avec les actionnaires (i.e., le versement de dividendes net des augmentations de capital noté d_t) ;

{1} $x_t = bv_t + d_t - bv_{t-1}$ {Clean Surplus Relation}

et le résultat résiduel comme le rendement des fonds propres au-delà du taux d'actualisation des dividendes futurs ou coût du capital action de la société i, noté r_i ;

{2} $x^a_t = x_t - r_i . bv_{t-1}$ {résultat résiduel}

on peut remplacer les dividendes dans *PVED* {3}, par leur expression tirée de {1} et {2}, pour obtenir la *RIV* {4}, formule d'évaluation du capital p en t à partir des fonds propres comptables et des résultats résiduels futurs :

{3} $p_t = d_{t+n} . R_i^{-n}$ {Present Value of Expected Dividends}

Avec $R_i = 1 + r_i$, le facteur d'actualisation

{4} $p_t = bv_t + E(x^a_{t+n}) . R_i^{-n}$ {Residual Income Valuation}

Les résultats résiduels sont définis à partir de la *Clean Surplus Relation* (CSR). Il s'agit donc de résultats globaux (*comprehensive income*) résiduels.

La valeur de marché des fonds propres de la société i à la date t est égale à ses fonds propres comptables plus la somme actualisée de ses résultats résiduels futurs. L'équation {4} nous servira au paragraphe 2.3 pour formaliser le lien entre écarts d'acquisition et résultats résiduels de la cible.

Pour estimer le deuxième terme de {4}, sans faire de prévision sur les résultats futurs, Ohlson fait l'hypothèse d'un comportement autorégressif des résultats résiduels :

$x^a_{t+1} = w.\ x^a + v + \varepsilon_{t+1}$

Avec v_t, l'ensemble des autres informations pouvant impacter x_{t+1}, auxquelles on peut également prêter des propriétés autorégressives.

En reprenant cette hypothèse de persistance (w) des résultats résiduels, nous pourrons limiter notre étude empirique aux résultats résiduels directement consécutifs (en $_{n+1}$) aux écarts d'acquisition (en $_n$). Pour Barth et al. (2001) cette persistance est la représentation des rentes obtenues grâce à la mise en œuvre des synergies entre les différents actifs de la firme.

Néanmoins, comme Ohlson (1999), on peut s'interroger sur les qualités prédictives des *OCI* (= Résultat Global – Résultat Net) qui sont des composantes transitoires des résultats (par exemple, gains de change ou plus-values latentes). Ainsi, Ohlson (2005), calcule le résultat résiduel à partir du résultat net. Il sera donc intéressant de comparer le lien entre les écarts d'acquisition et les résultats résiduels consécutifs, calculés soit à partir du résultat global, soit à partir du résultat net.

Le degré de conservatisme en comptabilité, i.e. de prudence, est sans effet sur la validité de la *RIV* : plus le principe de juste valeur est utilisé de façon étendu, plus la composante bv_t aura du poids dans l'évaluation et moins la composante x^a_{t+1} en aura (résultats résiduels plus faibles car calculés sur une base de fonds propres plus élevée). Au sein de la composante $x^a_{t+1,}$ plus le recours à la juste valeur est étendu, plus la composante transitoire est importante en volume, plus l'écart entre le résultat global et le résultat net est grand, plus il devrait être utile de calculer le résultat résiduel à partir du résultat global. Pour les institutions financières, le lien entre écarts d'acquisition et résultats résiduels globaux est donc attendu plus fort qu'avec le résultat résiduel net.

2.3 Ecarts d'acquisition et résultats résiduels de la cible

Décomposons le prix payé pour l'acquisition de la firme i à la date t, comme la valeur de marché de ses fonds propres pi,t, plus SYNi la valeur actuelle des synergies attendues par l'opération, plus un surprix SPi lié à l'Hubris des dirigeants, à une erreur d'évaluation, à la conjoncture boursière, aux conditions de négociation ou à une prime stratégique.

(5) $Prix_{i,t} = p_{i,t} + SYN_i + SP_i$

On remplace $p_{i,t}$ dans (5) par son expression dans (4) :

(5bis) $Prix_{i,t} = bv_{i,t} + E(x^a_{i,t+n}) . R_i^{-n} + SYN_i + SP_i$

On remplace ensuite $Prix_{i,t}$ dans la définition des écarts d'acquisition (6) :

(6) $EA_{i,t} = Prix_{i,t} - bv_{i,t}$

L'écart d'acquisition enregistré pour la firme $_i$ en $_j$ est égal au Prix payé, moins la juste valeur des Fonds Propres de la firme $_i$ en $_t$.

(6bis) $EA_{i,t} = E(x^a_{i,t+n}) . R_i^{-n} + SYN_i + SP_i$

On retrouve bien les composantes des écarts d'acquisition dérivées dans la section 1 à partir de Johnson et Petrone (1998) et dont l'association aux rendements boursiers a été recherchée par exemple par Henning et al. (2000) (positive pour les surprofits et les synergies, négative pour le surprix).

2.4 Le modèle théorique : écarts d'acquisition, résultats résiduels de l'acquéreur et surprix

Soit X^a , les résultats résiduels générés chez l'acquéreur par l'acquisition i, définis comme étant la somme des résultats résiduels de la cible et des synergies de l'opération :

(7) $E(X^a_{i,t+n}) . R_i^{-n} = E(x^a_{i,t+n}) . R_i^{-n} + SYN_i$

{résultats résiduels pour l'acquéreur}

La somme des écarts d'acquisition pour toutes les opérations i donne l'écart d'acquisition chez l'acquéreur à la date t.

(6ter) $EA_{i,t} = EA_t = E(X^a_{i,t+n}) . R_i^{-n} +$ $_i$

{Agrégation des acquisitions}

On peut ensuite postuler que les résultats résiduels sont autorégressifs ou persistants, ce qui permet de remplacer la somme des résultats résiduels futurs par le résultat résiduel consécutif et de supprimer le facteur d'actualisation :

Modèle théorique : $EA_t = w.\ X^a_{i,t+n} + \ _i$

Le modèle théorique que nous proposons stipule que l'écart d'acquisition porté au bilan d'une firme devrait être la somme des résultats résiduels consécutifs générés par l'ensemble de ses acquisitions et des différents surprix acquittés et non encore dépréciés.

Pour plus de souplesse dans l'analyse empirique, on conservera le terme v_t de la *RIV* {4}, représentant l'ensemble des autres informations pouvant affecter la série des résultats résiduels.

$EA_t = w.X^a_{i,t+n} + \ _i + v_t + \varepsilon_{t+1}$

2.5 Mesures du résultat résiduel : net, additionnel, global

La formulation initiale du modèle d'Ohlson incite à utiliser le résultat global dans le calcul des résultats résiduels. De nombreux articles ultérieurs ont fait le choix de se fonder sur le résultat net dans l'implémentation du modèle, soit du fait de la violation de la *CSR* par la comptabilité, soit du fait de la nature de l'écart entre le résultat global et le résultat net, somme d'éléments dans l'ensemble non récurrents et donc non prédictifs. Ohlson (1999) considère ainsi que les résultats transitoires ont les mêmes propriétés du point de vue de l'évaluation que la trésorerie, du fait de leur caractère non prévisible et non récurrent. Il propose alors une spécification de son modèle qui sépare les résultats récurrents des résultats transitoires. Cette question ne recoupe qu'en partie la distinction résultat net, résultat global ; car si le premier intègre l'essentiel des éléments récurrents, il comprend aussi des éléments transitoires, comme les plus-values de cessions réalisées sur les titres comme sur les immobilisations.

En théorie, les éléments additionnels de résultat global seraient latents, là où les éléments réalisés seraient réservés au résultat net. Ainsi, toute réévaluation non réalisée d'actifs ou de passifs pourrait être rangée en élément additionnel de résultat global (Barker, 2004). Il n'est pas clair cependant que tous les éléments latents doivent épargner le résultat net. Celui-ci incorpore traditionnellement certaines moins-values latentes, comme les dépréciations de titres, en application du principe de prudence.

Dans la pratique, selon les normes IFRS applicables sur notre échantillon, la liste des éléments additionnels de résultat global est plus limitée. Rappelons ici les différents items composant l'écart entre ces deux résultats : variations de juste valeur, i.e. gains ou pertes latentes, sur actifs disponibles à la vente (IAS 39), sur instruments dérivés de couverture (IAS 39), sur avantages accordés au personnel, écarts actuariels sur engagements de retraite à prestations définies, différences de conversion. Compte tenu de la nature de ces éléments on comprend que l'écart entre le résultat global et le résultat net soit plus fort pour les institutions financières que pour les entreprises industrielles et commerciales.

Dès lors pourquoi malgré tout considérer que les résultats résiduels pourraient être calculés à partir des résultats globaux ? Il y a d'abord la logique même du modèle d'Ohlson qui fait appel à la *CSR*. Ensuite, il a déjà été mis en avant que si théoriquement des plus-values latentes par exemple ne sont pas récurrentes, on peut relever en pratique un certain degré de persistance dans les éléments de *dirty surplus*, même s'il est relativement faible.

Sur le premier point on peut citer Ohlson (2005) qui rappelle que la *CSR*, est nécessaire à l'application de la *RIV*. Du fait de l'utilisation de la *PVED* comme point de départ, la *CSR* devrait même tenir par action (le « résultat par action» devant correspondre à la variation des fonds propres par action hors relations avec les investisseurs). De même, Juettner-Nauroth et Skogsvik (2009) rappellent que la *CSR* est nécessaire pour que la *RIV* soit insensible au degré de conservatisme comptable, de telle sorte que les éléments de valorisation gagnés ou perdus sur les résultats résiduels se transfèrent sur la situation nette initiale.

2.6 Le surprix et sa difficile estimation

Normalement, le jeu des dépréciations devrait adapter les stocks d'écarts d'acquisition aux évolutions des résultats résiduels. Par ailleurs, le terme « surprix » devrait disparaître du fait de ces mêmes dépréciations. Cependant, plusieurs auteurs ont relevé que les entreprises limiteraient volontairement les dépréciations d'écarts d'acquisition (Jarva, 2009 ; Li et Sloan, pour les Etats-Unis, 2010). Les dépréciations sont retardées et donc les écarts d'acquisition surestimés ; les dépréciations ayant un impact négatif significatif sur les valorisations boursières (Churyk, pour les Etats-Unis, 2004 ; Feuilloley et Sentis, 2006, sur un échantillon de 75 sociétés françaises pré-IFRS).

Pour rendre compte d'un penchant à surpayer ses acquisitions, il faudrait rechercher parmi l'abondante littérature sur la rationalité de la croissance externe quelques caractéristiques des

firmes aux stratégies réalisant des acquisitions peu rentables. Ces caractéristiques peuvent être représentatives d'un mode de gouvernance (exemple : les firmes familiales seraient mieux gérées) ou d'un mode de financement (exemple : l'endettement procure des moyens trop vite dissipés ou au contraire l'endettement impose une discipline de gestion plus rigoureuse) voire encore d'une conjoncture boursière euphorique/déprimée.

Nous retiendrons ici comme premier estimateur de surprix, le ratio médian sur l'échantillon des capitalisations boursières aux résultats nets. Comme chez Lev (2008), les P/E devant capter ici pour chaque année les fluctuations du marché action influant sur le prix des acquisitions. Rappelons également que les études de pertinence boursière montrent une association positive entre les écarts d'acquisition par action et le prix des actions.

Nous avons enfin recherché dans la littérature un indice rendant compte de la qualité de la gouvernance des firmes. Une bonne gouvernance étant réputée diminuer le terme surprix dans les acquisitions, cet indice sera un contre-estimateur du terme surprix. Nous avons trouvé un tel indice chez Bollaert et al. (2010) pour une partie de notre échantillon. Malheureusement ce score est invariant d'une année sur l'autre, il n'est donc utilisable que sur une coupe instantanée (en 2007), pas sur des données de panel.

2.7 Modèles empiriques

La démarche précédente nous a conduits à poser que le stock des écarts d'acquisition au bilan dépend des résultats résiduels futurs générés pour l'acquéreur par ses acquisitions successives et d'un montant de surprix payé à chaque acquisition. Par ailleurs, les dépréciations des écarts d'acquisition devraient annoncer une baisse des résultats résiduels ou être liées à un écrasement des surprix acquittés.

Les résultats résiduels futurs générés chaque année chez l'acquéreur par l'ensemble de ses acquisitions ne sont pas mesurables sur des données publiques, puisqu'ils viennent s'agréger aux résultats générés en interne par l'entreprise. Ce que l'on peut mesurer et que nous utilisons, ce sont les résultats résiduels générés au total par l'acquéreur, y compris sur sa croissance interne, mais néanmoins susceptibles d'augmenter après chaque acquisition. Ces derniers sont notés $x^{a}_{i,t}$ pour la firme i, à la période t ; s'ils sont calculés à partir du résultat global et $x^{*}_{i,t}$ s'ils sont calculés à partir du résultat net.

Une hypothèse implicite est que le résultat résiduel directement consécutif à une opération est représentatif de l'ensemble des gains générés par l'acquisition à moyen ou long terme. D'un

point de vue statistique, sur un échantillon important, cette hypothèse nous semble réaliste, même si au cas par cas on pourra toujours mettre en évidence des profils de croissance des résultats non linéaires ou connaissant une montée en puissance décalée dans le temps après une acquisition. De plus, ce point rejoint l'hypothèse d'autorégressivité ou de persistance des résultats résiduels du modèle d'Ohlson.

On peut capter la série de l'ensemble des résultats résiduels à suivre au travers de la capitalisation boursière rapportée aux fonds propres. En divisant les termes de la *RIV* par le total des fonds propres, le ratio *Market-to-Book* apparaît alors comme étant égal à 1 plus la somme des résultats résiduels futurs anticipés par le marché et rapportés aux fonds propres. Le ratio *Market-to-Book* est le témoin des résultats générés sur longue période, notamment par les écarts d'acquisition et les incorporels portés au bilan. En utilisant le ratio *Market-to-Book* comme variable dépendante, Cazavan-Jeny (2004) avait déjà mis en évidence sur données françaises pré-IFRS son association significative aux écarts d'acquisition divisés par le total de l'actif. L'intégrer dans la régression revient à relâcher l'hypothèse d'autorégressivité des résultats résiduels et l'importance donnée au résultat résiduel directement consécutif (n+1). Il faut s'attendre à ce que le ratio *Market to Book* soit fortement corrélé aux mesures de résultats résiduels, générant ainsi de la multicolinéarité.

En plus de faire apparaître le ratio *Market-to-Book*, la division des variables comptables et financières (EA, x^a, x^*, MV) par les fonds propres $FP_{i,t}$, permet d'exprimer les composantes de résultats résiduels en rendement et enfin d'éviter tout effet d'échelle entre les données. Ce choix se retrouve dans d'autres études de régression en comptabilité financière (par exemple Eccher et al. 1996).

Les résultats résiduels mesurés résultent de la croissance externe, comme du goodwill généré en interne ; c'est pourquoi une deuxième spécification remplace les écarts d'acquisition par le total des actifs incorporels comme variable dépendante. Les règles de reconnaissance d'actifs incorporels à l'occasion des regroupements nous invitent également à tester cette relation, puisqu'il y a pour partie substitution de nouveaux incorporels aux écarts d'acquisition. Par ailleurs, Boulerne et Sahut (2010) montrent une valorisation indifférenciée du goodwill et des autres incorporels par le marché des actions.

- Spécification empirique principale : écarts d'acquisition *vs* composantes des résultats résiduels et capacités bénéficiaires

$$EA_{i,t} = \alpha_1 x^*_{i,\,t+1} + \alpha_2 (x^a_{i,\,t+1} - x^*_{i,\,t+1}) + \alpha_2 MV_{i,t} + \alpha_3 P/E_t + \beta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- Spécification empirique auxiliaire : total des actifs incorporels *vs* composantes des résultats résiduels et capacités bénéficiaires

$$AI_{i,t} = \alpha_1 x^{*}_{i,\,t+1} + \alpha_2 (x^{a}_{i,\,t+1} - x^{*}_{i,\,t+1}) + \alpha_2 MV_{i,t} + \alpha_3 P/E_t + \beta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec ; $EA_{i,t}$, l'écart d'acquisition à l'actif du bilan de la firme i la date t ; $AI_{i,t,}$ le total des actifs incorporels de la firme i la date t ; $x^{a}_{i,\,t+1}$ le résultat résiduel de la firme i à la date t+1 calculé à partir du résultat global ; $x^{*}_{i,\,t+1}$, le résultat résiduel de la firme i à la date t+1 calculé à partir du résultat net ; $MV_{i,t}$, la capitalisation boursière de la firme i en t. Toutes ces variables sont divisées par les fonds propres$_{i,t}$. Enfin, $P/E_{t,}$ est le ratio médian sur l'échantillon des capitalisations boursière aux résultats nets en t.

4 Etude empirique sur le SBF 120

4.0 Sélection de l'échantillon

L'échantillon a été extrait à partir d'une requête réalisée en octobre 2010 sur *Datastream*. La population étudiée comprend 119 sociétés apparaissant comme les constituants du SBF 120 à cette date. Les données ont été recherchées pour la période 2005-2008.

Les années antérieures à 2005 ont été ignorées par souci d'homogénéïté du référentiel comptable ; puisque les normes IFRS sont applicables aux comptes consolidés des entreprises françaises faisant appel public à l'épargne depuis le 1er janvier 2005. L'année 2009 a été ignorée car les résultats résiduels consécutifs (2010) n'étaient pas encore calculables au moment de la collecte des données. Qui plus est, les règles de comptabilisation du goodwill acquis ont été modifiées au cours de l'année 2009 (norme IFRS 3R) ; alors que sur la période 2005-2008 elles sont homogènes.

Douze firmes-années ont été sorties de l'échantillon ; soit parce que l'écart d'acquisition ou les fonds propres étaient manquant, soit parce que les fonds propres étaient négatifs.

Certaines sociétés de la liste (2010) n'étaient pas cotées pendant tout ou partie de la période (2005-2008), ce qui explique que la donnée capitalisation boursière ne soit renseignée que pour 446 firmes-années. L'échantillon comprend 8 sociétés financières, qui peuvent être ou non sorties ; ainsi que 42 firmes-années pour lesquelles les écarts d'acquisition sont nuls.

Tableau 1 : Sélection de l'échantillon

	Nombre de sociétés	Firmes années (2005-2008)
Liste SBF 120 extraite en octobre 2010 sur Datastream	119	476
Ecart d'acquisition manquant, fonds propres négatifs ou manquants		12
Echantillon		464
Dont EA nuls		42
Dont institutions financières*	8	32

* : AXA, BNP, CNP, Crédit Agricole, Dexia, Natixis, Scor, Société Générale

4.1 Calcul des résultats résiduels

Le Résultat Global est calculé comme la variation des fonds propres hors relation avec les actionnaires. Les items utilisés sont les suivants : *Ordinary Share Capital, Preference Capital, Reserves, Equity Issued* et *Dividends Paid* (Casta et al. , 2007).

$RG_n = \Delta OSC_n + \Delta PC_n + \Delta R_n - EI_n + DP_n$

En notant FP le total des fonds propres et en utilisant soit le résultat global, soit le résultat net, on obtient 2 résultats résiduels différents :

$x^a_n = RG_n - FP_{n-1} . r_n$ et $x^*_n = RN - FP_{n-1}. r_n$

Les données comptables – résultat net, fonds propres et items composant les fonds propres – sont les données Worldscope fournies sur Datastream.

Le coût des fonds propres est calculé par application du MEDAF comme la somme d'un taux sans risque (annuel) et du produit d'une prime de risque action (figée) par le beta propre à chaque titre (annuel). Les données financières - taux des obligations assimilables du trésor (OAT 5 ans) et betas des actions- nécessaires au calcul des résultats résiduels ont également été collectées annuellement sur *Datastream*. La prime de risque action a été figée à 4%. A titre de comparaison, Associés en Finance calcule une prime de risque moyenne de 4,8% pour le marché européen sur la période 1995-2009. Nous considérons qu'il ne nous appartient pas ici de discuter de ce niveau et nous n'avons pas recherché une sensibilité de nos résultats à ce niveau, qui impacte les deux formes de résultats résiduels.

4.2 Autres données collectées

Les écarts d'acquisitions (n) et le total des actifs incorporels (n) ont été collectés directement dans les rapports annuels sur la période (2005-2008).

La capitalisation boursière et les fonds propres (n) ont été collectées sur Datastream : afin d'établir le ratio *market-to-book*, estimateur par le marché action de la série des résultats résiduels à venir. Les P/E médian de chaque année doivent capter la conjoncture boursière, ils ont été calculés pour chaque année sur l'ensemble du SBF 120.

4.3 Statistiques descriptives

Le Tableau 2 communique pour l'ensemble des variables, le nombre de valeurs collectées, les minima et maxima, la moyenne et l'écart-type. On peut souligner que la composante additionnelle du résultat résiduel représente en moyenne tout de même 4% des fonds propres contre 6% pour la composante nette. De même, le tableau permet de se rendre compte de l'ampleur des écarts d'acquisition et de l'ensemble des incorporels, respectivement 69% et 106% des fonds propres en moyenne.

Les moyennes et les écart-type des variables dépendantes (EA et AI) sont homogènes pour les années 2005, 2006 et 2007 ; avec des moyennes autour de 0,6 et 0,9 respectivement et des écart-types autour de 0,7 et 1. L'année 2008 est plus atypique, les moyennes passant à 1 et 1,5 et les écart-types à 4,9 et 6,5.

Tableau 2 : Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
EA_n	464	0,00	51,98	0,69	2,49
x^*_{n+1}	464	-2,23	5,68	0,06	0,39
$x^a_{n+1} - x^*_{n+1}$	464	-2,26	2,63	0,04	0,41
x^a_{n+1}	464	-2,31	8,31	0,10	0,61
MV_n	446	0,09	89,75	2,71	4,87
P/E_n	464	10,70	19,00	15,58	3,05
AI_n	451	0	69,81	1,06	3,42

EA_n : écart d'acquisition $_n$; x^*_{n+1} : résultat net résiduel, x^*_{n+1} = résultat net $_{n+1}$ - k_n . FP_n ; x^a_{n+1} : résultat global résiduel, $x^a_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; MV_n : capitalisation boursière $_n$; P/E_n : *Price to Earnings* ratio médian pour l'année n calculé sur le SBF 120 ; AI_n : total des actifs incorporels $_n$

Le tableau des corrélations croisées entre les variables (tableau 3) montre une corrélation très forte entre les deux mesures du résultat résiduel x^{*}_{n} (à partir du résultat net) et x^{a}_{n} (à partir du résultat global). Le ratio *market-to-book* est fortement corrélé aux variables dépendantes (EA et AI), mais également aux variables explicatives de résultat résiduel, tout particulièrement au résultat net résiduel.

Tableau 3 : Coefficients de corrélation entre les variables

Corrélation de Pearson	EAn	x^{*}_{n+1}	$x^{a}_{n+1} - x^{*}_{n+1}$	x^{a}_{n+1}	MV_n	P/E_n	AAI_n
EAn	1						
x^{*}_{n+1}	0,682***	1					
$x^{a}_{n+1} - x^{*}_{n+1}$	0,321***	0,150**	1				
x^{a}_{n+1}	0,668***	0,748***	0,768***	1			
MV_n	0,872***	0,829***	0,231**	0,667***	1		
P/E_n	0,021	0,067	0,106*	0,115*	-0,027	1	
AI_n	0,981***	0,673***	0,325***	0,657***	0,849***	0,022	1

*** significative au niveau 0,001 ; significative au niveau 0,01; * significative au niveau 0,05

EA_n : écart d'acquisition $_n$; x^{*}_{n+1} résultat net résiduel, x^{*}_{n+1} = résultat net $_{n+1}$ - k_n . FP_n ; x^{a}_{n+1} : résultat global résiduel, $x^{a}_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; MV_n : capitalisation boursière $_n$; P/E_n : price to earnings ratio médian pour l'année n calculé sur le SBF 120 ; AI_n : total des actifs incorporels $_n$.

4.4 Analyses statistiques

Régression au sens des moindres carrés généralisés

Comme nous utilisons des données de panels, les problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation peuvent se poser. Le test de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg montre la présence d'hétéroscédasticité. La structure des erreurs parmi les panels est donc présumée hétéroscédastique. À cet effet, nous estimons les régressions par la méthode des moindres carrés généralisés faisables (FGLS) selon la méthode aléatoire. Le test de Hausman permet de choisir entre la méthode à effets fixes ou aléatoires. Quand le test n'est pas significatif (tel que

dans le cas présent), la méthode aléatoire est de mise. Nous utilisons la méthode à effets aléatoires GLS faisables (régression GLS avec des termes d'erreurs corrélés), car cette technique permet l'estimation des paramètres en présence d'autocorrélation dans les panels et la corrélation et/ou hétéroscédasticité entre les panels.

Pour pallier aux problèmes de stabilité des régressions que génère la corrélation entre le résultat net résiduel et le *Market-to-Book*, nous utilisons le logarithme néperien du ratio *Market-to-Book*.

Pour le résultat global résiduel et sur l'ensemble de l'échantillon, nous obtenons comme anticipé un coefficient positif, bien que faible (0,04 ; $p < 0,001$)) et très significatif.

Sur les deux sous-échantillons (forte croissance externe et hors institutions financières), le coefficient est plus fort et 0,25 ; $p < 0,001$). Pour les données marquées par une forte croissance externe, ce renforcement du lien entre les écarts d'acquisition et les résultats résiduels consécutifs était attendu. En revanche, l'importance des éléments additionnels de résultat global dans les institutions financières ne nous permettait pas d'anticiper un tel renforcement du coefficient quand celles-ci étaient exclues (0,11 ; $p < 0,038$).

Le coefficient porté par le logarithme du *Market-to-Book* est de signe attendu, significatif ou très significatif sur les trois échantillons, et d'une valeur conséquente malgré la déformation du logarithme.

Les coefficients portés par le P/E médian sont de signe attendu et significatifs. Cette variable a du poids dans la régression, la faiblesse du coefficient étant compensée par sa valeur élevée.

Tableau 4 : Résultats des régressions FGLS des EA aux résultats globaux résiduels

Variable dépendante : EA_n		Echantillon complet		Forte croissance externe		Forte croissance externe et hors IF	
	Signe prévu	Coefficient	*P value	Coefficient	*P value	Coefficient	*P value
x^a_{n+1}	+	0,04	0,001	0,11	0,038	0,25	0,001
Ln M/B_n	+	0,18	0,000	0,16	0,000	0,08	0,055
P/E_n	+	0,006	0,020	0,008	0,030	0,007	0,075
Cte.		0,36	0,000	0,43	0,000	0,54	0,000
Wald		285	0,000	39,75	0,000	23,3	0,000
N		407		311		279	

*Test unidirectionnel si prévision du signe, bidirectionnel sinon.

EA_n : écart d'acquisition $_n$; x^a_{n+1} : résultat global résiduel, $x^a_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; ln M/B : ln du ratio *Market to Book* = Ln (MV_n/FP_n); P/E_n md : *Price to Earnings ratio* médian pour l'année n calculé sur le SBF 120.

Tels que présentés au tableau 5, les coefficients des composantes de résultat résiduel sont significatifs ou très significatifs sur les trois populations étudiées, pour le résultat net comme pour le résultat additionnel. Le signe est positif, donc conforme aux anticipations, dans 5 cas sur 6. Sur les deux sous-populations, à forte croissance externe et hors institutions financières, les coefficients portés par ces deux composantes sont conformes aux anticipations : plus forts pour la composante résultat net, mais néanmoins consistants pour la composante additionnelle.

Le coefficient porté par le résultat net résiduel est plus fort pour le sous-échantillon à forte croissance externe (EA/AI>50%) : 0,31 contre 0,23 et plus fort encore pour ce sous-échantillon hors institutions financière pour lequel le résultat net résiduel consécutif représente 53% de l'écart d'acquisition. Le coefficient porté par les éléments additionnels dans les deux sous-échantillons à forte croissance externe est de 0,13 et 0,19, soulignant le rôle non négligeable joués par ces éléments dans la performance.

Le coefficient porté par le ratio *Market-to-Book* est significatif ou très significatif sur les trois populations. Les coefficients portés par le P/E sont à nouveau significatifs et sensiblement égaux à ceux de la régression précédente.

Tableau 5 : Résultats des régressions FGLS des EA aux composantes du résultat résiduel

Variable dépendante : EA_n		Ensemble échantillon		Sous-échantillon à forte croissance externe		Sous-échantillon à forte croissance externe et hors IF	
	Signe prévu	Coef.	P value	Coef.	P value	Coef.	P value
x^*_{n+1}	+	0,23	0,031	0,31	0,023	0,41	0,006
$x^a_{n+1} - x^*_{n+1}$	+	-0,07	0,008	0,13	0,000	0,19	0,000
ln M/B_n	+	0,10	0,000	0,12	0,000	0,06	0,002
P/E_n	+	0,005	0,085	0,006	0,075	0,005	0,12
Cte		0,40	0,000	0,47	0,000	0,56	0,000
Wald		50,7	0,000	64,9	0,000	26,6	0,000
N		404		310		278	

*Test unidirectionnel si prévision du signe, bidirectionnel sinon.

EA_n : écart d'acquisition $_n$; x^*_{n+1} résultat net résiduel, x^*_{n+1} = résultat net $_{n+1}$ - k_n . FP_n ; x^a_{n+1} : résultat global résiduel, $x^a_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; ln M/B : ln du ratio *Market to Book*, = Ln (MV_n/FP_n); P/E_n : *Price to Earnings ratio* médian pour l'année n calculé sur le SBF 120.

En substituant comme variable dépendante le total des actifs incorporels aux seuls écarts d'acquisition, nous souhaitions étendre notre raisonnement au goodwill généré en interne et possiblement enregistré parmi les autres incorporels. À nouveau, la régression met en évidence un lien très significatif avec un coefficient substantiel (0,59 ; $p < 0,000$ et 0,41 ; $p < 0,009$) selon l'échantillon) et de signe attendu (positif) entre le total des incorporels et les résultats résiduels nets à suivre. Le coefficient porté par les éléments additionnels est négatif et peu ou pas significatif. Il n'est pas surprenant que ceux-ci ne soient pas significatifs, il n'y en effet aucun lien entre par exemple les marques ou les brevets inscrits au bilan et les plus-values latentes à suivre sur les titres de placement ou les pertes de change sur créances étrangères. Alors qu'on peut concevoir a priori un lien entre le prix payé, donc le goodwill acquis et des plus-values latentes à venir, du fait d'une certaine persistance dans les éléments additionnels de résultat global ou parce que ces éléments captent des réserves latentes anticipées au moment de l'acquisition.

Tableau 6 : Résultats des régressions FGLS des AI aux composantes de résultat résiduel

Variable dépendante : AI_n	Signe prévu	Ensemble échantillon, hors IF		Sous-échantillon à forte croissance externe, hors IF	
		Coef.	P value	Coef.	P value
x^*_{n+1}	+	0,59	0,000	0,41	0,009
$x^a_{n+1} - x^*_{n+1}$	+	-0,11	0,096	-0,07	0,343
ln M/B_n	+	0,09	0,008	0,06	0,118
P/E_n	+	0,008	0,092	0,008	0,098
Cte		0,59	0,000	0,66	0,000
Wald		57	0,000	30,1	0,000
N		372		283	

*Test unidirectionnel si prévision du signe, bidirectionnel sinon.

AI_n : total des actifs incorporels $_n$; x^*_{n+1} résultat net résiduel, x^*_{n+1} résultat net $_{n+1}$ - k_n . FP_n ; x^a_{n+1} : résultat global résiduel, $x^a_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; ln M/B : ln du ratio *Market to Book*, = Ln (MV_n/FP_n); P/E_n : *Price to Earnings ratio* median pour l'année n calculé sur le SBF 120.

Nous avons enfin testé la stabilité de nos résultats en introduisant les variables successivement. L'introduction successive des variables se fait sans bouleversement des coefficients et avec progression du test de Wald à chaque coefficient introduit.

Tableau 7 : Résultats de l'introduction successive des variables, régression en FGLS, sous-échantillon à forte croissance externe hors institutions financière

Variable dépendante : EA_n	Signe prévu	Coefficient P value	Coefficient P value	Coefficient P value	Coefficient P value
x^*_{n+1}	+	0,41	0,63	0,44	0,41
		(0,000)	(0,0000)	(0,003)	(0,006)
$x^a_{n+1} - x^*_{n+1}$	+		0,10	0,19	0,19
			(0,047)	(0,000)	(0,000)
Ln M/B	+			0,052	0,06
				(0,040)	(0,002)
P/E_n md	+				0,005
					(0,120)
Cte		0,66	0,66	0,65	0,56
		0,000	0,000	0,000	0,000
Wald		13,05	27,4	46,1	47,4
		0,000	0,000	0,000	0,000

*Test unidirectionnel si prévision du signe, bidirectionnel sinon.

EA_n : écart d'acquisition $_n$; x^*_{n+1} résultat net résiduel, x^*_{n+1} = résultat net $_{n+1}$ - k_n . FP_n ; x^a_{n+1} : résultat global résiduel, $x^a_{n+1} = FP_{n+1} - FP_n + Dvd_{n+1} - \Delta K_{n+1} - k_n . FP_n$; ln M/B : ln du ratio *Market to Book*, = Ln (MV_n/FP_n); P/E_n md : *Price to Earnings ratio* median pour l'année n calculé sur le SBF 120.

Conclusion

Nous avons formalisé à partir de la *RIV* du modèle d'Ohlson un lien théorique entre le goodwill porté au bilan des sociétés cotées et leurs capacités bénéficiaires consécutives, mesurées par leurs résultats résiduels ; en décomposant le prix d'acquisition et le goodwill acquis comme Johnson et Petrone (1998).

La vérification empirique de cette relation se proposait de tester trois estimateurs de cette capacité bénéficiaire consécutive : le résultat global résiduel (1), décomposé entre résultat net résiduel (2) et résultat additionnel résiduel, et le ratio *market-to-book* (3).

Les coefficients portés par les composantes de résultats résiduels et le *market-to-book* varient selon les spécifications, mais ils sont toujours significatifs ou très significatifs. Plusieurs tendances peuvent être soulignées :

- La relation entre le goodwill acquis et les résultats résiduels consécutifs est très forte, en particulier sur la composante nette dont les variations apparaissent comme la clé pour juger de la qualité de la croissance externe ;
- la composante nette du résultat résiduel porte des coefficients positifs et plus élevés que la composante additionnelle ;
- néanmoins les coefficients portés par la composante additionnelle sont consistants, approchant la moitié de la valeur des coefficients du résultat net résiduel, ce qui témoigne de l'intérêt de l'information que cette composante véhicule pour appréhender la qualité de la croissance externe ; c'est l'apport principal de cet article, témoignant de l'intérêt de la publication des *OCI* ;
- les coefficients portés par les composantes de résultat résiduels sont d'autant plus forts que l'échantillon est réduit aux sociétés à forte croissance externe et en écartant les institutions financières ;
- le goodwill acquis et le ratio *Market-to-Book* sont positivement et très significativement associés ; ceci signifie que la mesure comptable du goodwill acquis a une valeur informative pour le marché ; ceci témoigne également d'un jugement favorable porté par le marché financier sur les stratégies de croissance externe.

Les apports originaux de cette recherche peuvent être récapitulés comme suit :

- à notre connaissance, c'est la première étude à rassembler la *RIV* et la décomposition analytique du goodwill acquis, pour formaliser un lien entre ce dernier et les résultats résiduels consécutifs de l'opération pour l'acquéreur ;
- par suite, c'est aussi la première étude à estimer empiriquement ce lien, en prenant comme estimateur les résultats résiduels de l'acquéreur ;
- la décomposition en deux segments, résultats résiduels nets et résultats résiduels additionnels, met en évidence une certaine utilité des *OCI*, qui apparaissent *a posteriori* associés statistiquement au goodwill acquis, donc comme ayant participé à la formation des prix de transaction.

La validation empirique se fait au travers de l'estimation des résultats résiduels des acquisitions, par les résultats résiduels des acquéreurs, parti pris qui fonde et limite ce travail. En effet, les résultats résiduels générés par les acquisitions s'agrègent au résultat résiduel obtenu en interne par l'acquéreur. Les premiers ne sont donc pas mesurables par la comptabilité une fois l'acquisition réalisée. La position que nous avons adoptée est que l'ensemble des résultats résiduels de l'acquéreur pourraient être un bon proxy des résultats

résiduels apportés par la croissance externe. Une autre solution, qui a le défaut de ne pas tenir compte des synergies, serait de s'intéresser aux derniers résultats publiés par les cibles.

Parmi les limites de l'étude, mentionnons la taille de l'échantillon, uniquement français, et la façon dont les variables utilisées sont à même de capter les phénomènes sous-jacents, par exemple le calcul du résultat résiduel à l'aide du MEDAF.

Ce lien établi, de nombreux développements complémentaires peuvent être apportés sans sortir du cadre proposé, en recherchant les situations pour lesquelles le goodwill acquis génère des résultats résiduels ou au contraire véhicule un surprix. Cela passera par l'identification et la collecte d'estimateurs du terme surprix, pouvant retranscrire la qualité de la gouvernance des acquéreurs (actionnariat, type de management…), leur performance (rendements boursiers, marges, croissance…), leur mode de financement ou les conditions des acquisitions (multiples, primes).

Bibliographie

Barker, R. (2004). Reporting Financial Performance. *Accounting Horizons* 18 (2): 157-172.

Barth, M., Beaver, W., Landsman, W. (2001). The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics* 31: 77-104.

Batsch, L., Casta, J.F., Ramond, O. (2007). Résultat et performance financière en normes IFRS : quel est le contenu informatif du comprehensive income ?. *Corporate Governance* : 129-154.

Bollaert, H., Daher, H., Deroo, A., Dupire, M. (2010). Corporate Governance and Performance of French Listed Companies. Cahier de recherche, IESEG.

Boulerne, S., Sahut, J.M., (2010). Les normes IFRS ont-elles amélioré le contenu informationnel des immatériels ? Le cas des entreprises cotées. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 16 (1): 7-32.

Casta, J.F., Escaffre, L., Ramond, O. (2007). Investissement immatériel et utilité de l'information comptable étude empirique sur les marchés financiers européens. 28ème congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers.

Cazavan-Jeny, A. (2004). La relation market-to-book et la reconnaissance des immatériels – une étude du marché français. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 10 (2) : 99-124.

Churyk, N. (2004). Reporting Goodwill: Are the New Accounting Standards Consistent with Market Valuations. *Journal of Business Research* 58 (10): 1353-1361.

Eccher, E.A., Ramesh, K., Thiagarajan, S.R. (1996). Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1): 79-117.

Feltham, G., Ohlson, J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 689-731.

Feuilloley, M., Sentis, P. (2006). Pertinence économique de la comptabilisation des dépréciations de goodwill : le cas français. *Finance - Contrôle - Stratégie* 10 (1) : 95-124.

Henning, S., Lewis, B., Shaw, W. (2000). Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research* 38 (2): 375-386.

Jarva, H. (2009). Do Firms Manage Fair Value Estimates, an Estimation of SFAS 142 Goodwill Impairments. Cahier de recherche, Université d'Oulou.

Johnson, T., Petrone, K. (1998). Is Goodwill an Asset? *Accounting Horizons* 12 (3) 178-204.

Juettner-Nauroth, B., Skogsvik, K. (2009). Valuation Errors Caused by Conservative Accounting in Residual Income and Abnormal Earnings Growth Valuation Models. Cahier de recherche, Stockholm School of Economics.

Lev, B., Sougianis, T. (1996). The Capitalization, Amortization and Value Relevance of R&D. *The Journal of Accounting and Economics* 21: 107-138.

Li, R., Sloan, R. (2010). Has Goodwill Gone Bad. Cahier de recherche, Université de Berkeley.

Ohlson, J., (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.

Ohlson, J. (1999). On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies* 4: 145-162.

Ohlson, J. (2005). On Accounting Based Valuation Formulae. *Review of Accounting Studies* 10: 323-347.

Preinreich, G. (1936). The Fair Value and Yield of Common Stock. *The Accounting Review* 11: 273-289.

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business* 59: 197-216.

Sougiannis, T. (1994). The Accounting Based Valuation of Corporate R&D. *The Accounting Review* 69: 44-68.

Villalonga, B. (2004). Intangible Resources, Tobin's q, and Sustainability of Performance Differences. *Journal of Economic Behavior & Organization* 54: 205–230.