

# L'Analyse des prévisions de résultats publiées par les dirigeants d'entreprises

---

Huu Minh MAI, Associés en Finance et CEREG - Université Paris Dauphine

Emmanuel TCHEMENI, Maître de Conférences à l'Université de Paris Nord et CEREG - Université Paris Dauphine

---

Février 94

*Les auteurs remercient le Professeur Hamon pour ses suggestions et Michèle Saint Ferdinand pour la relecture et les corrections.*

*Les erreurs et imperfections qui subsistent sont imputables aux auteurs.*

---

## Résumé

Cette étude est consacrée à l'analyse des prévisions de résultats publiées par les dirigeants de sociétés.

L'analyse descriptive des données a permis de mettre en évidence plusieurs observations et résultats importants : (1) les prévisions sont publiées et communiquées au marché à travers dix principales sources ou journaux économiques; (2) la grande majorité des sociétés de l'échantillon appartient au règlement mensuel; (3) le secteur des services est le plus fortement représenté; (4) plus de 80% des prévisions prévoient une hausse des résultats; (5) les mois de juin, octobre et mai sont les mois les plus fertiles en publications; (6) relativement peu de sociétés publient plus de deux années de prévisions au cours de la période d'étude 1984-1990.

L'analyse économique des prévisions permet de tester certaines hypothèses énoncées dans la littérature concernant la relation entre taille et publication de prévisions, secteur et publication, nature des prévisions - bonne ou mauvaise nouvelle -, comparaison entre prévision et réalisation. Les sociétés ayant des fortes

capitalisations diffusent plus rapidement les prévisions de résultats que celles ayant les plus faibles capitalisations. Le second trimestre concentre en général le plus grand nombre de prévisions et particulièrement de prévisions en hausse. Il existe une cohérence entre le sens de variation des prévisions et celui des réalisations.

L'analyse boursière fait apparaître des variations significatives de cours à la date d'annonce. Les prévisions semblent être à l'origine des modifications des anticipations des investisseurs et donc des réajustements des portefeuilles, d'où l'observation de rentabilités anormales importantes.

## Summary

The importance of prospective information for security valuation have been emphasized among others, by Graham, Dodd and Cottle (1962).

The informational value of one type of prospective information, the earnings' forecast published by a company manager, is the focus of this study. Some characteristics of the sample companies are analysed, the abnormal returns around the date the event is known are calculated and their amplitude tested; finally, the incremental informational value of earnings' forecast compare to historical (past) earnings is evaluated.

The results indicate that management earnings' forecasts are price informative since abnormal returns significantly greater than zero are observed around the event date, and their informational value is greater relative to that of past earnings; companies whose managers publish earnings' forecasts have on average greater market value than the market as a whole; the forecasts are mostly good news (announce increase in earnings compare to those of the precedent fiscal year), and finally more than 42% of the forecasts are published during the second term.

# Table des matières

Résumé	2
Table des matières	3
Introduction	4
I- Données	7
I.1- Sources	7
I.2- Dates de prévisions	9
Marché de cotation	12
Secteur économique	13
Sens de variation	15
Saisonnalité	16
I.3- Sociétés	18
Répartition des sociétés	18
Politique de diffusion	18

II- Analyse économique	19
II.1- Corrélation entre réalisations et prévisions	19
Sens de variation des réalisations et des prévisions	20
Prévision des résultats	22
II.2- Effet taille	23
Capitalisation et ponctualité	23
Capitalisation et activité de prévision	23
Capitalisation et sens de variation	24
II.3- Timing	25
Timing et sens de variation	25
Timing et réalisation passée	26
III- Analyse boursière	27
III.1- Méthodologie	28
Choix du modèle	28
Choix des tests	29
III.2- Résultats	30
Sens de variation	35
Période de publication	36
Secteur économique	37
Conclusion	38
Bibliographie	39
Annexes	41

## Introduction

L'information prévisionnelle est d'une grande importance pour le marché et pour les investisseurs. En effet, les mouvements du marché s'expliquent par les anticipations des investisseurs en fonction desquelles ces derniers décident de la composition de leur portefeuille. Les anticipations sont également à l'origine des prises de position ou de couverture à l'aide des options ou d'actifs financiers ayant un caractère optionnel: or les prévisions des dirigeants peuvent modifier les anticipations des investisseurs et du marché en général. Les informations prévisionnelles sont également utiles pour estimer la valeur d'une société, et pour apprécier ou porter un jugement sur la possibilité de redressement d'une entreprise dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire.

Ces raisons nous ont conduits à nous intéresser à la pratique par les dirigeants d'une politique de diffusion publique sur le marché des prévisions préparées de manière interne dans l'entreprise, alors que par ailleurs des analystes financiers communiquent fréquemment au marché leurs prévisions de résultats.

Les dirigeants et leurs comptes publient des informations financières et notamment des résultats calculés d'après les normes comptables en vigueur. Ceux-ci ont un fondement essentiellement historique, parfois fiscal et informent peu sur

l'avenir de la firme. A contrario, les investisseurs et les analystes financiers sont tournés vers l'avenir, et recherchent des informations pouvant les éclairer sur les perspectives futures des sociétés. Ils sont intéressés par les résultats prévisionnels.

La démarche des analystes et des investisseurs est en effet cohérente avec la théorie financière qui postule que le cours d'une action est fonction des cash-flows futurs qui lui sont associés, notamment des bénéfices et des dividendes.

Il apparaît donc que les bénéfices comptables publiés par les entreprises ne sont pas pertinents pour les analystes et les investisseurs, dans la mesure où ils n'informent que de manière imparfaite sur les perspectives futures des sociétés. La recherche effectuée dans le cadre de ce travail répond bien à ce que souhaitent les investisseurs; en effet, les bénéfices prévisionnels sont tournés vers le futur et informent sur les perspectives des sociétés.

Les prévisions de résultats publiées par les dirigeants représentent des informations diffusées par ces derniers, et permettant de se faire une idée précise des résultats d'un exercice, bien avant la fin de celui-ci. Il s'agit de montants déterminés, d'un pourcentage de variation par rapport aux résultats précédents, ou enfin d'une fourchette de montants déterminés ou de pourcentages.

L'information comptable passée, notamment les bénéfices déclarés n'est certes pas parfaite, au regard des attentes des investisseurs et des analystes. Mais en plus de ceux-ci, certains dirigeants diffusent des prévisions de résultats dont on attend qu'ils aient un contenu informatif. Cette information complémentaire correspond-elle aux attentes du marché et si oui sa publication ne devrait-elle pas faire l'objet d'une pratique beaucoup plus répandue que ce n'est actuellement le cas?

En matière de publication des prévisions de résultats par les entreprises, la SEC tout comme la COB se sont jusqu'à présent refusés à la rendre obligatoire; leur politique consiste à laisser à la discrétion des entreprises la décision de publier ou de ne pas publier certaines informations. Le champ des informations réglementées tend à se réduire ou du moins à ne pas s'élargir très fortement.

En ce qui concerne l'intérêt des prévisions des dirigeants pour le marché financier, si les tests de contenu informatif indiquent l'existence de rentabilités anormales significatives, cela signifie que cette information est pertinente pour les investisseurs et qu'il est intéressant pour la société de la publier.

La généralisation des résultats pose quelques problèmes dans la mesure où l'échantillon ne comporte que des entreprises ayant publié des prévisions de leurs dirigeants. Il s'agit d'un problème classique dans les études empiriques en finance, mais les résultats trouvés pour un échantillon de sociétés permettent de formuler des recommandations valables pour d'autres.

L'importance des prévisions de résultats pour le marché a également été mise en évidence par différentes études:

Selon Graham, Dodd et Cottle (1962), le facteur unique le plus important qui détermine la valeur d'une action est la capacité bénéficiaire moyenne future, c'est à dire le bénéfice moyen pour un ensemble d'années futures. La valeur intrinsèque est ainsi déterminée d'abord en estimant cette capacité bénéficiaire et, ensuite, en la multipliant par un "facteur de capitalisation approprié".

Pownal et Waymire (1989) comparent le contenu informatif des prévisions de résultats des dirigeants à celui des résultats réalisés et montrent que les prévisions sont au moins "égales" aux réalisations en terme de valeur informationnelle. Dans l'ensemble, les prévisions des dirigeants sont associées à des variations plus importantes de cours. Cependant la différence observée n'est pas uniforme et semble être liée à la date de diffusion de la prévision puisque la différence est plus prononcée pour les prévisions publiées relativement tard au cours de l'exercice fiscal.

Ball et Brown (1968) montrent que la publication des résultats réalisés est à l'origine de variations de cours significativement différentes de zéro.

Certaines études ont tenté d'élaborer des théories économiques sous-jacentes à la décision des dirigeants de rendre publique de l'information discrétionnaire, dont la diffusion n'est pas rendue obligatoire par les institutions du marché financier. Ont été avancées les théories d'agence, de signaling (ou screening) et d'ajustement d'anticipations des investisseurs.

Par rapport à la théorie **d'agence**, les dirigeants de sociétés publient les prévisions afin de réduire l'asymétrie d'information avec les actionnaires et, plus la fraction du capital détenue par les dirigeants est faible, plus ceux-ci sont incités à publier des prévisions de résultats. Cette hypothèse a été testée par Ruland, Tung et George (1990).

Le terme hypothèse de **signaling** fait référence à la proposition selon laquelle les motifs de signaling incitent les sociétés à publier; ainsi les sociétés qui disposent de bonnes nouvelles concernant les bénéfices futurs vont se distinguer des autres en rendant publique cette information. Cette hypothèse a été testée notamment par Lev et Penman (1990), Milgrom (1981), Ross (1978) et Verrecchia (1983).

L'hypothèse **d'ajustement d'anticipations**, la plus récente, a été pour la première fois formulée par Ajinkya et Gift (1984); elle a été reprise et analysée par King, Pownal et Waymire (1990). Selon celle-ci, les dirigeants diffusent les prévisions afin d'ajuster les anticipations des investisseurs concernant les perspectives futures de la société; cette diffusion permet d'aligner les anticipations des investisseurs concernant la valeur d'équilibre de la société sur celles des dirigeants. Cette

hypothèse fait intervenir plusieurs concepts à la fois, l'hypothèse de marché efficient (HME), les transactions d'initiés, la valeur de marché de la société, la compensation des dirigeants basée sur la valeur de marché et la motivation des dirigeants à publier des informations non obligatoires. Par rapport à l'HME, si les dirigeants sont seuls à détenir certaines informations, et s'ils ne la diffusent pas au marché, ce dernier peut alors être incapable de discriminer correctement entre sociétés efficaces et moins efficaces comme il l'aurait fait autrement; la publication des prévisions de résultats permet d'éviter cette situation. Une non diffusion des prévisions permet aux initiés d'être les seuls à disposer gratuitement de cette information sur la base de laquelle ils vont effectuer des transactions; les traders ont également les moyens d'engager des dépenses pour acquérir cette information privée. Le spécialiste de la valeur ou market maker va afficher des spreads plus larges lorsqu'il pense que certains traders détiennent une meilleure information sur la valeur de l'action. En effet, des travaux antérieurs, notamment Copeland et Galai (1983) et Glosten et Milgrom (1985) ont montré l'impact des transactions d'initiés sur le bid-ask spread. Il apparaît donc que la richesse des actionnaires (et par conséquent la valeur de la firme) peut être améliorée grâce à une réduction de leur incitation à acquérir de l'information privée ou par une réduction de la possibilité pour les initiés de réaliser des gains de transaction. La diffusion publique de prévisions internes permet d'atteindre ces objectifs comme le montre notamment Diamond (1985). De plus, si leur rémunération est en partie ou en totalité indexée sur la valeur de marché de la société (cours du titre), les dirigeants sont incités à diffuser des informations non obligatoires, dont les prévisions de résultats.

Les études consacrées aux prévisions des dirigeants ont analysé celles-ci par rapport à différentes caractéristiques et hypothèses qui sont résumées ci-dessous.

Les sociétés dont les dirigeants diffusent des prévisions peuvent présenter certaines caractéristiques spécifiques, dont les plus couramment étudiées sont le marché de cotation, la taille et le risque.

Les motivations des dirigeants sont également étudiées; il est généralement fait l'hypothèse que ceux-ci sont susceptibles de diffuser l'information lorsqu'ils l'estiment favorable, selon l'hypothèse dite de screening ou de signaling.

L'étude du canal de diffusion a conduit certains auteurs à prédire une diffusion privée ou à travers les analystes financiers lorsque l'évolution attendue des résultats n'est pas favorable, et une diffusion publique des prévisions lorsqu'une évolution favorable est attendue.

La comparaison des prévisions aux anticipations des investisseurs (aux réalisations) permet d'analyser l'existence de biais ex ante (ex post).

La politique des sociétés en matière de publication des prévisions a été traitée dans plusieurs études; la comparaison des fréquences de publication des différentes sociétés de l'échantillon considéré a été faite, et la rapidité et saisonnalité (mois ou trimestre) de publication ont été analysées.

L'intérêt des prévisions pour les investisseurs réside dans leur valeur informationnelle, l'effet de celles-ci sur l'ajustement des anticipations des investisseurs et les variations de cours boursiers qui en résultent ont été largement testées. Cette analyse du contenu informatif a été faite pour différents sous-échantillons et sous différentes formes; par rapport aux différents trimestres par exemple, les réactions de cours sont plus faibles selon Baginski et Hassel (1990) et plus importantes selon Pownal et Waymire (1990), pour les prévisions publiées au cours du dernier trimestre que pour celles publiées sur les autres trimestres. Certaines études ont montré que l'acte volontaire de publication comporte un contenu informatif, résultat contredit par d'autres; l'information contenue dans les prévisions est parfois incorporée dans les cours avant la publication de celles-ci; les prévisions semblent avoir un contenu informatif supérieur aux dividendes et aux bénéfices réalisés.

Par rapport à Tchemeni (1993) cette étude comporte plusieurs apports nouveaux: l'étude des données et leur analyse économique sont plus développées; l'échantillon est formé de plus de 160 sociétés (945 prévisions), pour 67 (216 prévisions) dans Tchemeni (1993); la période d'étude va de 1984 à 1990 contre 1984 à 1987 pour l'article de 1993; des sous groupes sont constitués selon la période de publication, le secteur économique et la taille; de nouvelles méthodologies sont appliquées, notamment le calcul du bêta selon la méthode de Dimson (1979) et la définition d'une régression linéaire entre réalisations et prévisions.

Afin de mettre en évidence des résultats empiriques observés sur le marché français en ce qui concerne certains points évoqués ci-dessus, l'article est organisé en trois parties consacrées successivement aux données, à l'analyse économique et à l'analyse boursière.

## **I- Données**

L'existence des prévisions s'explique par le fait qu'avant la fin d'un exercice, les dirigeants de sociétés donnent des indications concernant les résultats qui seront réalisés. Sont considérées comme prévisions de dirigeants des estimations de résultats publiées par la société ou par l'un de ses cadres dirigeants, quelques mois ou semaines avant la fin de l'exercice fiscal. Plusieurs remarques peuvent être faites:

contrairement aux USA, les prévisions des dirigeants ne sont pas standardisées:

elles ne sont pas toujours présentées sous la forme du bénéfice par action (BPA) comme les prévisions d'analystes par exemple, ce qui rend difficile toute comparaison chiffrée entre ces deux types d'information; il est ainsi difficile d'assimiler les prévisions d'analystes aux anticipations du marché (comme l'ont fait de nombreuses études).

toutes les prévisions des dirigeants ne correspondent pas toujours à la même définition des résultats (le résultat net consolidé part du groupe, par exemple); en effet, elles se présentent sous la forme de BPA, de bénéfices avant éléments exceptionnels, de bénéfices d'exploitation, de résultats de la société mère, de résultats avant prise en compte des intérêts minoritaires, de résultats courants...

L'analyse individuelle des sociétés de l'échantillon quant à leur comportement en matière de publication des prévisions de résultats fait apparaître une différence entre elles quant à la fréquence de publication de ce type d'information mise en évidence par une coupe instantanée. Sur une année donnée, toutes les sociétés de l'échantillon ne diffusent pas des prévisions, et parmi celles qui le font, certaines procèdent à de nombreuses révisions de prévisions alors que d'autres procèdent à peu ou à aucune révisions. Ce constat nous amène à nous intéresser aux sociétés qui procèdent à plus de quatre révisions et qui publient donc sur une année au moins six prévisions de résultats; l'objectif est d'analyser les raisons d'une fréquence aussi élevée: y a-t-il des changements dans l'environnement économique qui expliquent cette forte fréquence? Les montants des prévisions sont-ils fondamentalement différents entre eux?

Dans cette partie vont être successivement analysées les sources d'information, ainsi que les caractéristiques des sociétés de l'échantillon et enfin les dates de prévisions recueillies, leur répartition par marché de cotation, par secteur économique, et par sens de variation.

## **I.1- Sources**

Les prévisions sont collectées par lecture de la presse économique et financière; les journaux consultés sont ceux qui figurent dans les dossiers de sociétés constitués auprès des centres de documentation de la Société des Bourses Françaises (SBF) et de la Commission des Opérations de Bourse (COB).

Les journaux sont assez variés: des quotidiens comme Les Echos, La Tribune, Agéfi; des hebdomadaires comme Investir, Le Journal des Finances, Option Finance, La Vie Française. Plusieurs autres journaux véhiculent également les prévisions des dirigeants, notamment Le Monde, Le Figaro, Le Quotidien de Paris, Libération, Chimie Actualités, Lettre du Second Marché, Correspondance Economique; l'information est parfois communiquée au travers de documents émanant de la société comme la lettre d'information aux actionnaires ou des communiqués envoyés à la SBF ou à la COB.



Pour certaines sociétés, et sur certaines années, notamment entre 1988 et 1990, il n'existe à la documentation de la COB que des extraits du journal Agefi.

La date d'annonce que nous retenons est celle de la première parution dans l'une des revues consultées; il peut donc exister dans certains cas un décalage d'un jour ou d'une semaine (très peu fréquent) entre la date réelle de diffusion de l'information par les dirigeants et celle de la première parution dans une revue.

Pour chaque société, le dossier de presse est systématiquement consulté, des comparaisons étant souvent effectuées entre les informations de la SBF et celles de la COB afin de corriger d'éventuelles incohérences.

L'échantillon de données comporte au départ 1001 dates de prévisions correspondant à 176 sociétés, sur la période 1984 à 1990. Sont considérées comme prévisions des résultats d'un exercice ou d'une période donnée, les montants publiés avant la fin de l'exercice et qui informent sur les résultats de la période; elles sont soit sous forme d'un montant unique déterminé (point), soit sous forme de fourchette (un résultat minimal et un résultat maximal). Des prévisions purement qualitatives sans indication de montant chiffré du résultat ne sont pas prises en compte dans notre échantillon. Sont ensuite éliminées 56 dates correspondant à des sociétés dont l'exercice fiscal ne se termine pas au 31 décembre; il reste en définitive **945 dates, dont 496 sont des premières prévisions**.

Les sociétés dont l'exercice fiscal ne se termine pas au 31 décembre comprennent notamment le Groupe Axa (31 août), Skis Rossignol (31 mars), Club Méditerranée, Csee (30 juin), Salomon (31 mars), Zodiac (31 août), Stéphane Kelian (31 juillet), Darty, Cgi-informatique (31 août), Groupe André (31 août), Rémy Cointreau (31 mars); cette correction de l'échantillon est nécessaire afin d'avoir des données homogènes.

Lorsque l'on compare le nombre de premières prévisions publiées chaque année sur la période 1984 à 1990, on observe une progression constante du nombre de sociétés qui diffusent des prévisions, sauf en 1988. Cette situation spécifique de 1988 s'expliquerait ainsi: les données ont été collectées en deux temps, d'abord en 1989 pour la période 1984-1989, puis en juillet août 1993 pour la période 1984-1990 pour certaines sociétés et la période 1988-1990 pour celles dont la collecte a été effectuée en 1989. Mais les dossiers de certaines sociétés, du fait de l'importance des informations qui doivent y être classées sont devenus trop épais et certaines coupures de presse notamment celles datant d'avant 1989 ont été détruites; ceci peut expliquer la relative faiblesse du nombre de prévisions observée en 1988.

Le tableau 1 et l'annexe 1 résument ces informations:

L'annexe 1 présente l'ensemble des sources d'information dans lesquelles les prévisions ont été relevées et qui constituent **31 canaux de communication**. La

même information est quelquefois reprise par plusieurs journaux soit le même jour soit à un ou plusieurs jours d'intervalle. La dernière ligne "total" permet de constater la spécificité de l'année 1988, mentionnée dans les commentaires ci-dessus, en ce qui concerne l'évolution du nombre de prévisions des dirigeants entre 1984 et 1990.

Le tableau 1 présente les dix sources d'informations les plus importants selon le critère du pourcentage de prévisions diffusées sur la période 84-90, classées par ordre de pourcentage décroissant; elles contiennent à elles seules 881 des 945 prévisions, soit 93,2%. Dans l'ensemble, les dix sources du tableau 1 semblent représentatives des canaux de diffusion; chacune d'elles a communiqué au moins 1% de l'ensemble des prévisions que nous avons collectées. Les prévisions publiées à travers les 21 autres sources constituent soit de nouvelles informations soit de simples reprises, à quelques jours d'intervalle de l'information déjà rendue publique à travers une autre source. Cette dernière situation est assez souvent observée du fait des périodicités de parution différentes des divers journaux, quotidiens du soir ou du matin, hebdomadaires, mensuels.

**Tableau 1**  
**Distribution des dates de publications par les principales sources**

	84-90	% (1)	% (2)
<i>Principales sources</i>			
Cote Desfossés	265	28,0%	30,1%
AGEFI	206	21,8%	23,4%
Investir	111	11,7%	12,6%
Echos (Les)	70	7,4%	7,9%
Communiqué Société	57	6,0%	6,5%
Vie Française (La)	48	5,1%	5,4%
Tribune (La Tribune)	41	4,3%	4,7%
Journal des Finances	39	4,1%	4,4%
Figaro (Le)	31	3,3%	3,5%
Valeurs Actuelles	13	1,4%	1,5%
<i>Total</i>	<i>881</i>	<i>93,2%</i>	<i>100,0%</i>

**Note :** La colonne (1) représente le pourcentage par rapport à l'ensemble des sources, et la colonne (2) représente le pourcentage par rapport à ces principales sources.

## I.2- Dates de prévisions

Les sociétés publient entre une et exceptionnellement neuf prévisions par année. Le nombre moyen de prévisions par année et par société, représenté dans le tableau 2, est de 1,83. Ce nombre est plus faible sur le Marché Comptant (1,50) que sur le Règlement Mensuel (1,89) ou sur les autres marchés (1,90). Une différence est également observée en ce qui concerne les secteurs économiques avec un minimum de 1,62 pour le secteur "Divers" et un maximum de 2,01 pour le secteur "Services". Ce nombre moyen traduisant peut être un degré d'incertitude quant à l'observation, une analyse plus approfondie menée ultérieurement sur le niveau de capitalisation nous permettra peut être de répondre à cette question.

**Tableau 2**  
**Nombre moyen annuel de prévisions publiées par marché et par secteur**

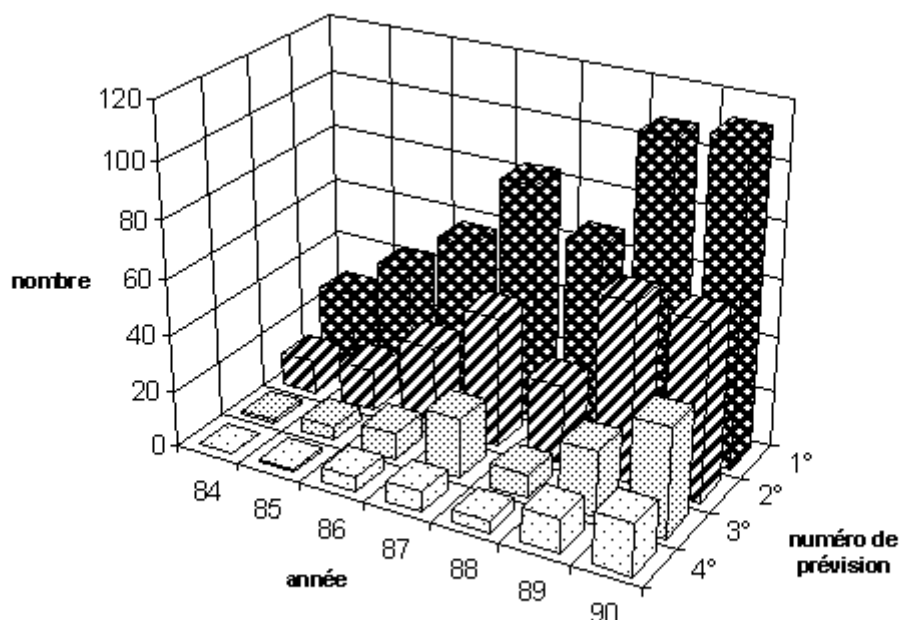
	Moyenne	
<b>Marché</b>		
Comptant	1,50 *	o
Règlement Mensuel	1,89 *	
Autres	1,90 *	
<b>Secteurs</b>		
		*
Produits de base	1,82 *	
Constructions	1,64 *	o
Biens d'équipement	1,68 *	o
Biens de consommation durables	1,78 *	
Biens de consommation non durables	1,98 *	
Biens de consommation alimentaires	1,67 *	o
Services	2,01 *	
Sociétés financières	1,90 *	
Divers	1,62 *	
<i>Total</i>	<i>1,83 *</i>	

---

**Note :** L'astérisque (\*) signifie que la moyenne des prévisions par an est statistiquement différent de 1 au niveau de 5%, et le signe (o) correspond à la moyenne de 2 prévisions par an.

Le graphique 1 présente, pour chaque année, le nombre de prévisions publiées en se limitant au maximum à quatre prévisions.

**Graphique 1**  
**Distribution des prévisions par année et par numéro de prévision**



Le nombre de prévisions publiées est en augmentation constante depuis 1984 malgré la situation spécifique de 1988, ce qui montre l'attention que les dirigeants accordent à ce type d'information ainsi que l'intérêt du marché vis à vis de celui-ci. Le nombre de premières (secondes) prévisions passe d'environ 25 (10) en 1984 à près de 110 (50) en 1990. Une évolution similaire en proportion est observée pour les troisièmes et quatrièmes prévisions. Le nombre de plus en plus important de prévisions autres que les premières témoigne du souci des dirigeants de mieux informer le marché par la publication de révisions ou de confirmations éventuelles des premières estimations lorsque de nouvelles données sur l'environnement économique et le métier de l'entreprise sont disponibles.

Le nombre moyen annuel des prévisions est de 2 par société, soit en moyenne une seule révision; il existe cependant des sociétés qui diffusent plus de 5 prévisions.

Il semble que sauf dans des cas particuliers, le nombre élevé de prévisions se justifie par la possession d'informations nouvelles qui amènent les dirigeants soit à réviser à la hausse ou à la baisse la prévision antérieure, soit à confirmer celle-ci afin de rassurer le marché...Il peut s'agir aussi d'une simple reprise de l'information antérieure par des journaux à périodicité moins grande lors de la rédaction d'un article sur la société concernée, par exemple.

Les prévisions successives concernant *Canal plus*, au nombre de 9 pour 1990 permettent d'illustrer nos propos: le 8 janvier Investir fait état de prévisions de résultats de 800 millions, en hausse de 7% par rapport à 1989; le 3 février la Cote Desfossés annonce des prévisions de 807 millions, en hausse de 9%; le 30 février un communiqué de la société indique que la prévision de résultats devrait dépasser 800 millions de francs; le 7 avril dans un communiqué de la société, le PDG annonce de bonnes informations sur le satellite et le câble, et des prévisions de 800 millions et de 900 millions respectivement pour 1990 et 1991; le 2 juillet, un communiqué de la société indique que l'objectif de 800 millions sera atteint sans difficulté compte tenu de l'avance des abonnements et de la progression du chiffre d'affaires publicitaire; le 31 août, un communiqué informe que le nombre d'abonnés est supérieur de plus de 10% à celui de 1989, et fait état d'une progression des résultats financiers d'environ 15% par rapport à 1989.

La Vie Française, journal hebdomadaire, reprend une semaine après leur diffusion, les informations parues dans certains quotidiens comme Agefi ou Investir. Il ressort de cet exemple que lorsque les dirigeants de *Canal plus* ont été en possession d'informations nouvelles, ils ont fait connaître l'incidence de celles-ci sur leurs prévisions. Un autre exemple est donné par la société Clarins dont le conseil d'administration a publié une note précisant que l'association de *Clarins* avec *Thierry Mugler* n'aurait pas d'impact significatif sur la dernière prévision de résultats de Clarins.

Cinq autres sociétés de l'échantillon diffusent plus de 5 prévisions sur l'une des 7 années de la période d'étude, Accor, Havas, Dubois investissement, Compagnie générale des eaux, Clarins; les quatre premières appartiennent au secteur services, ce qui confirme la forte propension de ce secteur à faire connaître ses prévisions internes et la grande visibilité de ses résultats, comme nous l'avons montré par ailleurs dans cette étude.

Compte tenu des rediffusions par des journaux d'anciennes publications et des reprises de certaines informations quelques jours ou semaines plus tard par des journaux à périodicité moins grande, l'on peut retenir le nombre maximum de 4 prévisions annuelles.

Dans la suite de cette section, nous présentons la distribution des prévisions des dirigeants par marché de cotation, par secteur économique, par sens de variation

(une hausse, une baisse ou constance), ainsi que par mois ou trimestre de publication.

### Marché de cotation

L'échantillon a été constitué grâce à une consultation quasi systématique des dossiers des sociétés cotées au règlement mensuel, au comptant et au hors cote comme le montrent le tableau 3 et le graphique 2 qui permettent d'analyser la relation entre prévisions des dirigeants et marchés de cotation des sociétés.

Lorsqu'il est fait abstraction de l'année 1988, il apparaît, d'après l'examen du tableau 3 que les dirigeants de sociétés sont de plus en plus nombreux à publier volontairement des prévisions de résultats. En effet, qu'il s'agisse de "toutes les prévisions" ou des "premières prévisions", une progression constante et significative de leur nombre est observée.

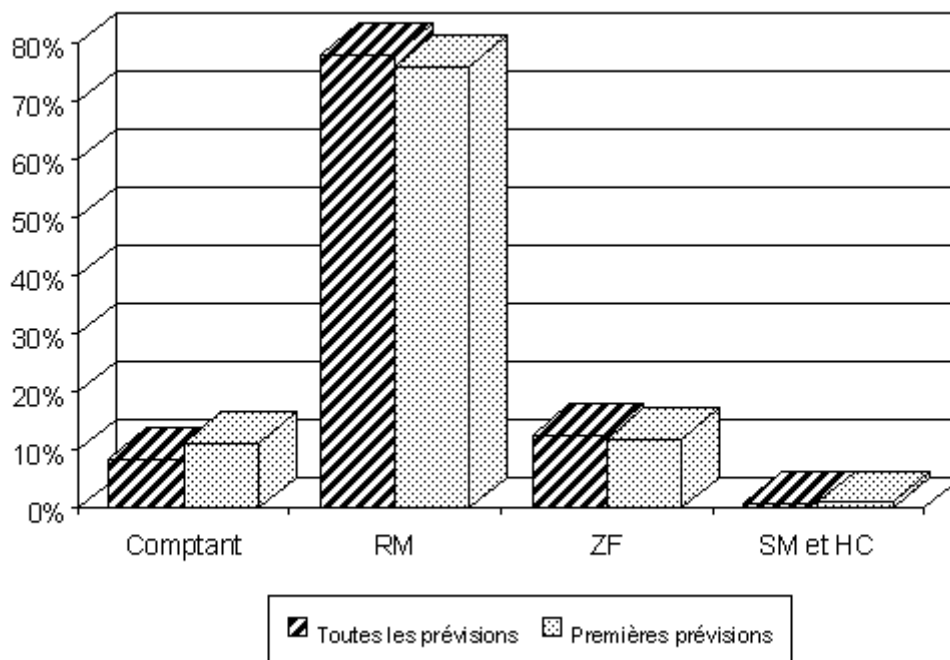
**Tableau 3**  
**Distribution des dates de publication par marché de cotation**

	84	85	86	87	88	89	90	84-90	%
<b><i>Toutes les prévisions</i></b>									
Comptant	1	4	5	19	9	18	24	<b>80</b>	
	<b>8,5</b>								
Règlement mensuel	37	55	90	120	85	167	184	<b>738</b>	
	<b>78,1</b>								
Valeurs de la zone franc	1	3	7	18	21	30	39	<b>119</b>	
	<b>12,6</b>								
Second marché ou hors cote spécial	1	1	2	4	0	0	0	<b>8</b>	
	<b>0,8</b>								
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>104</b>	<b>161</b>	<b>115</b>	<b>215</b>	<b>247</b>	<b>945</b>	
	<b>100</b>								
<b><i>Premières prévisions</i></b>									
Comptant	1	3	4	11	8	14	14	<b>55</b>	
	<b>11,1</b>								
Règlement mensuel	24	35	49	62	49	76	82	<b>377</b>	
	<b>76,0</b>								
Valeurs de la zone franc	1	3	3	8	10	18	16	<b>59</b>	
	<b>11,9</b>								

Second marché ou hors 1,0 cote spécial	1	1	1	2	0	0	0	5
<i>Total</i> <b>100</b>	27	42	57	83	67	108	112	<b>496</b>

Lorsque les différents compartiments de cotation sont considérés, il apparaît que les sociétés du règlement mensuel sont celles qui publient le plus grand nombre de prévisions, soit une proportion de plus de 70% pour les deux groupes de prévisions. En second lieu vient la zone franc suivis du comptant et du second marché ou hors cote spécial. En rapprochant le nombre total de "toutes les prévisions" de celui des "premières prévisions", l'on constate qu'en moyenne les premières représentent plus de 53% de l'ensemble des prévisions. Le graphique 2 montre également la domination du RM.

**Graphique 2**  
**Répartition des publications de prévisions par marché de cotation**



*Note* : RM (Règlement Mensuel), ZF (Zone franc), SM (Seconde Marché), HC (Hors Cote).

### Secteur économique

Le tableau 4 présente la répartition des dates de publication des prévisions par secteur sur la période 1984-1990.

L'examen de ce tableau montre que le secteur des services est à l'origine d'un peu plus de 30% de l'ensemble des publications de prévisions, suivi par les biens de consommation non durables, les biens d'équipement, les produits de base et les constructions.

La forte présence du secteur des services s'explique-t-elle par une visibilité plus grande des résultats des sociétés de ce secteur?

Le graphique 3 confirme les données du tableau 4, à savoir une forte domination du secteur des services qui publie deux fois plus de prévisions que celui qui arrive tout de suite après lui; remarquons enfin que les secteurs des biens de consommation durables et des sociétés financières représentent chacun environ 7,5% du total des premières prévisions.

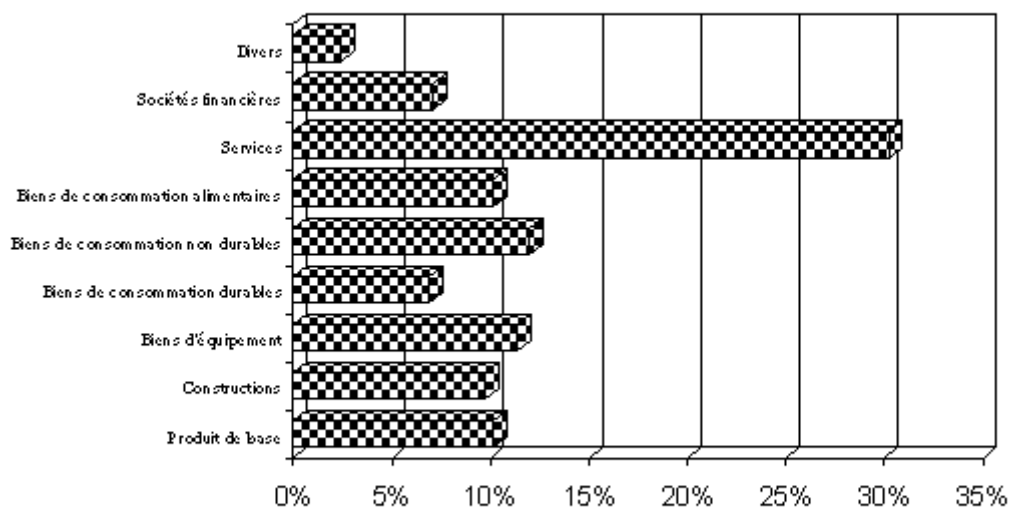
**Tableau 4**  
**Distribution des dates de publication par secteur**

	84	85	86	87	88	89	90	84-90	%
<b>Toutes les prévisions</b>									
Produits de base	1	9	14	18	4	25	22	<b>93</b>	<b>9,84</b>
Constructions	4	3	5	13	8	22	22	<b>77</b>	<b>8,15</b>
Biens d'équipement	4	11	10	19	15	24	17	<b>100</b>	<b>10,59</b>
Biens de consomm. durables	4	6	12	12	4	5	16	<b>59</b>	<b>6,25</b>
Biens de consomm. non durables	5	10	19	23	21	27	23	<b>128</b>	<b>13,54</b>
Biens de consomm. alimentaires	10	5	10	22	13	13	17	<b>90</b>	<b>9,52</b>
Services	11	18	30	46	38	71	97	<b>311</b>	<b>32,91</b>
Sociétés financières	0	1	3	7	10	20	23	<b>64</b>	<b>6,77</b>
Divers	1	0	1	1	2	8	10	<b>23</b>	<b>2,43</b>
<i>Total</i>	<i>40</i>	<i>63</i>	<i>104</i>	<i>161</i>	<i>115</i>	<i>215</i>	<i>247</i>	<b>945</b>	<b>100</b>
<b>Premières prévisions</b>									
Produits de base	1	6	7	8	2	14	12	<b>50</b>	<b>10,08</b>



Constructions	2	3	4	8	6	13	12	<b>48</b>	<b>9,68</b>
Biens d'équipement	3	7	7	11	8	12	8	<b>56</b>	<b>11,29</b>
Biens de consomm. durables	3	4	7	7	4	3	6	<b>34</b>	<b>6,85</b>
Biens de consomm. non durables	3	6	8	11	10	12	9	<b>59</b>	<b>11,90</b>
Biens de consomm. alimentaires	5	4	7	8	7	8	11	<b>50</b>	<b>10,08</b>
Services	9	11	14	24	22	31	38	<b>149</b>	<b>30,04</b>
Sociétés financières	0	1	2	5	6	10	11	<b>35</b>	<b>7,06</b>
Divers	1	0	1	1	2	5	5	<b>15</b>	<b>3,02</b>
<i>Total</i>	<i>27</i>	<i>42</i>	<i>57</i>	<i>83</i>	<i>67</i>	<i>108</i>	<i>112</i>	<b>496</b>	<b>100</b>

**Graphique 3**  
**Répartition des publications de prévisions par secteur - premières prévisions (1984-1990)**



### Sens de variation

Les termes "hausse", "constance" ou "baisse" traduisent le fait qu'un résultat prévisionnel pour l'année t est en hausse, équivalent ou en baisse par rapport aux

résultats réalisés au cours de l'année (t-1); leur évolution est ici analysée à partir des informations contenues dans le tableau 5. Pour les deux groupes, "toutes les prévisions" (TP) et "premières prévisions" (PP), une croissance du nombre de hausses et de baisses est observée entre 1984 et 1990, ainsi qu'une stagnation voire une diminution pour le nombre de constance. La croissance la plus forte est observée pour hausse entre 84 et 90, soit plus de 655% (respectivement 426%) pour toutes TP (PP).

Ce tableau montre également que sur chacune des années de la période, les prévisions en hausse sont en nombre très supérieur aux autres; sur 1990 par exemple, pour TP (PP), il y a 219 (100) hausses, soit 88,67% (89,3%).

Bien que dans des proportions moindres, le nombre de prévisions en baisse a plus que doublé entre 1984 et 1990, ce qui tend à montrer que les dirigeants sont de plus en plus incités à publier des baisses.

Si nous assimilons une hausse, constance ou baisse respectivement à une bonne nouvelle, une nouvelle neutre ou une mauvaise nouvelle (hypothèse peut être trop forte puisque les anticipations des investisseurs ne sont pas prises en compte lorsqu'on attribue les qualificatifs de bonne, neutre ou mauvaise nouvelle), il apparaît que les prévisions publiées par les dirigeants sont souvent des informations favorables (ou de bonnes nouvelles).

Les observations émises ci-dessus sont conformes à ce qui ressort du graphique 4 qui représente les données relatives aux premières prévisions et sur lequel la domination des hausses est bien apparente.

Remarquons enfin que les chiffres globaux cachent les particularités de chacune des sociétés de l'échantillon prise individuellement; en effet, peu de sociétés publient systématiquement des prévisions sur toutes les années de la période d'étude.

**Tableau 5**  
**Distribution des dates de publication par sens de variation**

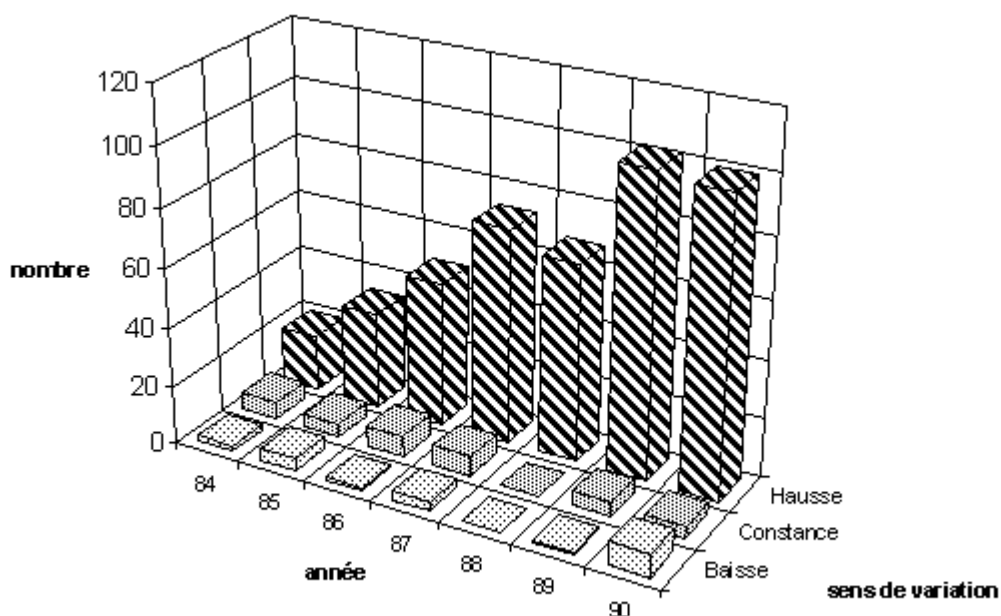
	84	85	86	87	88	89	90	84-90	%
<i>Toutes les prévisions</i>									
Hausse	29	52	92	146	114	206	219	<b>858</b>	<b>90,80</b>
Constance	7	6	10	8	1	6	6	<b>44</b>	<b>4,65</b>
Baisse	4	5	2	7	0	3	22	<b>43</b>	<b>4,55</b>
<i>Total</i>	40	63	104	161	115	215	247	<b>945</b>	<b>100,00</b>

### **Premières prévisions**

Hausse	19	33	49	73	67	102	100	<b>443</b>	<b>89,31</b>
Constance	6	5	7	7	0	5	4	<b>34</b>	<b>6,86</b>
Baisse	2	4	1	3	0	1	8	<b>19</b>	<b>3,83</b>
<i>Total</i>	<i>27</i>	<i>42</i>	<i>57</i>	<i>83</i>	<i>67</i>	<i>108</i>	<i>112</i>	<b>496</b>	<b>100,00</b>

### **Graphique 4**

**Nombre de publications de prévisions par année et selon le sens de la prévision (premières prévisions)**



### **Saisonnalité**

La saisonnalité fait référence à la date ou période à laquelle la prévision est publiée, cette date pouvant être comparée à la date de début ou de fin de l'exercice pour lequel les prévisions de résultats sont publiées, afin d'analyser la rapidité avec laquelle les dirigeants communiquent l'information au marché.

McNichols (1989) montre que sur un échantillon de 617 prévisions, plus de 42,5% sont publiées au dernier trimestre de l'exercice fiscal. Han et Wild (1991) confirment la réticence

des dirigeants à publier assez tôt des prévisions; 6% des 263 prévisions sont publiées au premier trimestre contre 47% pour le dernier trimestre.

La saisonnalité des dates de publication est ici analysée selon le trimestre au cours duquel elle intervient.

Le tableau 6 donne une première idée de la saisonnalité à travers la distribution des dates de premières prévisions par mois et par trimestre. Les mois de mai (12,9%), juin (20,4%) et octobre (14,3%) sont ceux pour lesquels les plus fortes concentrations de publications sont observées; ces trois mois regroupent 47,6% de l'ensemble des premières prévisions. La forte concentration des prévisions sur ces trois mois s'explique par le fait que Mai et Juin sont proches de la fin du premier semestre et que les dirigeants disposent d'informations assez nombreuses sur l'environnement économique et l'activité de la société; au mois d'octobre, la fin de l'exercice est encore plus proche et la visibilité sur les résultats encore plus grande. La répartition des prévisions par trimestre montre que le second est celui sur lequel un nombre plus important de prévisions est publié, suivi du 4ème, du 1er trimestres, et enfin du 3ème. L'on se serait attendu, comme l'ont montré des études réalisées aux USA, à ce que le 4ème trimestre comporte beaucoup plus de prévisions. En fait, la fin du second trimestre correspond à la fin du 1er semestre au terme duquel les entreprises sont tenues, en France selon une réglementation de la COB, de publier un résultat semestriel prévisionnel.

**Tableau 6**  
**Distribution des dates de publication de premières prévisions**  
**par mois et par trimestre**

	Nombre	Pourcentage
<b>Mois</b>		
Janvier	28	5,7%
Février	31	6,3%
Mars	31	6,3%
Avril	44	9,0%
Mai	63	12,9%
Juin	100	20,4%
Juillet	19	3,9%
Août	16	3,3%
Septembre	31	6,3%
Octobre	70	14,3%

Novembre	33	6,7%
Décembre	23	4,7%
<b>Trimestre</b>		
1	90	18,4%
2	207	42,3%
3	66	13,5%
4	126	25,8%
<b>Total</b>	<b>489</b>	

---

## I.3- Sociétés

### Répartition des sociétés

L'échantillon de notre étude est composé de 163 sociétés, dont la liste est disponible en annexe 2. Ces sociétés se répartissent en 24 sur le comptant, 116 soit 71,2% sur le RM et 23 sur les autres marchés. La répartition des sociétés par secteur est donnée dans le tableau 7. Les chiffres de ce tableau sont à comparer avec ceux du tableau 4 de la distribution des dates de publication par secteur. On observe que les prévisions du secteur services représentent presque 33% de l'ensemble des premières prévisions alors que ce secteur ne représente que 26,4% des sociétés de l'échantillon. Par ailleurs, les produits de base représentant 11,7% des sociétés ont seulement 10% des premières prévisions.

**Tableau 7**  
**Répartition des sociétés par marché et par secteur**

---

	<i>Nombre</i>	<i>%</i>
<b>Marché de cotation</b>		
Comptant	24	14,7%
RM	116	71,2%
Autres	23	14,1%
<b>Secteur économique</b>		
Produits de base	19	11,7%
Constructions	17	10,4%

Biens d'équipement	21	12,9%
Biens de consomm. durables	9	5,5%
Biens de consomm. non durables	17	10,4%
Biens de consomm. alimentaires	16	9,8%
Services	43	26,4%
Sociétés financières	15	9,2%
Divers	6	3,7%
<i>Total</i>	<i>163</i>	<i>100,0%</i>

---

## Politique de diffusion

Des études antérieures se sont intéressées à la politique de diffusion. McNichols (1989) montre que sur une période de quatre ans, 67% des sociétés de son échantillon publient une seule prévision, ce qui tend à prouver que les sociétés n'ont pas une pratique systématique en matière de diffusion.

Le tableau 8 présente les pourcentages de sociétés qui publient des prévisions sur la période d'étude. Il apparaît que sur les 163 sociétés, seules 5 publient chaque année et 81(33+48), soit près de la moitié ont publié au plus deux années de prévision.

**Tableau 8**  
**Répartition des sociétés par nombre d'années de prévisions**

---

	Nombre	%
Exactement		
1 prévision	33	20,25
2 prévisions	48	29,45
3 prévisions	23	14,11
4 prévisions	26	15,95
5 prévisions	16	9,82
6 prévisions	12	7,36
7 prévisions	5	3,07
<i>Total</i>	<i>163</i>	<i>100,0%</i>

---

La liste des sociétés figure dans l'annexe 2.

Cette partie consacrée à l'analyse des données révèle des faits pertinents: les sociétés du règlement mensuel publient une proportion très importante des prévisions; le secteur des services est le mieux représenté parmi les 9 considérés; les prévisions annoncent dans leur grande majorité une hausse des résultats futurs par rapport aux précédents; le deuxième trimestre constitue la période la plus riche en publications; enfin, les sociétés n'ont pas une politique systématique en matière de diffusion de prévisions.

## **II- Analyse économique**

Dans cette partie, seront présentées et testées certaines hypothèses relatives aux données et aux sociétés de l'échantillon; les hypothèses découlent de la littérature antérieure et des fondements économiques des prévisions des dirigeants. Certaines de ces hypothèses et d'autres plus spécifiques au marché français vont faire l'objet d'analyses empiriques.

### **II.1- Corrélation entre réalisations et prévisions**

Cette partie examine l'existence éventuelle de biais associés aux prévisions: biais ex ante et biais ex post.

Plusieurs travaux ont étudié les biais dans les prévisions des dirigeants. McNichols (1979) distingue biais ex ante et biais ex post. Les premiers font référence à la tendance des dirigeants à publier des prévisions qui sont systématiquement favorables (bonnes nouvelles) ou défavorables (mauvaises nouvelles) relativement aux anticipations du marché au moment de la publication. Le biais ex post fait référence à l'ampleur de la sous ou de la sur estimation systématique des réalisations par les dirigeants. Les résultats qu'elle a trouvés ne confirment pas l'affirmation selon laquelle, en moyenne, les prévisions des dirigeants sont des projections (estimations) systématiquement biaisées des résultats futurs.

D'autres études, en particulier celles de Waymire (1984), et de Lev et Penman (1990) faites sur des données d'avant le milieu des années 1970 montrent pour la plupart une fréquence relativement plus grande de publication de bonnes nouvelles; dans l'étude de Penman(1980) effectuée sur un échantillon de 725 prévisions de dirigeants, 589 sont des prévisions optimistes. Ajinkya et Gift (1984), qui ont travaillé sur des données plus récentes, trouvent que les dirigeants publient autant de bonnes que de mauvaises nouvelles.

L'hypothèse de l'existence d'un biais ex ante est difficile à tester sur le marché français pour deux raisons:

les prévisions des dirigeants ne sont pas comparables en ce qui concerne le BPA à celles des analystes, il est donc quasiment impossible d'assimiler anticipations des investisseurs et prévisions d'analystes afin de tester l'existence d'un biais ex ante;

les prévisions des dirigeants ne sont pas toujours formulées dans les mêmes termes que les réalisations, il est donc difficile d'analyser sur des données quantitatives l'existence d'un biais ex post qui fait référence à l'ampleur de la sous ou de la sur estimation systématique des réalisations par les dirigeants.

Néanmoins la comparaison des prévisions et des réalisations peut être effectuée en ce qui concerne le sens de leurs variations (hausse, constance et baisse). Un tableau dit de fréquence présente cette comparaison et permet de déterminer s'il existe une cohérence entre les prévisions et les réalisations.

### Sens de variation des réalisations et des prévisions

Nous disposons des bénéfices nets par action de la majorité des sociétés de notre échantillon.

Soient

$SBPA_{i,t}^{(1)}$  première prévision (qualitative<sup>1</sup>) du titre i pour l'année t

$SBPA_{i,t}^{(d)}$  dernière prévision (qualitative) du titre i pour l'année t

$BPA_{i,t}^{(R)}$  Résultat réalisé du titre i pour l'année t

$$\Delta BPA_{i,t}^{(R)} = \frac{BPA_{i,t}^{(R)} - BPA_{i,t-1}^{(R)}}{BPA_{i,t-1}^{(R)}}$$

lorsque le dénominateur est nul, par simplification de notation, nous attribuons la valeur +1 (respectivement -1) selon le signe du numérateur, car nous nous intéressons uniquement au sens de variation des résultats.

$SBPA_{i,t}^{(R)}$  sens de variation des résultats réalisés du titre i

$$SBPA_{i,t}^{(R)} = \begin{cases} \text{Constance} & \text{si } |\Delta BPA_{i,t}^{(R)}| \leq \alpha\% \\ \text{Hausse} & \text{si } \Delta BPA_{i,t}^{(R)} > +\alpha\% \\ \text{Baisse} & \text{si } \Delta BPA_{i,t}^{(R)} < -\alpha\% \end{cases}$$

où le paramètre  $\alpha$  est choisi arbitrairement à 5%.

La relation entre le sens de variation des réalisations et des prévisions est mise en évidence dans les tableaux de contingence 9 et 10. Les lignes (colonnes) de ce tableau décrivent le sens de variation des réalisations (prévisions). Chaque case



comporte deux chiffres, le premier indique l'effectif et le second la fréquence par rapport à l'ensemble du tableau. Trois zones sont mises en évidence: celle de la diagonale descendante, zone de bonne évaluation dans laquelle pour 74,7% (3,9+1,1+69,7) des sociétés les réalisations ont le même sens que les prévisions; celle du triangle supérieur droit, dit de "sur-estimation" où 24,1% (1,1+14+9) des sociétés ont fait des prévisions de constance ou de hausse alors que les réalisations se sont révélées être de baisse ou de constance; celle enfin du triangle inférieur droit dit de "sous-estimation" où 1,1% (0+0+1,1) des sociétés ont fait des prévisions de constance alors que les réalisations ont été de hausse. Nous obtenons par ailleurs des résultats comparables pour les dernières prévisions de l'année fiscale. Ces résultats sont parfaitement cohérents avec ceux développés en particulier par McNichols (1989).

**Tableau 9**  
**Sens de variation des prévisions et réalisations**  
**Premières prévisions**

Prévisions Réalisation	Baisse	Constance	Hausse	Total Ligne
<b>Baisse</b>	7	2	25	34
	3,9%	1,1%	14,0%	19,1%
<b>Constance</b>	0	2	16	18
	0,0%	1,1%	9,0%	10,1%
<b>Hausse</b>	0	2	124	126
	0,0%	1,1%	69,7%	70,8%
<b>Total</b>	7	6	165	178
<b>Colonne</b>	3,9%	3,4	92,7%	100,0%

*Note* : Il existe parfois une différence de l'ordre de 0,1% entre la somme des pourcentages et le total ligne, ou colonnes. Cela est dû uniquement au problème d'arrondi.

**Tableau 10**  
**Sens de variation des prévisions et réalisations**  
**Dernières prévisions**

Prévisions Réalisation	Baisse	Constance	Hausse	Total ligne
---------------------------	--------	-----------	--------	-------------

<b>Baisse</b>	9	1	24	34
	5,1%	0,6%	13,5	19,1%
<b>Constance</b>	0	1	17	18
	0,0%	0,6%	9,6%	10,1%
<b>Hausse</b>	0	2	124	126
	0,0%	1,1%	69,7%	70,8%
<b>Total</b>	9	4	165	178
<b>Colonne</b>	5,1%	2,2%	92,7%	100,0%

---

**Note** : Il existe parfois une différence de l'ordre de 0,1% entre la somme des pourcentages et le total ligne, ou colonnes. Cela est dû uniquement au problème d'arrondi.

En outre, il apparaît que 79,8% des réalisations de l'année (t-1) constituent une hausse par rapport à celles de (t-2), 23,8% une baisse et 6,4% une constance. En ce qui concerne l'année t, par rapport à l'année (t-1), ces pourcentages sont respectivement 70,8%, 19,1% et 10,1%. Ces trois derniers chiffres sont très différents en proportion de ceux du tableau 5 relatifs à la distribution des premières prévisions par sens de variation : 89,3% des prévisions sont à la hausse, et seulement 3,8% à la baisse. Ces résultats confirment la théorie des biais ex post.

Nous nous intéressons maintenant à la prévision quantitative et qualitative des résultats. Le pouvoir explicatif des réalisations de l'année fiscale en cours par des résultats passés et en particulier par ceux de l'année précédente est mesuré. La relation entre le sens de variation des résultats de l'année en cours et celui des résultats passés est étudiée. Enfin une comparaison du sens de variation des résultats de l'année en cours et de celui des prévisions des dirigeants est effectuée.

### **Prévision des résultats**

Les réalisations passées peuvent également constituer une bonne prévision des réalisations futures. La régression linéaire suivante :

$$DRBPA_{i,t} = a + b.DRBPA_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

(1)

nous permet de mesurer le pouvoir prédictif des variations des résultats de l'année passée pour expliquer celles de l'année en cours.

La variation des résultats de l'année précédente est un bon indicateur de résultats de l'année en cours puisque le coefficient b de la régression est de 0,8 et le coefficient de corrélation est 0,62.

**Tableau 11**

**Comparaison entre prévisions des dirigeants pour l'année en cours et réalisations de l'année précédente comme prévision des résultats de l'année en cours**

Prévisions (par les dirigeants et résultats passés)	Baisse	Constance	Hausse	Total Ligne
Réalisation				
Baisse	3,9	1,1	14,0	19,1
	4,3	1,1	9,6	14,9
Constance	0,0	1,1	9,0	10,1
	0,0	0,0	10,6	10,6
Hausse	0,0	1,1	69,7	70,8
	9,6	5,3	59,0	74,5
<b>Total</b>	3,9	3,4	92,7	100,0%
<b>Colonne</b>	13,8	6,4	79,8	100,0%

*Note* : Chaque case de ce tableau est constituée de deux lignes. La première indique le pourcentage relatif aux prévisions par les dirigeants et la seconde représente celui relatifs aux résultats de l'année passée.

La prévision qualitative des résultats quant au sens de variation peut être faite en utilisant soit la première prévision (qualitative) des dirigeants, soit le sens de variation des résultats de l'année passée. Le pourcentage de "bonne prévision" mesuré par la somme des pourcentages sur la diagonale est plus élevé, comme le montre le tableau 11, pour les prévisions des dirigeants 74,7% (3,9+1,1+69,7) que pour les résultats passés 63,3% (4,3+0,0+59,0). Les prévisions des dirigeants apportent par conséquent une valeur ajoutée informationnelle.

La politique de publication des résultats, comme nous l'avons vu dans la première partie, n'est pas systématique. L'existence d'un biais ex post est mis en évidence par

les résultats précédents. La moyenne des prévisions annuelles par sens de variation de résultats réalisés, défini par  $DRBP_{Ai,t-1}$ , est 1,77 , 1,50 et 2,54 respectivement pour les Baisses, Constances et Hausses. Cela signifie que les dirigeants ont plus tendance à publier leur prévision lorsque les résultats de l'année précédente sont en hausse, qu'inversement. Ce biais ex ante est mis en évidence sur le marché américain par Patell (1976), Penman (1980), Waymire (1984) et Lev et Penman (1988)

## II.2- Effet taille

La capitalisation est un des facteurs importants en finance. Elle l'est en particulier pour l'analyse des prévisions des dirigeants.

Lev et Penman (1990) montrent en effet que sur chacune des années de leur période d'étude, la capitalisation boursière médiane de l'échantillon de sociétés dont les dirigeants publient des prévisions est significativement différente de celle des sociétés de l'échantillon de contrôle. Il existe donc une tendance pour les grandes sociétés à publier volontairement; peut être un biais quant aux publications du Wall Street Journal ou un biais inconscient dans la sélection de l'échantillon. Cox (1985), Waymire (1985), et Lev et Penman (1988) ont eux aussi observé que les sociétés importantes publient plus que les autres les prévisions de leurs dirigeants dans la presse financière.

### Capitalisation et ponctualité

Pour chaque année fiscale, nous classons les sociétés disponibles en quatre groupes équiprobables selon la capitalisation: le premier groupe est constitué de sociétés de plus faible capitalisation et le quatrième groupe de celles ayant les plus fortes capitalisations. Le tableau 12 résume la moyenne du nombre de jours calendaires entre la date de la première prévision et le début de l'année. Nous observons que les grandes sociétés ont tendance à publier tôt leurs prévisions de résultats, et qu'inversement les sociétés de faible capitalisation retardent leur publication.

**Tableau 12**  
**Nombre de jours moyen séparant la première prévision et le début de l'année par classe de capitalisation**

Classe de capitalisation	Nb. de jours
1	225
2	218
3	201
4	197

---

## Capitalisation et activité de prévision

La base de données actions AFFI-SBF comprenant plus de mille sociétés nous permet de constituer quatre classes de capitalisation représentatives des actions françaises. Pour tous ces titres, nous prenons la médiane de capitalisations annuelles entre 1984 et 1990. Ils sont classés en quatre sous groupes selon cette médiane. Ce classement donne les bornes extrêmes des quatre intervalles. Les titres de notre échantillon sont ensuite répartis selon la même méthodologie de la médiane dans ces sous groupes. Le tableau 13 nous donne la répartition de ces sociétés, leur fréquence de prévision ainsi que leur activité de prévision par classe de capitalisation.

**Tableau 13**  
**Répartition et Activité de prévision par classe globale de capitalisation**

---

Classe de capitalisation globale	%	présence	activité
1	4,30	2,00	1,28
2	2,45	2,75	1,70
3	8,58	2,42	1,48
4	17,79	2,65	1,67
5	66,88	3,23	1,95

---

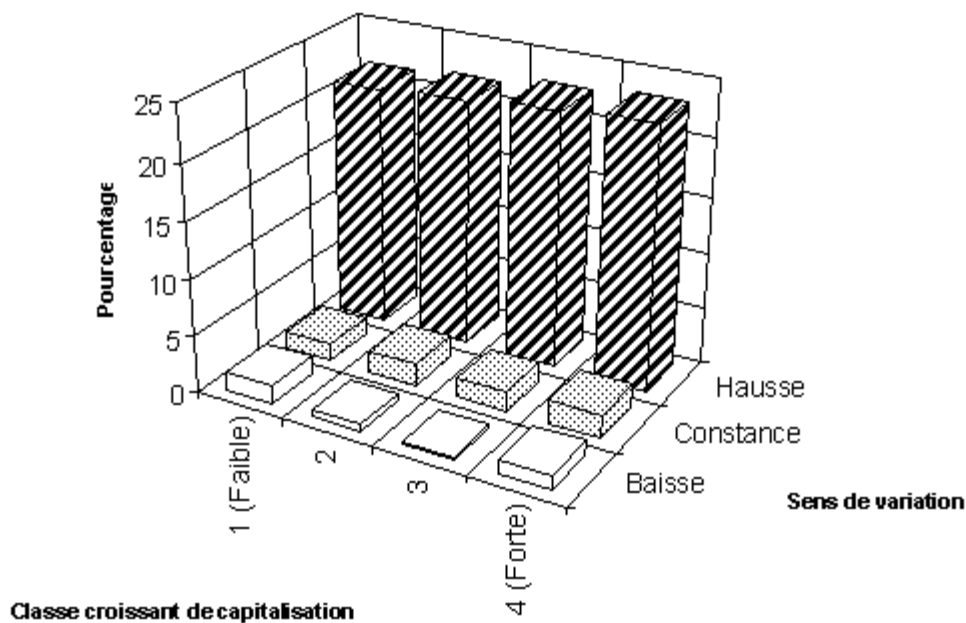
Note : La colonne "classe de capitalisation globale" représente approximativement les quintiles du marché des actions françaises.

## Capitalisation et sens de variation

Cette section permet d'étudier si les relations entre capitalisation et publication ainsi qu'entre capitalisation et sens de variation de la prévision sont positives.

## Graphique 5

### Répartition des premières prévisions selon classe de capitalisation et sens de variation



Le graphique 5 indique une légère croissance du nombre de prévisions publiées à mesure que la taille augmente; les quatre classes croissantes de capitalisation (1, 2, 3, 4) représentent respectivement des pourcentages croissants, 21,3 , 21,9 , 22,6 et 23,2% de l'ensemble des prévisions. Pour chacune des classes de capitalisation, les prévisions "Hausse" dominent fortement les "Constance" et les "Baisse", ce qui confirme ce que le tableau 4 et le graphique 4 montraient.

## II.3- Timing

L'analyse plus fine des prévisions par le timing permet de mettre en évidence certaines relations entre la période de publication et, par exemple,

le sens de variation

les résultats de l'année précédente

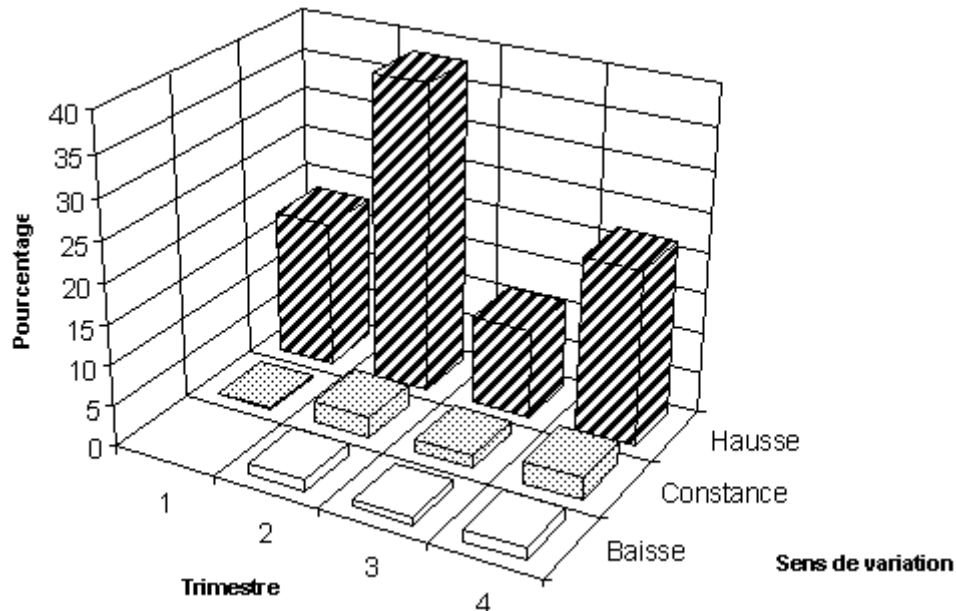
### Timing et sens de variation

Un exercice fiscal comporte quatre trimestres au cours desquels les dirigeants disposent progressivement des informations concernant la conjoncture économique dans son ensemble et les activités de la société en particulier. Du fait de l'absence de contrainte légale les dirigeants décident seuls de l'opportunité de publier et de la date de diffusion des informations non obligatoires; le graphique 6 montre leur comportement. Le deuxième trimestre concentre le plus grand nombre de prévisions (42,3%) dont plus de 35% sont des hausses, contre environ 5% de constances et 2,3% de baisses. 82,7% (35% / 42,3%) des prévisions publiées au

second trimestre sont des hausses contre 89% pour les premières prévisions; les dirigeants semblent donc plus disposés à diffuser des constances et des baisses au deuxième trimestre que sur l'ensemble de l'année.

### Graphique 6

#### Répartition des premières prévisions par trimestre et par sens de variation

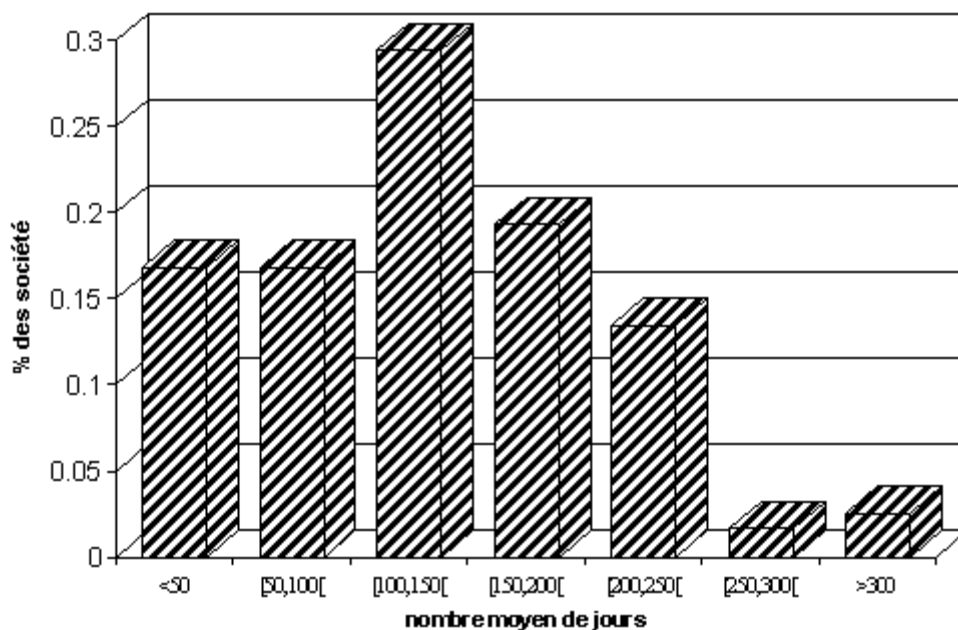


*Note:* Il s'agit ici des pourcentages de premières prévisions; la somme des pourcentages est égale à 100%.

Le graphique 7 présente la distribution des délais entre la première et la dernière prévision; environ 30% des sociétés ont un délai compris entre 100 et 150 jours, et presque 20% un délai compris entre 150 et 200 jours. Les sociétés qui publient un nombre élevé de prévisions au cours d'une année fiscale peuvent présenter un délai plus long que celles qui en publient un nombre moins élevé.

### Graphique 7

#### Intervalles de jours séparant la première et la dernière prévision de l'année par société



### Timing et réalisation passée

Le tableau 14 donne en pourcentage la répartition des dates de publication des prévisions des dirigeants selon le trimestre au cours duquel elles sont effectuées et selon le sens de variation des réalisations passées. Des résultats de l'année précédente en hausse conduisent les dirigeants à publier plus tôt leurs prévisions: plus de 82,6% des hausses sont publiées dans les deux premiers trimestres. Par contre, plus de 61% (23+38,5) des prévisions à la baisse ont lieu dans la deuxième moitié de l'année.

**Tableau 14**  
**Timing et réalisation passée**

<b>Trimestre</b>				
<b>Réalisation passée</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>Baisse</b>	0,0%	38,5%	23,0%	38,5%
	0,0%	5,3%	3,2%	5,3%
<b>Constance</b>	0,0%	50,0%	0,0%	50,0%
	0,0%	3,2%	0,0%	3,2%
<b>Hausse</b>	28,0%	54,6%	2,7%	14,7%
	22,3%	43,6%	2,1%	11,7%



**Note:** la première ligne contient les pourcentages par rapport à la ligne, et la seconde ligne les pourcentages par rapport à l'ensemble du tableau.

L'analyse de la relation entre certains facteurs économiques et les caractéristiques des prévisions a permis de mettre en évidence des résultats intéressants: la corrélation entre prévisions et réalisations est positive mais certaines prévisions sous-estiment ou surestiment les réalisations correspondantes; l'effet taille est significatif car les sociétés plus importantes ont tendance à publier plus de prévisions et à les publier plus tôt.

### **III- Analyse boursière**

La valeur informationnelle des prévisions des dirigeants peut être analysée au regard de trois hypothèses principales: l'ajustement des anticipations des investisseurs, la crédibilité des prévisions et la réduction de l'incitation des investisseurs à acquérir de l'information privée. Une synthèse succincte de la littérature consacrée à ces trois hypothèses est proposée ci-dessous puis l'étude empirique réalisée sur le marché français est présentée.

Selon l'hypothèse d'ajustement des anticipations, les dirigeants publient des prévisions de résultats afin de provoquer un ajustement des anticipations des investisseurs quant aux bénéfices futurs de la société. Il en résulte en principe un alignement de la valeur d'équilibre de la société anticipée par les investisseurs sur celle anticipée par les dirigeants. La littérature suggère sans ambiguïté que les prévisions des dirigeants ont un contenu informatif. Patell (1976), Jaggi (1978), Nichols et Tsay (1979), et Penman (1980, 1983) ont mis en évidence des variations positives et statistiquement significatives de cours suite à la publication des prévisions des dirigeants. Ajinkya et Gift (1984), Waymire (1984) et Han, Wild et Ramesh (1989) ont trouvé une relation positive entre les variations de cours et la composante "non anticipée" des prévisions. Selon les résultats de Lev et Penman (1990), aux dates  $t = -1$  et  $t = 0$ , l'ensemble des firmes dont les prévisions ont été publiées (FAP) présentent des rentabilités anormales positives, significativement différentes de zéro au seuil de 1%, et plus élevées que celles des sociétés dont les dirigeants n'ont pas diffusé de prévisions (FSP). Les rentabilités associées aux FSP ne sont pas en moyenne inférieures à zéro, mais elles ne sont pas significativement différentes de zéro. Han et Wild (1988) et Pownal et Waymire (1989a) montrent que c'est l'information sur les résultats contenue dans les prévisions, et non l'acte de publication, qui est à l'origine des variations de cours qui font suite à la diffusion des prévisions des dirigeants. L'affirmation selon laquelle l'acte volontaire de publication peut avoir un contenu informatif, parce que cet acte constitue un signal de la capacité du dirigeant à déceler les changements de l'environnement et à s'y adapter, a été suggérée pour la première fois par Patell (1976) et formalisée par Truman (1986). McNichols (1989) constate que les variations de cours sont conditionnées par d'autres informations contenues dans les cours mais non

contenues dans la prévision . Des réactions négatives de cours ont été mises en évidence par Waymire et Ajinkya et Gift lors de publications de prévisions contenant de mauvaises nouvelles, celles qui annoncent par exemple un résultat inférieur aux anticipations des investisseurs.

L'hypothèse de crédibilité des prévisions est sous-jacente à celle d'ajustement d'anticipations dans la mesure où il faut que l'information soit crédible pour provoquer un ajustement des anticipations; la crédibilité des prévisions peut être mesurée ex post par les investisseurs grâce à la comparaison entre prévision et réalisation. Dans leur ensemble, les résultats sur le contenu informatif suggèrent que les prévisions des dirigeants constituent une source rapide d'informations crédibles pour les investisseurs. Des études plus récentes ont analysé directement la question de la crédibilité de la publication; Jennings (1987) a démontré qu'il existe une relation entre les réactions de cours consécutives à la publication des prévisions des dirigeants et les révisions récentes (contemporaines) par les analystes financiers. Les prévisions des dirigeants qui sont diffusées en même temps que des révisions de prévisions d'analystes sont associées à des variations de cours plus faibles. Pownal et Waymire (1989a) comparent les effets sur les cours des prévisions des dirigeants et de l'annonce des résultats annuels, en utilisant les variations de cours comme proxy de la mesure de crédibilité par les investisseurs. Ils constatent que les prévisions ont en moyenne un contenu informatif équivalent à celui des réalisations.

En ce qui concerne l'acquisition d'informations, des études ont montré que l'intérêt des investisseurs est mieux servi par les publications qui réduisent les incitations à acquérir de l'information privée lorsque les transactions sur la base de ce type d'informations accroissent les coûts de transaction sur les actions. Copeland et Galai (1983), Diamond (1985), et Glosten et Milgrom (1985), King, Pownall et Waymire (1990) affirment que les dirigeants publient des prévisions, qui ajustent les prix d'équilibre des actions, afin de réduire les gains résultant des transactions d'initiés.

Dans l'étude sur le marché français présentée ci-dessous, nous analysons l'évolution des rentabilités boursières avant et après la publication des prévisions.

### **III.1- Méthodologie**

Pour mesurer l'impact des publications des résultats par les dirigeants, nous utilisons la méthodologie des études d'événement qui consiste à vérifier, sous l'hypothèse d'efficience de marché, que les rentabilités anormales moyennes à la date d'annonce sont nulles. Les différentes approches sont largement développées dans la littérature. Une synthèse de ces méthodologies est présentée dans Hachette (1991).

Une étude d'événement consiste à examiner l'évolution des cours (ou de variations de cours) autour d'un événement. L'impact d'un événement sur les cours d'un titre est mesuré par l'écart entre la rentabilité du titre et une norme. En pratique, plusieurs normes sont utilisées,

la rentabilité d'un indice représentatif du marché (équi-pondéré ou pondéré pour corriger l'effet taille),

la rentabilité moyenne du même titre mais mesurée sur une période d'estimation, en dehors de l'événement,

la rentabilité en excès par le modèle de marché en ajustement par rapport au risque systématique. Ce risque peut être évalué par les moindres carrés ordinaires, ou par d'autres méthodes corrigeant l'asynchronisme des données, celle proposée par Dimson (1979) par exemple ou encore par Scholes et Williams (1977) qui corrige en plus l'autocorrélation des rentabilités, ou encore par Fowler et Rorke (1983).

La panoplie des tests statistiques est également importante. La statistique la plus courante est donnée par le t de Student en longitudinal ou en coupe instantanée. L'hypothèse de normalité peut être levée par des tests non paramétriques, en particulier le test du signe.

### **Choix du modèle**

Soient

- $R_{i,t}$  la rentabilité du titre  $i$  à la date  $t$
- $R_{m,t}$  la rentabilité de l'indice représentatif du marché à la date  $t$
- $t=0$ , la date d'événement
- $t \in [-L-c, -c-1]$ , la période d'estimation de durée  $L$
- $t \in [-c, +c]$ , la période de test de largeur  $2c+1$ .

Les rentabilités anormales sont calculées par différence entre les rentabilités du titre et une norme:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - K_{i,t} \quad (2)$$

Le choix du modèle consiste à définir  $K_{i,t}$ .

Le modèle le plus simple et le plus souvent utilisé définit  $K_{i,t}$  par la rentabilité d'un indice du marché, c'est à dire

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

où  $R_{m,t}$  est dans notre cas soit un indice équi-pondéré, soit un indice pondéré par la capitalisation, construit à partir des rentabilités quotidiennes de tous les titres présents sur la base de données AFFI-SBF sur la période 1977-1991.

$K_{i,t}$  peut également être défini comme la rentabilité moyenne du titre sur la période d'estimation. Cette norme est dans ce cas constante et la rentabilité anormale est égale à:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \left( \frac{1}{L} \sum_{\tau=-L}^{-1} R_{i,\tau} \right) \quad (4)$$

Le dernier modèle que nous utilisons est le modèle de marché pour ajuster les rentabilités par le risque. La rentabilité anormale est alors donnée par:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \left( \hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{m,t} \right) \quad (5)$$

On peut utiliser trois versions du modèle de marché pour assouplir certaines hypothèses statistiques émises mais non vérifiées empiriquement. Dans la première version qui est la plus connue, les coefficients alpha et bêta sont estimés par les Moindres Carrés Ordinaires sur la période d'estimation  $[-L-c, -c-1]$ . La deuxième version du modèle, et celle que nous retenons, est celle proposée par Dimson (1979) pour atténuer le phénomène d'asynchronisme des données, c'est à dire le décalage des dates des cours entre titres, entre le titre et l'indice par exemple. La troisième version, proposée par Scholes et Williams (1977), corrige en plus l'autocorrélation des rentabilités de l'indice. Fowler et Rorke (1983) améliorent ce modèle en proposant une correction à l'ordre 2 des autocorrélations. La version retenue dans notre étude est celle de Dimson, qui d'après Hamon et Jacquillat

(1991), paraît donner de meilleurs résultats. Elle consiste à estimer les coefficients alpha et bêta en deux étapes. Dans la première étape, les rentabilités du titre sont regressées sur les rentabilités de l'indice avec deux décalages en avant et deux décalages en arrière:

$$R_{it} = \alpha_{(0)} + \sum_{i=-2}^{+2} \beta_{(i)} \cdot R_{m,t+i} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Le coefficient caractéristique bêta est ensuite donné, en seconde étape, par la somme des coefficients bêta(i):

$$\hat{\beta} = \sum_{i=-2}^{+2} \hat{\beta}_{(i)} \quad (7)$$

Quant au coefficient alpha, il est déduit de la moyenne des rentabilités du titre, celle du marché et du nouveau coefficient bêta estimé.

### Choix des tests

Nous définissons ensuite les notations suivantes:

RAM<sub>t</sub> la rentabilité anormale moyenne de tous les titres à la date t

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it} \quad \text{pour } t = (-c-L), \dots, +c \quad (8)$$

SRAM la dispersion des rentabilités anormales moyennes sur la période d'estimation. Elle est calculée d'après la formule:

$$SRAM = \sqrt{\frac{1}{L-1} \sum_{t=-c-L}^{-c-1} (RAM_t - MRAM)^2} \quad \text{où } MRAM = \frac{1}{L} \sum_{t=-c-L}^{-c-1} RAM_t \quad (9)$$

La statistique (paramétrique) classique du test de Student, notée TPAR, est définie par:

$$\frac{RAM_t}{SMAR} \xrightarrow{stat} \mathbf{T}(N-1) \quad (10)$$

Contrairement à la statistique longitudinale précédente où l'écart-type au dénominateur de l'équation (10) est constante, la statistique en coupe instantanée, notée TCROSS, est définie en remplaçant le dénominateur de l'équation par la valeur suivante:

$$SRAM_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (RA_{i,t} - RAM_t)^2} \quad (11)$$

où  $RAM_t$  est définie à l'équation (8).

Le troisième test que nous utilisons est un test non-paramétrique qui permet de ne pas supposer l'hypothèse de normalité des rentabilités. Cette hypothèse, d'après Mai (1992) en particulier, n'est pas vérifiée sur le marché des actions françaises. Ce test non paramétrique, noté TSIGNE, est basé sur la répartition symétrique des rentabilités: l'hypothèse nulle est la répartition aléatoire des rentabilités et il y a autant de rentabilités positives que négatives. Ce test s'écrit:

$$T_{SIGNE} = \frac{N_+ - \left( \frac{N_+ + N_-}{2} \right)}{\sqrt{\frac{N_+ + N_-}{4}}} \xrightarrow{stat} \mathbf{N}(0,1)$$

où  $N_+$  (respectivement  $N_-$ ) est le nombre de rentabilités strictement positives (ou négatives).

## III.2- Résultats

Nous disposons initialement de 496 dates de premières prévisions. Seules 445 dates sont prises en compte dans notre étude d'événement car elle nécessite des données disponibles non seulement autour de la date d'événement mais également sur une période d'estimation, suffisamment loin de l'événement. Les paramètres  $L$  et  $c$  déterminant pour l'étude sont égaux respectivement à 100 et 10 jours.

Les rentabilités sont calculées selon la formule logarithmique avec réinvestissement du dividende:

$$R_{i,t} = \text{Log} \left( \frac{C_{i,t+1} + D_{i,t+1}}{C_{i,t}} \right) \quad (13)$$

avec

$C_{i,t}$  : le cours ajusté à la date  $t$  du titre  $i$

$C_{i,t+1}$  : le cours ajusté à la date  $(t+1)$  du titre  $i$

$D_{i,t+1}$  : le dividende ajusté distribué à la date  $t+1$

Les principaux résultats concernant l'impact des premières publications des résultats par les dirigeants sont présentés sur les graphiques 8a, 8b, 8c et 8d.

Sur le graphique 8a sont présentées trois courbes: la première reliant des carrés, représente les rentabilités anormales moyennes autour de la date de publication, notée 0. Ces rentabilités sont obtenues par le modèle (3), en excès de la rentabilité de l'indice équi-pondéré. La deuxième courbe reliant des ronds représente ces mêmes rentabilités mais cumulées sur les 4 jours précédant la date d'événement. Enfin, la troisième courbe reliant des triangles représente les statistiques de Student classiques, et doit être rapportée à l'échelle située à droite du graphique. Les graphiques suivants 8b, 8c et 8d sont construits de la même façon et correspondent respectivement aux rentabilités en excès par rapport à l'indice pondéré (voir équation (3)), en excès par rapport au modèle de marché selon les moindres carrés ordinaires (voir équation (5)) et selon la méthode de Dimson (voir équation (6)).

Ces quatre graphiques obtenus à partir de quatre modèles différents, présentent des points communs:

on observe des rentabilités anormales positives et relativement importantes à la date de publication ( $t=0$ ) et le jour suivant ( $t=1$ ).

les statistiques de Student sont uniquement significatives à la date d'annonce: elles sont supérieures à 1,96 qui est le seuil habituel de significativité à 5%.

Par contre, ces rentabilités anormales ont une ampleur différente selon le modèle choisi, comme indique le tableau 15. Elles se situent entre 0,39% sur deux jours pour le modèle de marché par la méthode des MCO sur l'indice équi-pondéré et 0,51% pour la méthode de Dimson sur le même indice. Les statistiques de Student sont globalement significatives à la date  $t=0$ , et significatives à deux exceptions près à la date ( $t=1$ ): indice de marché équi-pondéré et modèle de marché par MCO avec indice équi-pondéré.

Dans chacun des modèles, l'indice pondéré conduit à des statistiques de Student plus significatives que l'indice équi-pondéré. Cela est logique dans la mesure où notre échantillon est constitué par une majorité de sociétés de taille importante. La rentabilité moyenne cumulée sur 0,1 est également plus importante à l'exception du modèle de marché, ajusté par la méthode de Dimson.

**Tableau 15**  
**Rentabilités Anormales et Rentabilités Anormales Cumulées**  
**sur les deux jours suivant la publication**

	Indice	t=0	t=1	t[0,1]
	Equi-pondéré	0,246	0,179	0,422
<i>En Excès par rapport à l'indice de marché</i>		(2,62)	(1,90)	
	Pondéré	0,240	0,238	0,478
		(2,90)	(2,88)	
	Equi-pondéré	0,242	0,148	0,390
<i>Modèle de marché par MCO</i>		(2,70)	(1,65)	
	Pondéré	0,312	0,177	0,489
		(3,96)	(2,24)	
	Equi-pondéré	0,303	0,204	0,507
<i>Modèle de marché par la méthode de Dimson</i>		(3,09)	(2,08)	
	Pondéré	0,306	0,158	0,464
		(3,96)	(2,04)	

*Note* : Les chiffres entre parenthèses représentent les statistiques de Student. Ils sont à comparer avec 1,96 qui est le seuil habituel de significativité à 5%.

Tous ces modèles mettent en évidence l'impact des premières publications des résultats par les dirigeants sur les cours boursiers. Il faut néanmoins vérifier que les tests statistiques sont en accord avec cette conclusion.

**Tableau 16**  
**Comparaison des test statistiques à la date de publication**

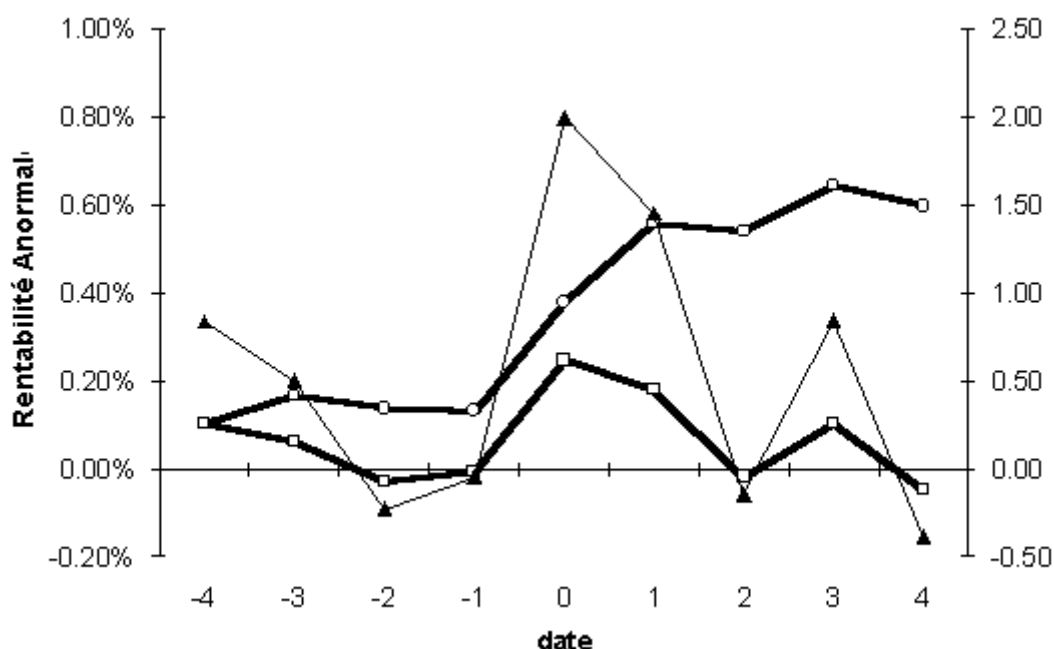
Méthode	Indice	TPAR	TSIGNE	TCROSS
<i>Indice de marché</i>	Equi-pondéré	2,62	2,22	1,56
	Pondéré	2,90	2,60	1,60



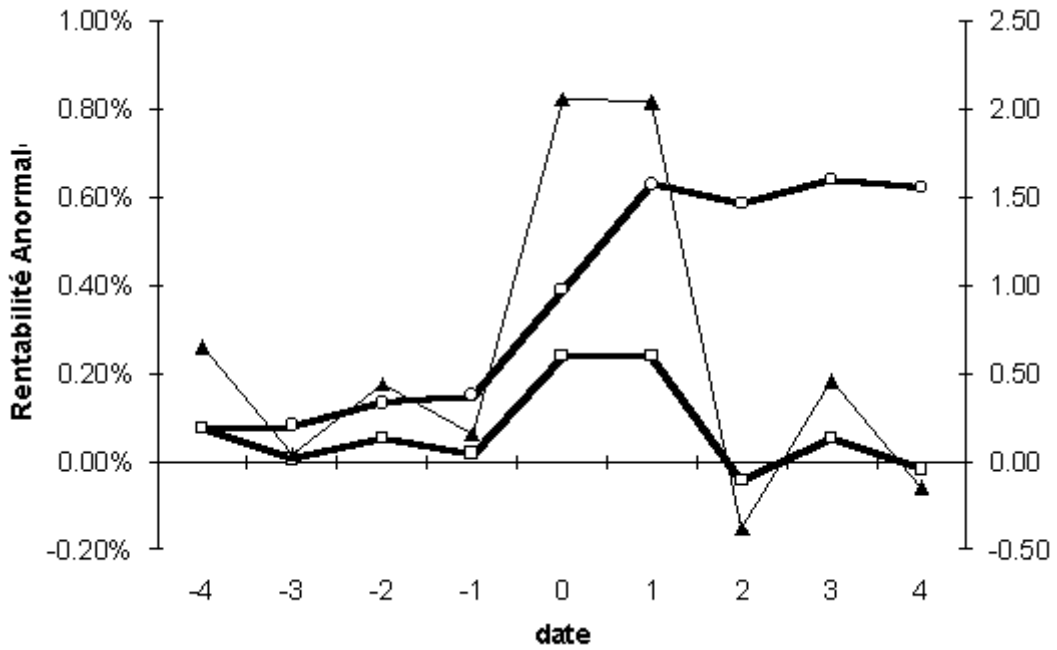
<i>Modèle de marché</i>	Equi-pondéré	2,70	2,75	1,51
<i>par MCO</i>	Pondéré	3,96	2,84	2,10
<i>Modèle de marché</i>	Equi-pondéré	3,09	3,51	1,88
<i>par la méthode de Dimson</i>	Pondéré	3,96	3,51	2,01

Les tests TPAR et TSIENE décèlent des rentabilités anormales positives et significativement différentes de zéro à la date de publication quelles que soient la norme et la méthode considérées pour l'indice. Quant au test en coupe transversale, le test TCROSS, il révèle des rentabilités anormales significatives avec l'indice pondéré pour les méthodes MCO et modèle de marché avec Dimson. Dans tous les cas, l'indice pondéré permet de mieux mettre en évidence les rentabilités anormales dans la mesure où les valeurs des tests associés à cet indice sont plus importantes. Les tests calculés confirment donc bien l'impact des prévisions sur les cours boursiers.

**Graphique 8a**  
**Rentabilité Anormale par rapport à l'indice équi-pondéré**

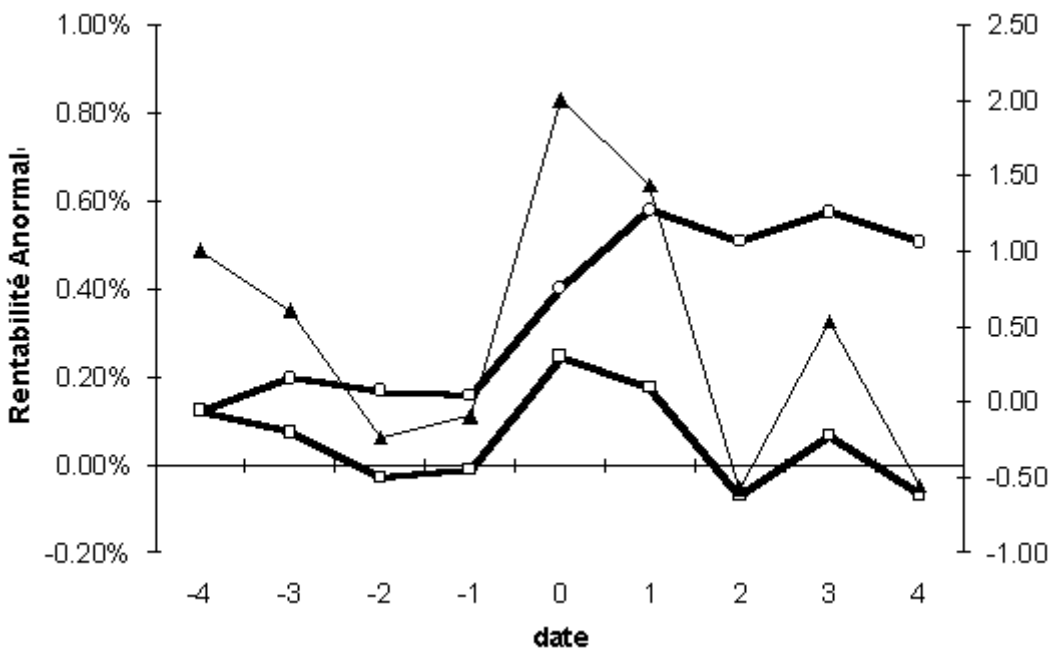


**Graphique 8b**  
**Rentabilité Anormale par rapport à l'indice pondéré**

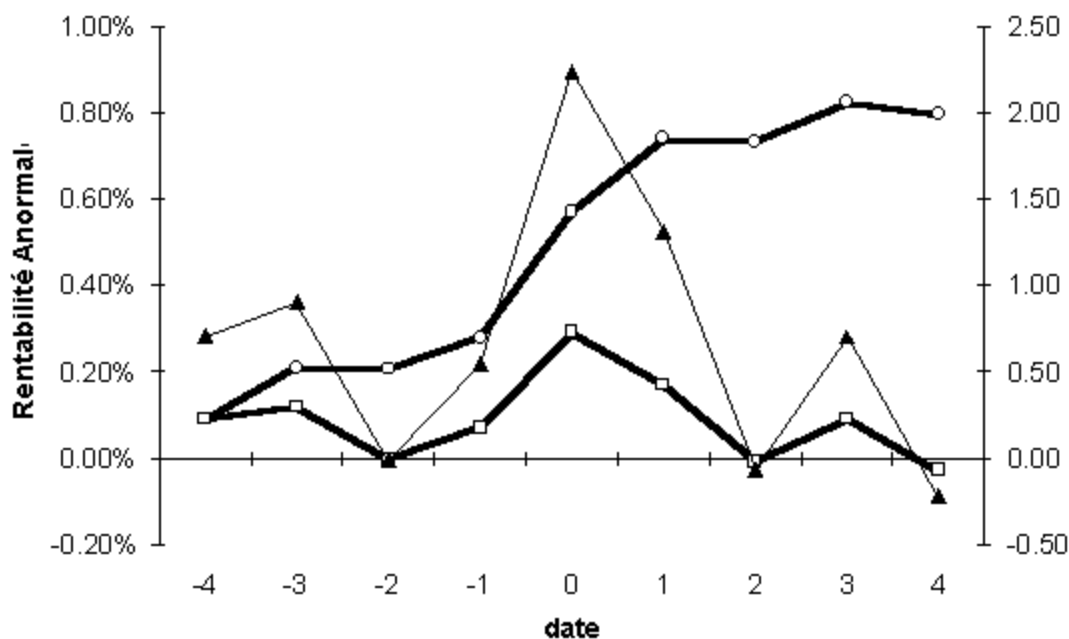


*Note* : La courbe symbolisée par des carrés (ronds) représente la rentabilité anormale (anormale cumulée) autour de la date d'événement (0). Celle symbolisée par des triangles représente les statistiques de Student et doit être rapportée à la deuxième échelle à droite du graphique.

**Graphique 8c**  
**Rentabilité Anormale ajustée par le risque selon la méthode des Moindres Carrés Ordinaires**



**Graphique 8d**  
**Rentabilité Anormale ajustée par le risque selon la méthode de Dimson (1979)**



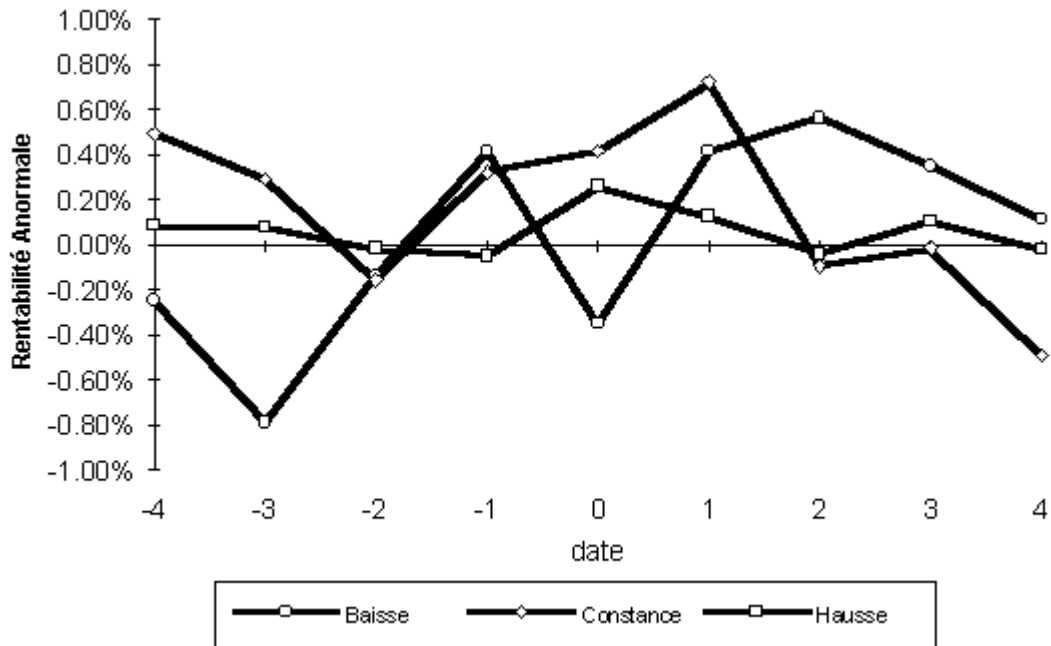
**Note :** La courbe symbolisée par des carrés (ronds) représente la rentabilité anormale (anormale cumulée) autour de la date d'événement (0). Celle symbolisée par des triangles représente les statistiques de Student, et doit être rapportée à la deuxième échelle à droite du graphique.

Les résultats précédents relatifs à l'ensemble des premières prévisions, ont permis de mettre en évidence, d'une manière générale l'impact des prévisions sur les cours boursiers. Il nous faut maintenant tenter de mesurer cet impact selon le sens de variation de la prévision, le secteur d'activité de la société concernée et la période de publication.

### Sens de variation

A la date d'événement, les rentabilités anormales moyennes (RAM) observées sont importantes mais non significativement différentes de zéro au seuil de 5% comme le montrent les valeurs du test de Student. Les rentabilités anormales moyennes en  $t = 0$  sont respectivement de 0,34% ( $t = 0,57$ ), 0,41% ( $t = 0,96$ ) et 0,26% ( $t = 1,79$ ) pour les sous-groupes baisse, constance et hausse lorsque la norme est estimée par l'indice équi-pondéré. La variabilité des rentabilités, la plus importante et positive, semble être celle qui correspond à la publication de prévisions annonçant une hausse future des résultats.

### Graphique 9a Rentabilité Anormale et sens de variation



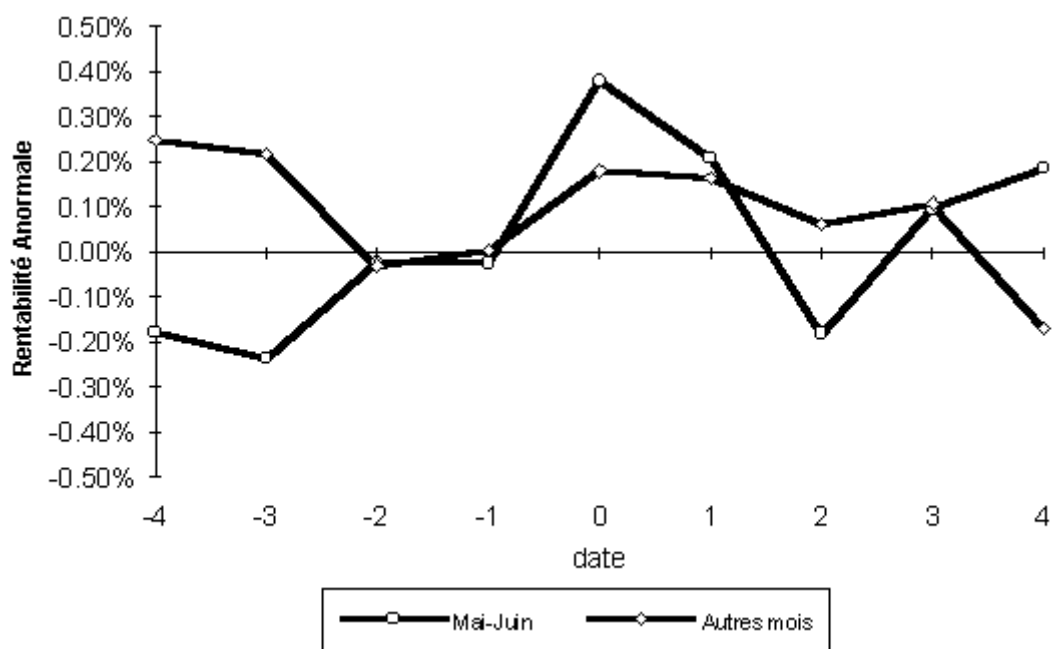
Le graphique 9a montre que les courbes de rentabilités anormales correspondant à des annonces de hausses ou baisses ont un comportement différent, voire opposé. Entre la date -4 et -2, elles sont respectivement positives et négatives. Elles chevauchent. Le comportement du sous groupe "baisse" doit cependant être interprété avec réserve en raison du nombre statistiquement insuffisant d'observations de prévisions à la baisse.

### Période de publication

Le sous groupe des prévisions publiées en mai-juin est assez spécifique. Un nombre très important de prévisions est en effet publié sur cette période et en même temps, des résultats réalisés sur l'année précédente y sont souvent rendus publics. Exclure ces mois revient donc à éliminer un certain nombre d'informations concurrentes par rapport aux prévisions.

La Rentabilité Anormale Moyenne observée à la date d'événement pour ce sous groupe est de 0,38% significativement différente de zéro ( $t = 2,10$ ); elle est d'environ 15% pour les autres mois. Ces données donnent lieu à plusieurs interprétations: les prévisions de mai et de juin ont un fort contenu informationnel; la forte réaction des cours observée en mai-juin s'expliquerait par l'existence d'informations concurrentes; la rentabilité anormale observée sur les autres mois démontre que les prévisions ont une valeur informationnelle indépendamment d'autres types d'informations.

### Graphique 9b Rentabilité Anormale et période de prévision

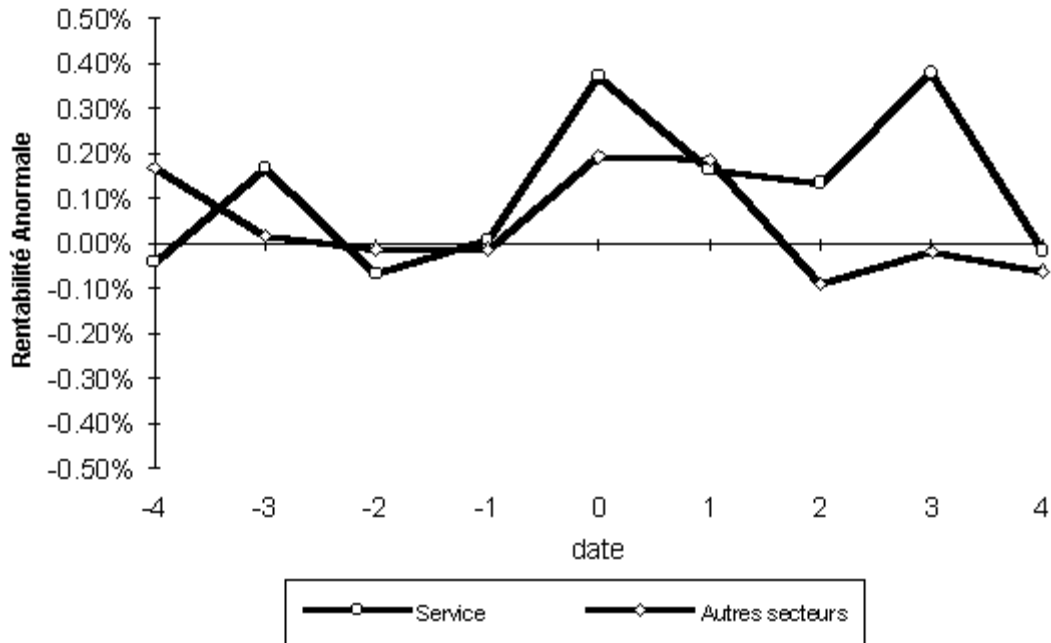


## Secteur économique

Pour certains secteurs les prévisions peuvent être relativement moins difficiles à faire; en effet, selon leur type d'activités, les résultats futurs de ces secteurs présentent une assez grande visibilité qui rend les prévisions plus crédibles. Cette crédibilité plus importante peut se traduire par des réactions de cours plus fortes que celles observées pour la moyenne des secteurs.

Le secteur des services étant le plus représenté tant du point de vue du nombre de sociétés que de celui des prévisions publiées, il est isolé des autres secteurs dans le graphique 9c: les rentabilités moyennes à la date  $t=0$  sont plus importantes (0,37%) pour ce secteur que pour l'ensemble des autres secteurs (0,19%); les rentabilités anormales correspondant aux prévisions du secteur des services restent positives plus longtemps (jusqu'à la date  $t=4$ ) tandis que celles des autres secteurs reviennent plus rapidement à la normale (jusqu'à la date  $t=2$ ).

## Graphique 9c Rentabilité Anormale et secteur économique



La valeur informationnelle des prévisions a été étudiée d'abord pour l'ensemble des premières prévisions puis une analyse plus fine a été effectuée qui permet de mettre en évidence l'impact du sens de variation, de la période de publication (mois de mai-juin et autres mois) et enfin du secteur économique concerné (secteur des services et autres secteurs). A l'exception des prévisions à la baisse, nous observons des rentabilités anormales positives à la date de publication ( $t=0$ ). Elles sont, en particulier, plus importantes pour les prévisions publiées en mai-juin que pour celles publiées en dehors de ces mois et plus importantes pour le secteur services que pour les autres secteurs. Les résultats des prévisions à la baisse sont cependant à prendre avec précaution car elles peuvent s'expliquer par le fait que le nombre d'observations est statistiquement insuffisant.

## Conclusion

L'étude des prévisions publiées des dirigeants a permis de mettre en évidence plusieurs résultats intéressants.

L'analyse descriptive des données a montré la forte représentation du règlement mensuel et du secteur des services; en outre, les prévisions annoncent dans leur grande majorité une hausse des résultats, et sur le deuxième trimestre sont concentrées plus de prévisions que sur chacun des trois autres trimestres.

L'analyse économique a porté sur la corrélation réalisation/prévision, l'effet taille et le timing. Les prévisions sont dans l'ensemble assez conformes aux réalisations; des situations de sur-évaluation et de sous-évaluation des secondes par les premières sont cependant observées, indiquant l'existence de biais ex post. Les prévisions constituent une meilleure estimation des résultats futurs que les résultats antérieurs.

Les sociétés de fortes capitalisations publient plus souvent des prévisions et dans des délais plus brefs que les sociétés de taille plus faible.

Certaines hypothèses sont difficilement testables sur le marché français notamment le biais ex ante, la comparaison chiffrée des réalisations et prévisions dans la mesure où ces données ne sont formulées ni selon les mêmes standards, ni toujours en terme de bénéfice par action (BPA) comme les prévisions d'analystes. Nous n'avons également pas pu tester la relation entre la part du capital détenue par la direction et la publication des prévisions. Notons également la difficulté de tester, faute de données, la relation entre la publication des prévisions et les transactions d'initiés, ce qui permettrait de savoir dans quels délais ces dernières ont lieu par rapport à la date de publication des prévisions des dirigeants.

Une voie de recherche future possible pourrait être le test de l'effet de la publication des prévisions sur le risque systématique et le volume des transactions relatives aux titres des sociétés concernées.

---

## Bibliographie

Ajinkya B. B., Gift M. J., 1984, "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations", *Journal of Accounting Research*, vol 22 n° 2, Autumn, 425-444.

Baginsky S. P., Hassel J. M., 1990, "The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecast Revision", *The Accounting Review*, vol. 65 n°. 1, January, 175-190.

Ball R. J., Brown P., 1968, "An Empirical Evaluation of Accounting Income numbers", *Journal of Accounting Research* 6, Autumn, 159-78.

Copeland T., Galai D., 1983, "Information Effects on the Bid Ask Spread", *The Journal of Finance*, 1457-69.

Cox T. C., 1985, "Further Evidence on the Representativeness of Management Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, vol.LX n°. 4, October, 692-701.

Dimson E., 1979, "Risk Measurement when Shares are subject to Infrequent trading", *Journal of Financial Economics*, 17, 1, 113-142.

Diamond D. W., 1985, "Optimal Release of Information by Firms.", *Journal of Finance* 40, September, 1071-94.

Dye, R., 1985, "Disclosure of Nonproprietary Information.", *Journal of Accounting Research*, Spring, 123-45.

Fowler D. J. et Rorke C. H., 1983, "Risk measurement when shares are subject to infrequent trading", *Journal of Financial Economics*, 12, 272-283.

Glosten L. et Milgrom P., 1985, "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogenously informed traders", *Journal of Financial Economics*, 71-100.

Graham B., Dodd D. et Cottle S., 1962, "Security Analysis", 4ème ed, New York, McGraw-Hill.

Grandin P., 1992, "Analyse du contenu informationnel d'un consensus de marché", Thèse de Doctorat Nouveau Régime, Université de Paris Dauphine.

Hachette I., 1991, "Opérations financières, valeur de la firme et richesse des actionnaires: le cas français 1980-1990", Thèse de Doctorat Nouveau Régime, Université de Paris Dauphine.

Hachette I., H. M. Mai, 1990, "Le Traitement des Données Manquantes pour la Recherche en Finance: Le cas de la Base de Données Affi-SBF", *Cahier de Recherche du Cereg*, n° 9112.

Hamon J. et Jacquillat B., 1992, "La marché français des actions: études empiriques, 1977-1991", Puf.

Han J. C. Y., Wild J. J., 1991, "Stock Price Behavior Associated with Managers' Earnings and Revenue Forecasts", *Journal of Accounting Research*, vol 29 n° 1, Spring, 79-96.

Han J. J., Wild J. et Ramesh K., 1989, "Managers' Earnings Forecasts and Intra-Industry Information Transfers", *Journal of Accounting and Economics*, February, 3-34.

Jaggi B., 1978, "Note on the Information Content of Corporate Annual Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, October, 961-67.

Jennings R., 1987, "Unsystematic Security Price Movements, Management Earnings Forecasts, and Revisions in Consensus Analyst Earnings Forecasts.", *Journal of Accounting Research*, vol 25 n° 1, Spring, 90-110.

King R., Pownal G. et Waymire G., 1990, "Expectations Adjustment via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research", *Journal of Accounting Literature*, vol. 9, pp. 113-144.



- Lev B., Penman S. H., 1990, "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, vol 28, n° 1, Spring, 49-76.
- Mai H. M., 1992, "La prévisibilité des rentabilités boursières des actions françaises 1977-1990", Thèse de Doctorat Nouveau Régime, Université de Paris Dauphine.
- McNichols M., 1989, "Evidence of Information Asymmetries from Management Earnings Forecasts and Stock Returns", *The Accounting Review*, vol LXIV, n° 1, January, 1-27.
- Milgrom P. R., 1981, "Good News and Bad News: Representation Theorem and Applications.", *Bell Journal of Economics* 12, Autumn, 380-91.
- Nichols D. R., Tsay J. J., 1979, "Security Price Reactions to Long Range Executive Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research* 17, n° 1, Spring, 140-55.
- Patell J. M., 1976, "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests.", *Journal of Accounting Research* 14, Autumn, 246-76.
- Penman S. H., 1980, "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research* 18, n° 1, Spring, 132-160.
- Penman S. H., 1983, "The Predictive Content of Forecasts and Dividends", *The Journal of Finance*, vol 38, n° 4, September, 1181-99.
- Pownal S., 1982, "Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information", *Journal of Business*, October, 479-503.
- Pownal G., Waymire G., 1989a, "Voluntary Disclosure Credibility and securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts 1969-73", *Journal of Accounting Research*, vol 27 n° 2, Autumn, 85-105.
- Ross S. A., 1978, "Disclosure Regulation in Financial Markets, Implications of Modern Finance Theory.", *Key Issues in Financial Regulations*. New York: Columbia University Press.
- Ruland W., Tung S. et George N. E., 1990, "Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts", *The Accounting Review*, vol. 65 n° 3, July, 710-721.
- Scholes M., Williams J., 1977, "Estimating Betas from Nonsynchronous Data", *Journal of Financial Economics*, 5, 309-327.
- Tchemeni E., 1993, "Le contenu informationnel des prévisions de résultats faites par les analystes et les dirigeants d'entreprises", *Cahier de recherche du CEREG*, n° 9304.

Trueman B., 1986, "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?", Journal of Accounting and Economics 8, 53-71.

Verrecchia, R. E., 1983, "Discretionary Disclosure.", Journal of Accounting and Economics 5, December, 179-94.

Waymire G., 1984, "Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts.", Journal of Accounting Research 22, Autumn, 703-18.

Waymire G., 1985, "Earnings Volatility and Voluntary Management Forecast Disclosure", Journal of Accounting Research 23, Spring, 268-95.

## Annexes

### Annexe 1

#### Distribution des dates de publication par source

	84	85	86	87	88	89	90	84-90
<b>Sources</b>								
AGEFI	11	15	6	46	47	36	45	<b>206</b>
Assemblée Générale Ordinaire	1	0	0	0	0	0	0	<b>1</b>
Chimie Actualité	0	0	0	1	0	0	0	<b>1</b>
Club Presse Finance	0	1	0	0	0	0	0	<b>1</b>
Communiqué Société	3	0	3	5	3	22	21	<b>57</b>
Correspondances Economiques	0	0	3	0	0	0	0	<b>3</b>
Cote Des Fossés	2	12	30	39	25	72	85	<b>265</b>
Echos (Les)	4	7	15	13	7	12	12	<b>70</b>
Figaro (Le)	0	0	4	8	1	8	10	<b>31</b>
Investir	6	15	13	18	9	21	29	<b>111</b>
Journal des Finances	1	6	2	13	5	10	2	<b>39</b>
Lettres aux Actionnaires	1	1	0	0	0	0	0	<b>2</b>
Libérations	0	0	0	0	2	1	5	<b>8</b>
LSA	0	0	0	0	0	0	1	<b>1</b>

Lyon Figaro	0	0	0	0	0	2	2	<b>4</b>
Lyon Libération	0	0	1	0	0	0	0	<b>1</b>
Marché Financier	2	0	0	0	0	0	0	<b>2</b>
Matin (Le)	1	0	0	0	0	0	0	<b>1</b>
Monde (Le)	0	0	0	1	1	0	4	<b>6</b>
Nouveau Journal	1	0	0	0	0	0	0	<b>1</b>
Nouvel Economiste	1	0	0	4	1	0	0	<b>6</b>
Option Finance	0	0	0	0	0	5	4	<b>9</b>
Presse Française	0	0	0	1	1	0	0	<b>2</b>
Prévision	1	0	1	0	1	2	0	<b>5</b>
Progrès de Lyon	0	0	1	0	0	0	0	<b>1</b>
Quotidien de Paris	0	0	1	1	1	0	2	<b>5</b>
Tout Lyon (Le)	0	0	0	0	2	0	0	<b>2</b>
Tribune (La Tribune)	0	1	9	2	6	12	11	<b>41</b>
Usine Nouvelle	0	0	0	1	0	1	0	<b>2</b>
Valeurs Actuelles	1	1	2	5	1	0	3	<b>13</b>
Vie Française (La)	4	4	13	3	2	11	11	<b>48</b>
<i>Total</i>	<i>40</i>	<i>63</i>	<i>104</i>	<i>161</i>	<i>115</i>	<i>215</i>	<i>247</i>	<b><i>945</i></b>

---

## **Annexe 2**

### **Liste des sociétés**

ACCOR

AGACHE(FINANCIERE)

AGF-ASS.GEN.FRANCE

AIR LIQUIDE

ALCATEL CABLE

ALSACIENNE SUPERMARCHES

ALSTHOM

ARJOMARI PRIOUX

AU BON MARCHE

AUSSEDAT-REY

AUXILIAIRE D'ENTREPRISES

AVENIR HAVAS MEDIA

BEGHIN SAY

BERGER S.A.

BERGER-LEVRAULT

BISCUITS GARDEIL

BOIRON

BOLLORE TECHNOLOGIES

BOUYGUES

B.A.F.I.P.(BQE. FINANC. PARISIENNE)

B.S.N.

CANAL +

CAP-GEMINI SOGETI

CARREFOUR SUPER MARCHE

CASE POCLAIN

CASINO, GUICHARD-PERRACHON & CIE

CASTORAMA DUBOIS

CCMC

CEDEST

CGIP (EX SOFILIA)

CHARGEURS

CIE DE FIVES-LILLE

CIE GENERALE GEOPHYSIQUE

CIE.DES GAZ PETROLES PRIMAGAZ

CLARINS

CLUB MEDITERRANEE

CNIM (CONSTR. IND. MEDIT.) JCE 1-01-87

COFIMEG

COLAS

COMPAGNIE DE NAVIGATION MIXTE

COMPAGNIE FINANCIERE LESIEUR

COMPAGNIE GENERALE DES EAUX

COMPAGNIE LA HENIN

COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM

COMPTOIRS MODERNES

CONCEPT S.A.

CONFLANDEY

CONFORAMA

C.E.P. COMMUNICATION

C.F.A.O.

DASSAULT ELECTRONIQUE

DE DIETRICH

DEVANLAY S.A.

DOCKS DE FRANCE

DUMEZ

DYNELEC

D.M.C.

EAUX MINERALES BASSIN DE VICHY

ECCO

ENTREPRISE JEAN LEFEBVRE

EPEDA-BERTRAND FAURE

ESSILOR INTL.

ESSO S.A.F.

ETEX

EUROCOM S.A.

EUROMARCHE

EUROPE 1-COMMUNICATION

FININFO

FOUGEROLLE.

FRANCAREP

F.N.A.C.

GALERIES LAFAYETTE

GASCOGNE

GEL 2000

GERLAND

GROUPE DE LA CITE

GUERBET S.A.

GUYOMARC'H ETABLISSEMENTS

G.A.N.

G.T.M. ENTREPOSE

HACHETTE

HAVAS

HENRI MAIRE

IMETAL

IMMOBILIERE PHENIX

INDLE AV.LATECOERE

INGENICO

INSTITUT MERIEUX INTERNATIONAL

INTERTECHNIQUE

LA RADIOTECHNIQUE

LABINAL

LAMBERT FRERES ET COMPAGNIE

LECTRA SYSTEMES

LEGRAND

LEGRIS INDUSTRIES

LEROY-SOMER

LOCAFRANCE S.A.

LOCAMION

LVMH MOET HENNESSY L.VUITTON

LYONNAISE DES EAUX-DUMEZ

L'OREAL

MAJOR

MARIE BRIZARD ET ROGER INTERNATIONAL

MARTELL

MATRA

MERLIN-GERIN

METALEUROP

METROLOGIE INTERNATIONAL

MIC

MOULINEX

M.M.B.

NATIONALE ELF AQUITAINE

NORD-EST

OPTORG

ORTIZ MIKO

PARIBAS

PECHELBRONN

PECHINEY INTERNATIONAL

PERNOD-RICARD

PEUGEOT S.A.

PINAULT

POLIET

PRINTEMPS (AU)

PROMODES

PROUVOST S.A.(ACT. 2

PUBLICIS S.A.

REMY ET ASSOCIES S.A.



RHONE-POULENC

ROCHETTE (LA)

ROUSSEL-UCLAF ORDINAIRE

SAGEM

SAINT LAURENT(GPE YVES)

SAINT-LOUIS

SANOFI

SAUPIQUET

SCHNEIDER SA

SEB S.A.

SEFIMEG

SEXTANT AVIONIQUE

SFIM-FABRICAT.INSTRUM.MESURE

SIMCO

SITA-INDLE TRANSPORTS AUTOMOB.

SLIGOS

SOCIETE DES CIMENTS FRANCAIS

SODEXHO

SOMMER ALLIBERT

SOVAC

SPIE-BATIGNOLLES

STRAFOR-FACOM

SUEZ (COMPAGNIE DE)

SYNTHELABO

S.C.O.A.

S.C.R.E.G.

S.G.E.

TEISSEIRE FRANCE

TELEVISION FRANCAISE 1 (TF1)

THOMSON-CSF

TOTAL (FRANCAISE DES PETROLES)

UGINE ACIERS CHAT.

UNION ASSUR PARIS (STE CTLE)

VALEO

VALLOUREC

VITOS ETS VITOUX

---

## NOTES

1. Grandin (1992)

2. Securities and Exchange Commission

3. Commission des Opérations de Bourse.

4. Tchemeni (1993)

5. Il s'agit du sens de la prévision des résultats ( "Hausse", "Baisse" ou "Constance").

6. la capitalisation annuelle est calculée à la fin de l'année fiscale.

7. la fréquence de prévision est définie par le nombre d'années de prévision sur les sept ans de notre période d'étude.

8. l'activité de prévision d'une société est définie comme le rapport entre le nombre de prévisions effectuées sur la période d'étude et le nombre d'années correspondant à ces prévisions.

9. Prévision d'analyste financier diffusée juste avant la prévision du dirigeant.

10. Voir Mai (1992) sur la surréaction sur le marché français.

11. Le nombre de décalages en avant et en arrière est choisi arbitrairement en fonction du degré d'asynchronisme du marché.

12. Pour une régression linéaire classique  $Y = a + bX$ , le coefficient  $a$  est estimé par  
:  $\bar{Y} - \hat{\beta}\bar{X}$