

Pertinence économique de la comptabilisation des dépréciations de *goodwill* : le cas français

Marc FEUILLOLEY*

Université du Havre

Patrick SENTIS

Université Montpellier I et Groupe Sup de Co Montpellier

Classification JEL : M410, G140 – *Réception* : 09/2005 ; *Acceptation* : 10/2006

Correspondance :

Marc Feuilloley, Université du Havre, Faculté des Affaires Internationales
25, rue Philippe Lebon, BP 420, 76057 Le Havre Cedex.

Tél. : 02 32 74 42 39

Email : marc.feuilloy@univ-lehavre.fr

Résumé : Cet article propose de mesurer la pertinence économique de la comptabilisation des dépréciations du *goodwill*. Pour cela, la réaction du marché français à l'annonce de 75 dépréciations de *goodwill* sur la période 2000-2004 est examinée. L'annonce de ces dépréciations provoque un impact significativement négatif sur la valeur des entreprises, confirmant l'effet économique de cet enregistrement comptable. Les rentabilités à long terme sont étudiées sur une fenêtre de 500 jours avant la date d'annonce de la dépréciation jusqu'à 750 jours après. Globalement, les résultats significatifs obtenus autour de la date d'événement des dépréciations confortent la pertinence économique de la norme IFRS 3.

Mots clés : *Goodwill* – dépréciation – IFRS 3 – regroupement d'entreprises – étude d'événementss.

Abstract : This paper examines whether goodwill write-off accounting is consistent with market valuations. To achieve this goal, we measure the impact of 75 goodwill write-off announcements on French companies' stock price. Goodwill write-off announcements produce a negative impact on companies' stock prices and suggest an economic effect of this accounting policy. The negative long-term abnormal returns during the pre-announcement period (day -500) suggest that the market anticipates the depreciation of goodwill. Globally, the significant results around the date of announcement confirm the consistency of IFRS 3 with market valuations.

Key words : Goodwill – impairment test – IFRS 3 – business combination – event study.

* Nous remercions les deux arbitres anonymes pour leurs commentaires et suggestions constructifs. Nous restons seuls responsables des erreurs ou omissions éventuelles.

En mars 2004, l'IASB a publié la norme IFRS 3¹ « regroupements d'entreprises – phase 1 ». Elle remplace la norme IAS 22² « regroupement d'entreprises » révisée en 1998.

Cette norme IFRS 3 introduit un changement fondamental dans les règles de comptabilisation du *goodwill* lors du rachat d'une entreprise. Elle suit en cela les modifications apportées par le normalisateur américain, FASB (*Financial Accounting Standards Board*), à la norme FAS 142³ en 2001.

La norme IFRS 3 prévoit que, pour les regroupements d'entreprises dont la signature de l'accord intervient à partir du 31 mars 2004, les entreprises qui utilisent le référentiel IAS-IFRS n'amortiront plus systématiquement le *goodwill* sur une durée variable n'excédant pas vingt ans mais devront procéder à un test de dépréciation (*impairment test*) selon les modalités indiquées dans la norme IAS 36⁴ « Dépréciation d'actif. » Le *goodwill* est défini par la norme IFRS 3 comme « ...l'excédent du coût du regroupement d'entreprises sur la part d'intérêt de l'acquéreur dans la juste valeur nette des actifs, passifs et passifs éventuels identifiables... ».

Sujet de polémiques depuis près d'un siècle (Owens, 1923), la problématique de la comptabilisation du *goodwill* a donné lieu à une

¹ La norme internationale d'information financière IFRS 3 « Regroupements d'entreprises » a été adoptée par l'IASB (*International Accounting Standards Board*) en mars 2004, et par l'Union Européenne sous la forme du règlement (CE) n° 236/2004 de la commission du 29 décembre 2004, publié le 31.12.2004 au journal officiel de l'Union européenne (L 392/3). L'objectif de cette norme est de spécifier l'information financière communiquée par une entité lorsqu'elle entreprend un regroupement d'entreprises.

² La norme comptable internationale IAS 22 « Regroupements d'entreprises » a été révisée pour la dernière fois par l'IASB (*International Accounting Standards Committee*) en 1998, et publiée au journal officiel de l'Union Européenne le 13 octobre 2003 (L261/5). Elle a été remplacée par la norme IFRS 3 en mars 2004.

³ La norme comptable FAS 142 « *Goodwill and other intangible assets (Goodwill et autres actifs incorporels)* » a été adoptée en juin 2001 par le FASB (*Financial Accounting Standards Board*). Elle prévoit que pour les exercices comptables qui débuteront après le 31 décembre 2001, les *goodwill* générés par des fusions-acquisitions réalisées après le 30 juin 2001 ne seront plus systématiquement amortis.

⁴ La norme comptable internationale IAS 36 « Dépréciation d'actifs » a été révisée pour la dernière fois par l'IASB en mars 2004, et a été adoptée par l'Union Européenne sous la forme du règlement (CE) n° 2236/2004 de la commission du 29 décembre 2004, publié le 31.12.2004 au journal officiel de l'Union européenne (L 392/3). L'objectif de la présente norme est de prescrire les procédures qu'une entité applique pour s'assurer que ses actifs sont comptabilisés pour une valeur qui n'excède pas leur valeur recouvrable.

abondante littérature. La définition donnée par la norme IFRS 3 est techniquement précise et permet rapidement une évaluation du montant à l'origine. Cependant, le problème demeure entier quant aux raisons qui incitent l'acheteur à verser un montant supérieur à la valeur nette comptable lors de la transaction. Dès lors, la nature même du *goodwill* doit être analysée. Par exemple, Johnson et Petrone (1998) s'interrogent sur le classement du *goodwill* en actif et proposent une définition rigoureuse de ce qu'ils appellent le « *core goodwill* » (*goodwill* central). Ce dernier serait égal à la somme de la valeur de la cible inscrite en continuité d'exploitation (*going-concern value*) et les synergies créées par l'acquisition. À la suite de ces auteurs, Henning et al. (2000) étudient l'identification par le marché des différentes composantes du *goodwill*. Il apparaît que les éléments qui composent la valeur de la cible en tant qu'entité indépendante (*going-concern value*) et synergies sont les deux éléments du *goodwill* auxquels le marché attribue le plus de valeur. En référence à ces études, si l'on admet que le *goodwill* est constitutif d'une valeur d'actif, sa prise en compte dans les états financiers doit se traduire dans la valeur de marché de l'entreprise. En France, la réglementation étant relativement floue en la matière, Greling (2000) préconisait l'amortissement systématique du *goodwill* et prévoyait une dépréciation ponctuelle, en plus de cet amortissement, selon des circonstances laissées à l'appréciation des entreprises. Le changement de référentiel comptable des entreprises cotées marque un tournant dans l'appréciation du *goodwill* dans leurs comptes. Selon ce nouveau référentiel (IFRS 3), l'amortissement du *goodwill* est interdit et sa dépréciation est soumise à des règles très strictes. L'objet du présent article est de mesurer la pertinence sur un plan économique de cette nouvelle réglementation à partir d'un échantillon d'entreprises ayant procédé à une dépréciation de *goodwill* récente. La réaction du marché à l'annonce de ces dépréciations est examinée afin de valider ou non le bien-fondé de cette norme et de conclure sur la perception par les investisseurs du *goodwill* en tant qu'indicateur économique et comptable.

Nos résultats font apparaître une réaction significativement négative à l'annonce d'une dépréciation du *goodwill* sur un échantillon de 75 événements, conforme aux études antérieures (Churyk, 2004 ; Hirschey et Richardson, 2002, 2003) et en adéquation avec l'idée selon laquelle la norme reflète bien une réalité économique. Les rentabilités à long terme sont calculées sur une fenêtre de 500 jours avant et de 750 jours

après la date d'annonce⁵. La diminution de valeur du *goodwill* semble être anticipée dans les cours durant la période pré-annonce. En revanche, la période post-annonce (notamment, jusqu'au 500^{ème} jour) se caractérise par une remontée des cours significative. Ce dernier résultat se différencie des études précédemment citées qui rapportent des performances boursières négatives sur cette période. Il suggère l'existence d'une surréaction du marché à l'annonce de la dépréciation du *goodwill* tandis que Hirschey et Richardson (2003) concluent à une sous-réaction sur leur échantillon d'entreprises.

Le reste de l'article se compose de la manière suivante. Dans la première partie, un exposé de la réglementation et de la littérature en la matière conduisant aux hypothèses expérimentales est proposé. La méthodologie empirique est présentée dans une deuxième partie. La troisième partie est consacrée aux résultats de l'étude et est suivie de la conclusion.

1. Réglementation, étude de la littérature et hypothèses

1.1. Évolution de la réglementation française

Historiquement, la réglementation française concernant le *goodwill* a connu différentes phases. Jusqu'en 1986, en l'absence d'obligations d'établir des comptes consolidés, le problème de la comptabilisation du *goodwill* ne se pose pas. Ensuite, le droit comptable français (Plan comptable général modifié en 1985⁶, recommandations de la Commission des Opérations de Bourse⁷, 7[°] directive européenne⁸) a prévu que le *goodwill* soit considéré comme un actif et fasse l'objet d'un amortissement avec, cependant, plusieurs imprécisions telles que, par exemple, l'absence d'une durée d'amortissement dans les textes. D'une manière

⁵ Plusieurs études ont testé l'impact à long terme (trois à cinq ans) sur les cours des actions d'événements ou de décisions financières tels que les annonces de bénéfice (Bernard et Thomas, 1989), les introductions en bourse (Ritter, 1991) ou les recommandations des analystes financiers (Womack, 1996).

⁶ Loi n° 85-11 du 3 janvier 1985 relative à la mise en harmonie des obligations concernant les comptes consolidés de certaines sociétés commerciales et entreprises publiques avec la septième directive européenne.

⁷ En particulier le bulletin n° 210 (janvier 1988) de la Commission des Opérations de Bourse.

⁸ Septième directive européenne sur l'établissement des comptes consolidés adoptée le 13 juin 1983. JO n° L 193 du 8 juillet 1983.

générale, les entreprises se sont inspirées de la norme américaine de l'époque qui imposait une durée maximum de 40 ans (Greling, 2000). De plus, la législation française prévoyait l'inscription d'un actif amortissable, mais autorisait également l'imputation sur les capitaux propres.

Le règlement 99-02⁹ sur les comptes consolidés applicable à partir de 2001 a donné aux entreprises françaises un référentiel unique. Il reprend, en les clarifiant, un certain nombre de règles. Il reconnaît comme méthode préférentielle l'inscription du *goodwill* à l'actif et son amortissement sur une durée qui doit refléter aussi raisonnablement que possible les hypothèses retenues et les objectifs fixés lors de l'acquisition¹⁰. Il prévoit également que certains changements défavorables peuvent aboutir à un amortissement exceptionnel. C'est le cas lorsque la valeur recouvrable de l'écart d'acquisition est inférieure à sa valeur nette comptable¹¹. La constatation d'un amortissement exceptionnel sera définitive. Il ne pourra pas être repris, même en cas de retour à une situation plus favorable. On peut remarquer une certaine similitude entre ces amortissements exceptionnels et les dépréciations du *goodwill* tels qu'elles seront définies ultérieurement dans l'IFRS 3.

Depuis le premier janvier 2005, deux réglementations co-existent en France. Les entreprises cotées (plus généralement, faisant appel public à l'épargne) ont l'obligation d'utiliser le référentiel IAS-IFRS pour établir leurs comptes consolidés, alors que les autres entreprises peuvent choisir entre le référentiel IAS-IFRS et le règlement 99-02 (récemment modifié par plusieurs règlements sur les actifs) pour établir leurs comptes consolidés¹².

Comme on peut le constater, la réglementation relative au *goodwill* a considérablement évolué en vingt ans. Ce phénomène est révélateur des passions que suscite le *goodwill*, passions exacerbées par l'importance des sommes en jeu. La flambée des prix d'acquisition des entreprises en particulier dans les nouvelles technologies avant 2001 a entraîné l'apparition, puis la disparition de montants de *goodwill* gigantesques aux États-Unis : « *Les provisions passées pour dépréciation des écarts d'acquisitions (goodwill) ont atteint environ 750 milliards de*

⁹ Le règlement 99-02 du CRC (Conseil de la Réglementation Comptable) a été homologué par arrêté ministériel du 22 juin 1999, JO du 31 juillet 1999.

¹⁰ Article 2113 du règlement 99-02.

¹¹ Article 21130 du règlement 99-02.

¹² Ordonnance 2004-1382 du 20 décembre 2004.

dollars aux États-Unis en 2002 selon Bloomberg, un montant supérieur de près de 10 % au PIB du Canada. AOL-Time Warner (99,7 milliards), ATT (13,1 milliards) et Clear Channel Communication (17 milliards) se sont particulièrement distinguées »¹³. Ce fut également le cas en France : « En mars 2002, Jean Marie Messier présentait les résultats annuels de Vivendi Universal. [...] il a présenté une dépréciation de 15,7 milliards d'euros entraînant finalement une perte nette de 13,6 milliards d'euros »¹⁴. Dès lors, les changements de réglementation engendrent des conséquences déterminantes sur les comptes des entreprises. En supprimant l'amortissement systématique du *goodwill* et en le remplaçant par un test de dépréciation, la norme IFRS 3 (à l'image de la norme américaine FAS 142) produit des effets parfois contradictoires. La suppression de l'amortissement évite de constater de manière récurrente une charge pénalisant le compte de résultat. En revanche, si le test de dépréciation révèle une diminution significative de la valeur du *goodwill*, l'entreprise a l'obligation de comptabiliser une charge ponctuelle souvent très élevée. Cette évolution de la réglementation admet que le *goodwill* puisse conserver sa valeur dans le temps. La dépréciation constatée représente donc théoriquement une information comptable et économique négative puisque l'entreprise reconnaît la perte de valeur de son *goodwill*. La norme IFRS 3, en imposant le principe de la dépréciation, consacre la vision économique du *goodwill*. Dès lors, il apparaît intéressant d'analyser les conséquences des annonces de dépréciation du *goodwill* sur la valeur de l'entreprise perçue par les marchés financiers.

1.2. *Goodwill et réaction du marché*

Plusieurs études se sont intéressées à la pertinence économique de l'information comptable. L'article précurseur de Ball et Brown (1968), traitant des annonces du résultat comptable, a initié un vaste courant de recherche dans ce domaine. Par exemple, Sunder (1975) montre que le changement de méthode d'enregistrement comptable des stocks (FIFO/LIFO) produit un impact significatif sur la valeur de l'entreprise. Hong et al. (1978) ont étudié les conséquences du choix d'enregistrement des acquisitions entre la méthode dite « *purchase* » et

¹³ « Provisions records aux États-Unis », *La Tribune*, 19 février 2003, p. 28.

la méthode du « *pooling of interests* » et démontrent une réaction positive du marché lorsque la première est utilisée. Lindenberg et Ross (1999) ont confirmé, plus récemment, ce résultat. Plusieurs études traitent également du lien entre politique comptable et rentabilités boursières sur le cas spécifiquement français. Gajewski et Quéré (2001) montrent qu'il existe une différence de contenu informationnel entre les annonces de chiffre d'affaires trimestriels et celles des résultats semestriels et annuels en étudiant la réaction des cours boursiers à l'annonce de ces indicateurs sur le marché français. Dans la même veine, Elleuch (2003) confirme le contenu informationnel des annonces des résultats semestriels et annuels sur un échantillon d'entreprises françaises. En revanche, la publication des états financiers ne semble révéler aucune information nouvelle. Enfin, récemment, Martinez (2004) examine la liaison entre différents indicateurs comptables (résultats et flux de trésorerie) et les rentabilités boursières. L'auteur conclut à la significativité de ces variables sur les rentabilités boursières. Ces résultats sont cependant sensibles à un certain nombre de facteurs de contingence (taille, endettement...) et dépendent de la forme du modèle de régression utilisé.

Plus spécifiquement dans le domaine de la reconnaissance en comptabilité du *goodwill*, Henning et al. (2000) proposent une décomposition du *goodwill* en quatre éléments (*write-up*, *going concern*, synergies et résidu)¹⁵. Ils montrent que les investisseurs accordent une valeur plus importante et positive aux composantes *going concern* et synergies. Ils concluent à la pertinence de l'approche comptable consistant à décomposer et à enregistrer le *goodwill* en différents éléments. Cette dernière approche n'a pourtant pas été retenue par le FASB.

Avant la mise en place de la dernière version de la norme FAS 142, la dotation aux amortissements du *goodwill* ne présentait pas une pertinence économique avérée comme l'ont montré Jennings et al. (2001) :

¹⁴ Faure et Renault (2002), « Le culte malsain de l'EBITDA », *Les Échos*, 30 octobre, p. 48.

¹⁵ Il est difficile de donner une traduction française de ces termes introduits par Henning et al. (2000). Le *write-up* correspondrait à une sous-évaluation des actifs de la cible lors d'une acquisition. Il serait égal à la différence entre la valeur de marché des actifs de la cible et leur valeur comptable pré-acquisition. Le *going concern* serait la valeur de l'entreprise en situation de continuité d'exploitation. Les synergies proviendraient de la mise en commun des moyens de l'acquéreur et de la cible et, enfin, le résidu représente un surpris égal à la différence entre le prix d'acquisition de la cible et la somme des trois autres éléments.

les investisseurs apparaissent plus sensibles aux résultats annoncés avant prise en compte de l'amortissement du *goodwill*, ce dernier n'ajoutant qu'un bruit parasite.

Churyk (2004) s'est interrogé sur la pertinence de la mise en place de la norme américaine FAS 142 préconisant le remplacement de l'amortissement systématique du *goodwill* par la dépréciation. Selon cet auteur, la norme est cohérente avec l'évaluation du *goodwill* par le marché dans le cas où le *goodwill* ne serait pas surévalué à l'origine mais, au contraire, déprécié les années suivantes en cas d'apparition de certains indicateurs. Si le *goodwill* n'est pas surévalué à l'origine et donc n'inclut pas de surprime ayant un caractère de charge (et non pas d'actifs), alors l'amortissement systématique n'a pas lieu d'être. En revanche, si une telle surprime est absente et si certains indicateurs justifient une diminution de la valeur du *goodwill*, le test de dépréciation (*impairment test*) annuel s'impose comme un critère objectif. Les résultats obtenus par l'auteur, notamment l'absence systématique de surprime à l'origine, confirment son hypothèse et sont cohérents avec la norme mise en place.

Dans la même veine, Hirschey et Richardson (2002, 2003) étudient également le bien-fondé de la norme FAS 142 en examinant la réaction du marché à l'annonce de dépréciation du *goodwill*. À partir d'un échantillon de 80 observations, ils montrent l'existence d'un impact négatif de l'ordre de 3 % sur les cours à l'annonce des dépréciations. Cette réaction est précédée et suivie de rentabilités anormales négatives amenant les auteurs à conclure qu'en dépit de l'anticipation par le marché d'une dépréciation, celui-ci sous-réagit à l'annonce de cette information puisque les rentabilités demeurent négatives après la date d'événement. Ces résultats confirment que le *goodwill* constitue un actif de l'entreprise et un indicateur de bénéfices futurs puisque sa valeur se reflète dans le cours de bourse.

1.3. Hypothèses expérimentales

L'évolution récente de la réglementation sur le plan européen et les études en la matière réalisées sur le marché américain nous amènent à nous interroger sur la pertinence économique de la nouvelle norme IFRS 3 applicable aux comptes consolidés des entreprises européennes cotées.

À notre connaissance, cette étude n'a jamais été menée sur un échantillon représentatif d'entreprises françaises. On propose d'examiner cette question par l'intermédiaire des hypothèses suivantes. Ces hypothèses sont discutées ensuite au regard de la théorie des marchés efficients.

1.3.1. Enoncé des hypothèses

Comme précédemment discuté, si la norme est pertinente d'un point de vue économique, une annonce de dépréciation devrait produire un impact sur la valeur de l'entreprise et donc sur son cours de bourse.

Hypothèse 1 : L'annonce des dépréciations de *goodwill* se traduit par une réaction négative du marché financier à la date d'événement.

Si cet impact sur le cours de bourse est anticipé par le marché, alors l'annonce de la dépréciation ne vient que confirmer cette anticipation.

Hypothèse 2 : L'annonce des dépréciations de *goodwill* est précédée de performances boursières négatives à long terme.

Conformément aux études antérieures, la réaction à la date d'événement peut être altérée par le degré d'efficacité du marché. Un examen des rentabilités ultérieures est nécessaire afin d'envisager les possibilités d'une sur ou d'une sous-réaction du marché financier. Dans le cas où le marché sous-réagirait (baisse des rentabilités à long terme après la date d'événement), la validation de l'hypothèse 1 peut être interprétée comme une baisse de valeur définitive de l'entreprise, confirmant par là-même la pertinence de la réglementation mise en place. En revanche, si l'on constate une remontée des rentabilités à long terme à la suite de la date d'événement, le propos doit être nuancé et la validation de l'hypothèse 1 pourrait traduire simplement l'inefficacité d'un marché qui surréagit. Cet aspect fait l'objet d'une discussion dans le point suivant.

Hypothèse 3 : L'annonce des dépréciations de *goodwill* est suivie de performances boursières stables ou négatives.

On peut s'interroger sur la liaison qui existe entre la réaction du marché, identifiée à la date d'événement, et certaines variables comp-

tables et financières telles que l'ampleur de la dépréciation du *goodwill* constatée. L'hypothèse suivante formule cette idée et peut être étendue aux autres variables comptables et financières.

Hypothèse 4 : La réaction du marché à la date d'événement est proportionnelle à l'ampleur de la dépréciation annoncée.

1.3.2. Discussion des hypothèses au regard du degré d'efficience du marché financier

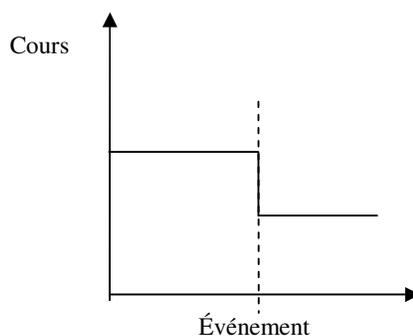
L'utilisation de la méthodologie de l'étude d'événements présuppose que le marché financier est efficient de forme semi-forte (toute l'information rendue nouvellement publique se reflète instantanément dans les cours¹⁶). Aussi, est-il nécessaire de proposer les différentes interprétations auxquelles peut aboutir la vérification des hypothèses 1, 2 et 3.

Nous distinguerons cinq situations :

Situation A : H1 vrai, H2 faux, H3 vrai

La réaction du marché est négative à l'annonce des dépréciations. Aucune évolution des cours avant et après la date d'annonce n'est décelée. On peut conclure à la pertinence économique de la norme qui souhaite rendre obligatoire la dépréciation systématique du *goodwill*.

Figure 1 – Réaction du marché pour la situation A



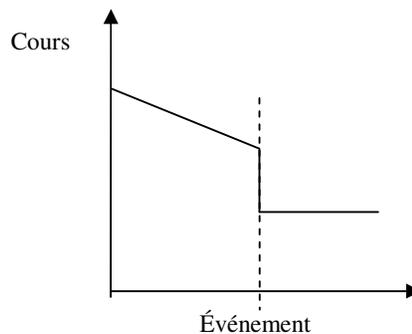
¹⁶ On doit à Fama (1970) la définition et la généralisation de ce concept d'efficience informationnelle.

Situation B : H1 vrai, H2 vrai, H3 vrai

La réaction du marché est négative à l'annonce des dépréciations. Celle-ci est précédée de performances boursières négatives. Aucune évolution significative n'est ensuite décelée.

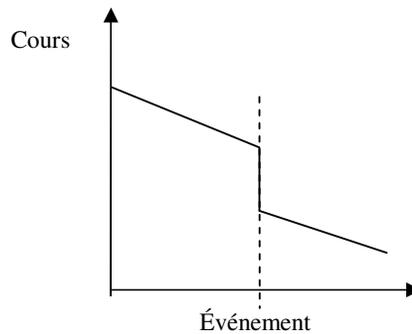
On peut conclure également à la pertinence économique de la norme. L'évolution négative précédant sa constatation résulte des anticipations du marché fondées sur les documents comptables et financiers publiés semestriellement par les entreprises. La comptabilisation de la norme confirme ces anticipations mais vient tardivement par rapport à la réelle perte de valeur du *goodwill*. On conclut donc à un retard dans la comptabilisation de la dépréciation qui ne remet pas en cause la pertinence économique de cette norme.

Figure 2 – Réaction du marché pour la situation B

**Situation C : H1 vrai, H2 vrai, H3 faux => performances boursières négatives postérieures à l'événement**

La réaction du marché est négative à l'annonce des dépréciations. Celle-ci est précédée de performances boursières négatives. Ces performances demeurent significativement négatives après l'événement. Les conclusions sont similaires au cas précédent (réaction négative + retard). En revanche, l'invalidation de l'hypothèse H3 amène à reconsidérer le degré d'efficacité du marché. Dans ce cas, il s'agit d'une sous-réaction aux annonces de dépréciations. Cette sous-réaction ne fait que confirmer l'impact négatif de la dépréciation et ne remet donc pas en cause la pertinence économique de la norme.

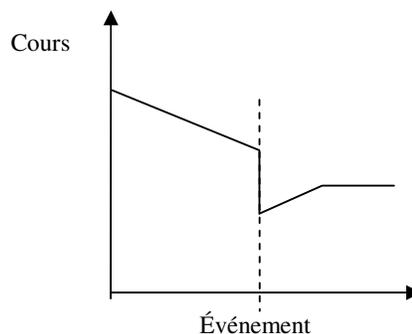
Figure 3 – Réaction du marché pour la situation C



Situation D : H1 vrai, H2 vrai, H3 faux => performances boursières modérément positives postérieures à l'événement

La réaction du marché est négative à l'annonce des dépréciations. Celle-ci est précédée de performances boursières négatives. Ces performances deviennent ensuite modérément positives postérieurement à l'événement. Les conclusions sont similaires au cas précédent (réaction négative + retard). De nouveau, cette éventualité traduit une inefficience du marché. Il apparaît une surréaction à l'annonce des dépréciations. Dans la mesure où la remontée des rentabilités boursières est modérée et n'excède pas les diminutions cumulées des performances boursières constatées avant et pendant l'événement, on peut encore conclure à la pertinence économique de la norme.

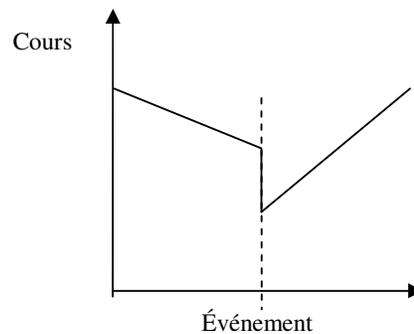
Figure 4 – Réaction du marché pour la situation D



Situation E : H1 vrai, H2 vrai, H3 faux => performances boursières fortement positives postérieures à l'événement

La réaction du marché est négative à l'annonce des dépréciations. Celle-ci est précédée de performances boursières négatives. Les performances deviennent ensuite fortement positives. Ce cheminement traduit les réactions d'un marché inefficent. Si, la remontée des cours compense, voire dépasse la diminution précédemment constatée, on ne peut plus raisonnablement conclure à la pertinence économique de la norme. La constatation comptable apparaît simplement comme une information bruitée à laquelle réagissent les investisseurs et qu'ils corrigent ensuite.

Figure 5 – Réaction du marché pour la situation E



2. Méthodologie

2.1. Constitution de l'échantillon

Les annonces de dépréciation de *goodwill* ont été identifiées dans la base de données Lexis-Nexis en utilisant cinq termes-clés sur les années 2000-2004 :

- Amortissement exceptionnel.
- Dépréciation exceptionnelle.
- Dépréciation & écart d'acquisition.
- Dépréciation & *goodwill*.

- Dépréciation et survaleur.

Environ 800 articles répondent à l'un de ces termes avec parfois plusieurs dates pour le même événement. La multiplicité des articles pour une même dépréciation s'explique par la pluralité des sources d'information et par le fait que, parfois, la dépréciation est annoncée pendant le courant de l'année avec un montant non déterminé ou incertain ou différent de celui finalement annoncé après publication des comptes annuels. Nous avons retenu la première date d'annonce de l'événement.

Il faut rappeler que ces dépréciations ont un caractère exceptionnel. Elles ont eu lieu pendant une période où la règle comptable était celle de l'amortissement systématique. Les entreprises concernées ont donc procédé à une dépréciation exceptionnelle du *goodwill*, en plus de l'amortissement obligatoire déjà pratiqué, en raison d'une baisse de valeur très supérieure à cet amortissement. Le contexte, bien que différent, permet de transposer potentiellement les résultats à la norme IFRS 3.

Les données de cours et les données comptables et financières ont été extraites à partir de la base de données FININFO¹⁷. Seules les annonces pour lesquelles nous disposons des données suffisantes sur les entreprises concernées ont été conservées. Sur les 91 annonces exploitables, seules les entreprises françaises ont été retenues dans l'échantillon final. Notre échantillon initial comportait certaines entreprises européennes (seize annonces exploitables) mais ne couvrait pas exhaustivement l'ensemble des dépréciations s'étant produit dans les pays européens. C'est pourquoi nous avons limité l'étude au cas de la France (75 événements sur la période d'étude)¹⁸.

¹⁷ Cette base de données est commercialisée par la société Fininfo spécialisée dans la diffusion d'informations financières auprès des professionnels de marché. Son module Fininfo-Actions propose un historique des valeurs internationales sur une dizaine d'années. Les données comptables et financières sont également présentes pour la plupart des grandes entreprises françaises sur un historique de cinq années.

¹⁸ Les résultats obtenus sur l'étude d'événements sont semblables si l'on tient compte des seize annonces de dépréciations d'entreprises européennes (résultats disponibles sur demande).

2.2. Étude des rentabilités anormales à court et long terme

2.2.1. Mesure et tests des rentabilités anormales à court terme

Nous utilisons la méthodologie des études d'événements pour estimer les rentabilités anormales ajustées du risque autour de la date d'annonce des dépréciations du *goodwill*¹⁹. Le modèle de marché suivant mesure la rentabilité anormale RA_{it} pour chaque action i , le jour t :

$$RA_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i^* R_{mt}$$

où R_{it} est le logarithme népérien de la rentabilité du titre i observée le jour t . $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i^*$ sont les paramètres de la droite de régression représentative du modèle de marché pour le titre i . R_{mt} est le logarithme népérien de la rentabilité de l'indice de marché SBF250 le jour t . Afin d'éviter les problèmes liés à un éventuel asynchronisme des données, le paramètre $\hat{\beta}_i^*$ a été mesuré à l'aide de la méthodologie de Scholes et Williams (1977).

Le bêta de Scholes et Williams nécessite le calcul de trois régressions MCO et de la corrélation entre la rentabilité du marché au jour t et celle au jour $t-1$ (c'est-à-dire le coefficient de corrélation sérielle d'ordre un de la rentabilité du marché, ρ_m). Le coefficient β^{-1} désigne le coefficient de régression MCO entre la rentabilité du titre et celle du marché avec un décalage en arrière d'un jour. De manière similaire, β est le coefficient de régression simultané et β^{+1} est calculé avec un décalage en avant d'un jour :

$$\hat{\beta}_i^* = \frac{\hat{\beta}_i^{-1} + \hat{\beta}_i + \hat{\beta}_i^{+1}}{1 + 2\hat{\rho}_m}.$$

¹⁹ Pour une description détaillée de la méthodologie de l'étude d'événements que nous utilisons ici, voir Hachette (1994) et Campbell et al. (1997).

Les paramètres de régressions ont été estimés sur une période de 200 jours, 30 jours avant la date d'événement. La période d'événement s'étend de - 10 jours à + 10 jours autour de la date d'annonce.

La moyenne des rentabilités anormales pour l'échantillon total, MRA_t , est calculée à chaque jour de la période d'événement :

$$MRA_t = \frac{\sum_{i=1}^N RA_{it}}{N}$$

où t est un jour de négociation de la période d'événement et N est le nombre d'entreprises dans l'échantillon. Le cumul des rentabilités moyennes entre les dates T_1 et T_2 , $MRAC_t$, se calcule ainsi :

$$MRAC_t = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} RA_{it}}{N}$$

Le test statistique de Patell (1976), connu sous le nom de *test des rentabilités anormales standardisées*, est utilisé pour mesurer la significativité des résultats. Ce test suppose l'indépendance des données en coupe transversale mais pas en coupe longitudinale. Les rentabilités anormales standardisées, RAS_{it} , sont estimées en divisant la rentabilité anormale quotidienne pour chaque titre par l'estimateur de leur écart-type afin de déterminer si la rentabilité anormale au jour t est significativement différente de 0 :

$$RAS_{it} = \frac{RA_{it}}{s_{it}}$$

où $s_{it}^2 = s_i^2 \left[1 + \frac{1}{200} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{k=-230}^{-30} (R_{mk} - \bar{R}_m)^2} \right]$ avec R_{mt} la rentabilité du marché le jour t et \bar{R}_m la moyenne de la rentabilité du marché sur les

200 jours de la période d'estimation. s_i^2 (la variance empirique des rentabilités anormales sur la période d'estimation) est estimée comme suit :

$$s_i^2 = \frac{\sum_{k=-230}^{-30} RA_{ik}}{198},$$

où 198 est le nombre de jours de la période d'estimation après retrait de deux degrés de liberté.

Chaque rentabilité anormale standardisée RAS_{it} suit une distribution de Student avec $T-2$ degrés de liberté.

Comme l'échantillon est d'une taille relativement réduite, pouvant entraîner une déviation des données relativement à une distribution normale, nous utilisons, à côté du test paramétrique de Patell, le test non-paramétrique de Corrado (1989). Ce test de rang s'applique même lorsque la distribution est asymétrique et que les variances des rentabilités anormales sont instables. Le test de Corrado combine la période d'estimation (composée de 200 jours) à la période d'événement (comptant 21 jours) pour ne former qu'un ensemble de rentabilités anormales. Cet ensemble se compose de 221 rentabilités anormales par entreprise (200+21). Un rang, K_{it} , est assigné à chaque rentabilité anormale de la série des 221 rentabilités anormales. Le test de Corrado, C , s'écrit ainsi :

$$C = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - 111)}{S(K)}$$

Le rang de chaque rentabilité anormale est comparé au rang médian qui est de 111 (l'arrondi de 221/2). $S(K)$ représente l'écart-type des rangs calculé sur les 221 jours de l'ensemble des périodes :

$$S(K) = \sqrt{\frac{1}{221} \left(\sum_{t=-230}^{-30} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - 111) \right)^2 + \sum_{t=-20}^{+20} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - 111) \right)^2 \right)}$$

2.2.2. Mesure et tests des rentabilités anormales à long terme

Les rentabilités anormales à long terme pour le titre i entre les dates t et T , $RAAC_{(T-t)}^i$, ont été calculées de la manière suivante selon la méthode dite du portefeuille achat-conservation :

$$RAAC_{(T-t)}^i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{mt})$$

où R_{it} est la rentabilité arithmétique du titre i observée le jour t et R_{mt} la rentabilité arithmétique de l'indice de marché SBF250 le jour t .

Afin de déterminer la significativité des résultats, deux tests ont été utilisés. Le premier est le test paramétrique classique de Student calculé en coupe transversale :

$$t = \frac{MRAAC_{(T-t)}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (RAAC_{(T-t)}^i - MRAAC_{(T-t)})^2}}$$

où $MRAAC_{(T-t)}$ est la moyenne des rentabilités anormales à long terme sur l'échantillon :

$$MRAAC_{(T-t)} = \frac{\sum_{i=1}^N RAAC_{(T-t)}^i}{N}$$

Le second est le test non paramétrique classique de Wilcoxon.

2.2.3. Mesure des variables comptables et financières

Nous avons mesuré plusieurs variables comptables et financières sur les trois années encadrant et incluant l'année de la dépréciation du *goodwill* (années -1, 0 et +1, l'année 0 étant l'année où s'est produite la dépréciation). Les définitions de ces mesures sont rapportées dans le Tableau 1.

Chaque mesure a fait l'objet d'un ajustement par sa médiane calculée sur les entreprises du SBF 120 ne faisant pas partie de l'échantillon sur l'année d'observation. À titre d'exemple, la variable financière ajustée VFA mesurée à l'année -1 pour l'entreprise i est estimée ainsi :

$$VFA_i^{-1} = VF_i^{-1} - MVF^{-1}$$

où VF_i^{-1} est la mesure de la variable financière de l'entreprise i l'année précédant la dépréciation du *goodwill* et MVF^{-1} correspond à la médiane de cette variable estimée sur les entreprises du SBF120 ne faisant pas partie de l'échantillon sur la même année.

Tableau 1 – Liste des variables comptables et financières calculées sur la période d'observation

Notation de la variable	Définition
DLT/CP	Dettes à long terme sur valeur comptable des capitaux propres
AEC/RN	Amortissements des écarts d'acquisition sur résultat net
RE/TB	Résultat d'exploitation sur total bilan
RCP	Résultat net sur valeur comptable des capitaux propres
GW/AIN	Montant du <i>goodwill</i> déprécié sur total de l'actif immobilisé net

Pour chaque année de la période d'observation comptable et financière, la médiane de chacune des variables ajustées a été calculée sur l'échantillon total. Théoriquement, cette médiane doit être peu différente de zéro si les entreprises de notre échantillon sont semblables aux autres entreprises du SBF120. Aussi, la significativité de cette médiane a été mesurée à l'aide d'un test de Wilcoxon avec pour hypothèse nulle une médiane ajustée proche de 0. Ce même test a été utilisé pour évaluer la significativité de l'évolution de cette médiane sur la période d'observation (par exemple de l'année -1 à l'année 0 puis de l'année 0 à l'année +1). L'hypothèse nulle testée correspond ici à l'absence de variation.

3. Résultats

Le Tableau 2 montre que notre échantillon est constitué d'entreprises appartenant à des secteurs d'activité variés. On note toutefois une forte représentation des entreprises du secteur « Logiciels et

services informatiques » qui ont été très actives en matière d'acquisitions sur la période étudiée.

La classification sectorielle proposée pour notre échantillon applique la norme FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) adoptée par Euronext pour le classement sectoriel des entreprises cotées.

Tableau 2 – Répartition de l'échantillon par secteurs d'activité

N° secteur FTSE	Secteurs d'activité FTSE	Nombre
21	Aérospatiale et défense	3
43	Agro-alimentaire production	2
83	Assurance	4
31	Automobiles et équipementiers	1
77	Autres services aux collectivités	4
81	Banques	1
13	Bâtiment et matériaux de construction	2
41	Boissons	3
11	Chimie	4
52	Détaillants généralistes	3
72	Electricité	1
34	Equipement ménager et textiles	3
93	Equipements destinés aux technologies de l'information	3
25	Equipements électroniques et électriques	3
24	Industrie diversifiée	2
97	Logiciels et services informatiques	17
54	Médias et divertissements	7
7	Pétrole et gaz	1
44	Santé	1
67	Services de télécommunication	4
58	Services supports	5
59	Transports	1
Total		75

Notre échantillon d'entreprises se caractérise par des variables financières ajustées statistiquement significatives (Tableau 3). Globalement, on observe que les entreprises de notre échantillon sont plus endettées (médiane significative), moins rentables, et de taille plus importante que les entreprises de contrôle du SBF120 sur les trois années entourant et incluant l'année d'événement. De plus, comme l'on pouvait s'y attendre, le montant des amortissements des survaleurs par rapport au résultat net est significativement plus élevé.

Nous avons testé l'évolution de ces variables autour de l'année d'événement. Aucune évolution statistiquement significative

n'apparaît²⁰. Ce résultat peut être imputé à l'étroitesse de la fenêtre d'observation.

Tableau 3 – *Variables comptables et financières ajustées, autour de l'année d'événement, des entreprises ayant déprécié leur goodwill*

Variabiles ajustées	Moyenne	Médiane	Test Student	Test Wilcoxon
DLT/CP+1	0,41	0,28	3,94	3,05
DLT/CP0	-9,03	0,25	-1,36	3,51
DLT/CP-1	-3,43	0,43	-0,87	5,38
AEC/RNC+1	2,14	0,37	2,83	5,20
AEC/RNC0	1,78	0,59	3,68	6,75
AEC/RNC-1	1,07	0,56	5,66	7,44
RE/TB+1	-0,04	-0,03	-4,10	-3,39
RE/TB0	-0,03	-0,02	-3,46	-2,98
RE/TB-1	-0,02	-0,02	-1,62	-2,94
RCP+1	-0,08	-0,09	-1,18	-2,29
RCP0	-0,29	-0,10	-5,27	-4,45
RCP-1	-0,28	-0,08	-3,85	-4,44
CA-1	12996	4551	5,81	4,64
AIN-1	14319	1039	4,32	4,05
Effectifs-1	67152	14431	5,43	4,99
CB (Millions Euros)	9041	625	4,82	3,21

Note : Chaque variable financière mesurée pour une entreprise donnée a fait l'objet d'un ajustement par la médiane de cette variable calculée sur un échantillon d'entreprises du SBF120 n'ayant pas procédé à une dépréciation du *goodwill* sur la période d'observation. Ces variables ont été calculées sur les trois années entourant et incluant l'année de la dépréciation (notées : -1, 0, 1). DLT/CP désigne le ratio d'endettement, AEC/RNC représente les amortissements d'écart d'acquisition rapportés au résultat net consolidé, RE/TB est un estimateur de rentabilité correspondant au résultat d'exploitation sur le total bilan, RCP est la rentabilité des capitaux propres (Résultat net sur fonds propres), CA, AIN et CB désignent respectivement le chiffre d'affaires, l'actif immobilisé net et la capitalisation boursière. Le chiffre qui suit chaque variable correspond à l'année de calcul par rapport à l'année de la dépréciation (-1, 0, +1). Les chiffres en caractères gras indiquent une significativité au seuil de 5 %.

Le Tableau 4 présente les rentabilités anormales sur une période de vingt jours autour de la date de première annonce de dépréciation du *goodwill* (jour 0). On note une rentabilité anormale significativement négative, de l'ordre de -1,5 %, au jour -1, date à laquelle l'information est rendue publique (elle n'est publiée que le lendemain). Les tests de

²⁰ Résultats disponibles sur demande.

Student et de Corrado présentent une significativité bilatérale au seuil de 5 %.

Ce premier résultat suggère que l'annonce d'une dépréciation du *goodwill* est perçue négativement par les marchés financiers et confirme notre hypothèse 1. Il met également en exergue l'impact des politiques comptables sur la valeur de l'entreprise perçue par les marchés. Il est conforme aux résultats obtenus par Hirschey et Richardson (2002, 2003) qui obtiennent des rentabilités anormales comprises entre -2 et -3 % sur leur échantillon de 80 observations. On peut provisoirement conclure à la pertinence économique de la norme IFRS 3 mise en place pour les entreprises cotées.

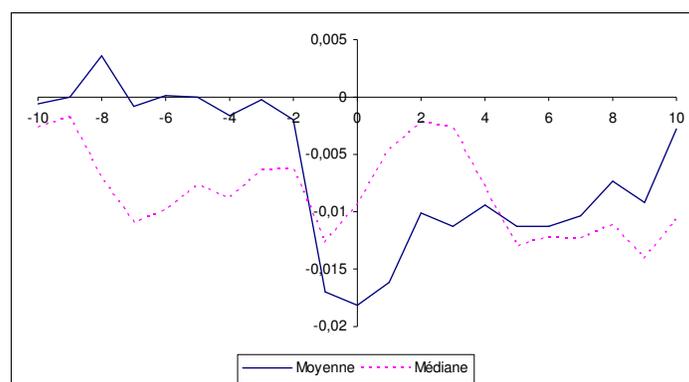
Tableau 4 – *Rentabilités anormales à court terme autour de la date d'annonce des dépréciations*

Jours autour de la date d'annonce (0)	Nombre	Rentabilité anormale		Test Student	Test Corrado
		Moyenne	Médiane		
-10	75	-0,064%	-0,271%	-0,87	-0,83
-9	75	0,063%	0,093%	-0,72	0,08
-8	75	0,360%	-0,531%	-0,81	-0,52
-7	75	-0,445%	-0,389%	-1,89	-1,96
-6	75	0,101%	0,115%	0,07	-0,37
-5	75	-0,019%	0,212%	-0,08	0,13
-4	75	-0,154%	-0,113%	-0,49	-0,60
-3	75	0,130%	0,250%	-0,48	-0,09
-2	75	-0,166%	0,011%	-0,25	-0,38
-1	75	-1,501%	-0,645%	-2,32	-2,56
0	75	-0,121%	0,323%	0,90	0,23
1	75	0,202%	0,477%	0,22	1,80
2	74	0,601%	0,244%	0,66	0,62
3	74	-0,111%	-0,039%	-0,63	-0,74
4	75	0,182%	-0,530%	-0,45	-1,07
5	75	-0,182%	-0,515%	-0,71	-1,48
6	74	-0,009%	0,092%	-0,80	0,33
7	74	0,101%	-0,018%	-0,46	-0,17
8	75	0,301%	0,114%	0,55	-0,20
9	75	-0,189%	-0,290%	0,13	-0,85
10	75	0,646%	0,344%	0,66	1,21

Note : Les rentabilités anormales sont calculées sur 21 jours autour de la date d'annonce notée 0. Toutes les rentabilités ont fait l'objet d'un ajustement pour le risque par le calcul du beta de Scholes et Williams (1977). La moyenne et la médiane sont rapportées pour l'échantillon total. Le test de Student est calculé selon la méthodologie de Patell (1976) et le test non paramétrique de Corrado (1989) est indiqué. Les chiffres en caractères gras indiquent une significativité au seuil de 5 %.

La Figure 6 rapporte les rentabilités anormales moyennes cumulées sur la période d’observation. On observe une baisse prononcée autour de la date d’annonce.

Figure 6 – Moyenne et médiane des rentabilités anormales cumulées sur la période d’observation



Note : Les rentabilités anormales sont cumulées sur les 21 jours de la période d’observation. La moyenne et la médiane des ces rentabilités cumulées sont tracées pour l’échantillon total.

En revanche, cette baisse semble « se corriger » les jours qui suivent la date d’annonce. Cette évolution peut témoigner d’une surréaction du marché à l’annonce d’une dépréciation du *goodwill*. L’analyse des rentabilités anormales à long terme semble confirmer cette dernière observation comme le montre le Tableau 5.

Tableau 5 – Rentabilités anormales à long terme de -500 jours à +750 jours autour de la date d’annonce

Jours autour de la date d'annonce	Nombre	Rentabilité anormale à long terme		Test de Student	Test de Wilcoxon
		Moyenne	Médiane		
-500	75	-13,67%	-14,51%	-3,57	-3,84
-250	75	-10,43%	-13,04%	-2,74	-2,97
-100	75	-4,07%	-5,28%	-1,40	-1,97
100	69	5,27%	2,26%	1,55	1,13
250	67	12,72%	3,94%	1,66	0,90
500	51	31,21%	5,91%	2,19	2,25
750	34	11,34%	6,10%	1,75	1,34

Note : Les rentabilités anormales à long terme sont calculées selon la méthodologie du portefeuille « achat-conservation ». Elles font l’objet d’un ajustement par rapport à l’indice SBF 250. Les tests de Student et de Wilcoxon sont rapportés pour mesurer la significativité des résultats. Les chiffres en caractères gras indiquent une significativité au seuil de 5 %.

On observe que les périodes précédant la dépréciation du *goodwill* se caractérisent par des rentabilités anormales significativement négatives. Ce qui amène à penser que le marché a intégré dans les cours la dévalorisation des actifs de l'entreprise avant que celle-ci ne le constate en comptabilité. Ce faisant, la réaction négative du marché à court terme ne peut être qu'une surréaction dont la correction est bien visible sur le long terme. On observe effectivement que les rentabilités anormales à long terme deviennent positives à la suite de la dépréciation du *goodwill*, marquant le retour à une phase de valorisation des actifs. Notre hypothèse 2 est validée tandis que l'hypothèse 3 est infirmée. Ces résultats tranchent résolument avec ceux obtenus par Hirschey et Richardson (2002, 2003). En effet, ces auteurs, constatant la poursuite de la baisse des rentabilités à long terme, concluent à une sous-réaction du marché à l'annonce des dépréciations. Ici, nous observons l'opposé, ce qui nous conduit à conclure à l'existence d'une surréaction sur notre échantillon d'entreprises. L'évolution observée correspond à la *situation D* décrite lors de la définition des hypothèses expérimentales. Cette situation montre clairement un phénomène d'anticipation qui peut être interprété comme un retard dans la constatation comptable de la dépréciation du *goodwill*, suivie d'une réaction négative, puis d'une remontée des cours. Cette remontée des cours symbolise typiquement une situation de surréaction. Toutefois, cette surréaction reste contenue dans la mesure où la remontée des cours ne compense pas en totalité la baisse des performances boursières précédemment constatées²¹. Au total, la baisse liée à la dépréciation reste présente dans les cours, ce qui laisse supposer la pertinence de la politique comptable de dépréciation.

Lorsque l'on teste la liaison des rentabilités anormales, le jour de la date d'événement ou sur les cent jours qui précèdent, avec des variables comptables et financières, aucun résultat significatif n'apparaît comme l'illustre le Tableau 6.

Seule la rentabilité anormale à long terme cent jours avant l'annonce de dépréciation semble reliée à la taille du *goodwill* déprécié. En revanche, la réaction du marché à court terme apparaît indépendante

²¹ Une interprétation complémentaire de ce résultat reviendrait à considérer la dépréciation du *goodwill* comme une remise à plat des actifs de l'entreprise sur des bases saines se traduisant par un retour en grâce de l'entreprise auprès des investisseurs. Cet assainissement de l'entreprise serait intégré progressivement dans les cours au fur et à mesure de l'arrivée de nouvelles informations positives sur la santé financière de l'entreprise. Nous ne sommes cependant pas à même de vérifier cette hypothèse à partir des tests mis en place.

de toutes variables comptables et financières et de toutes évolutions passées des cours ce qui semble cohérent avec les recherches antérieurement publiées (Hirschey et Richardson, 2002, 2003) et invalide notre hypothèse 4. La dépréciation semble être vécue comme un signal quel que soit le montant déprécié.

Tableau 6 – *Liaison entre les rentabilités anormales à court et long terme et les variables financières ajustées*

Variables indépendantes	Variables dépendantes	
	RA (-1)	RALT(-100)
Ordonnée	-0,0091	0,0167
	-0,4945	0,2690
-250J	0,2248	
	1,3708	
-100J	-0,1190	
	-0,7039	
DLT/CP-1	-0,1180	-0,2036
	-0,7199	-1,3352
AEC/RNC-1	0,1868	-0,0433
	1,3315	-0,3279
RE/TB-1	-0,0656	0,0190
	-0,3118	0,0956
RCP-1	0,0249	-0,3184
	0,1044	-1,4412
GW/AIN-1	-0,0107	-0,4487
	-0,0545	-2,5695
R ² ajusté	-0,0603	0,0415
F	0,5366	1,4937

Note : Le tableau présente deux séries de paramètres de régression MCO : la première est réalisée entre la rentabilité anormale à court terme à l'annonce d'une dépréciation, RA(-1) et différentes variables financières ajustées. La seconde est calculée entre la rentabilité anormale à long terme 100 jours avant l'annonce d'une dépréciation, RALT(-100), et ces mêmes variables financières. Les variables -250J et -100J désignent les rentabilités anormales à long terme calculées respectivement 250 et 100 jours avant la date d'annonce. DLT/CP désigne le ratio d'endettement, AEC/RNC représente les amortissements d'écart d'acquisition rapportés au résultat net consolidé, RE/TB est un estimateur de rentabilité correspondant au résultat d'exploitation sur le total bilan, RCP est la rentabilité des capitaux propres (Résultat net sur fonds propres) et GW/AIN correspond au montant du *goodwill* déprécié rapporté à l'actif immobilisé net. Le chiffre qui suit chaque variable correspond à l'année de calcul par rapport à l'année de la dépréciation (-1, 0, +1). L'ensemble de ces variables fait l'objet d'un ajustement par la médiane des entreprises du SBF120 n'ayant pas déprécié de *goodwill*. Les chiffres en caractères gras indiquent une significativité au seuil de 5 %.

La liaison significative entre la taille du *goodwill* et la rentabilité à long terme observée dans le Tableau 6 nous amène à proposer l'examen des relations entre la taille du *goodwill* déprécié et les variables comptables et financières.

Dans le Tableau 7, on observe que la taille du *goodwill* déprécié est d'autant plus importante que les performances boursières se dégradent cent jours avant la dépréciation, que l'endettement est bas et que la rentabilité des capitaux propres est faible sur l'année qui précède la dépréciation.

Tableau 7 – *Liaison entre la taille relative du goodwill déprécié et les variables financières ajustées*

Variables indépendantes	Variable dépendante	
	GW/AIN-1	
Ordonnée	0,1536	0,1814
	1,6637	2,7018
-1	-0,0382	
	-0,3472	
-250J	0,1196	
	0,9930	
-100J	-0,3692	-0,2567
	-3,0166	-2,6671
100J	0,1378	
	0,7776	
250J	0,0532	
	0,3138	
DLT/CP-1	-0,3141	-0,3227
	-2,6455	-3,3553
AEC/RNC-1	0,0745	
	0,6825	
RE/TB-1	0,0018	
	0,0109	
RCP-1	-0,6589	-0,6028
	-4,4141	-6,2813
R ² ajusté	0,4596	0,4761
F	5,8199	18,2654

Note : Le tableau présente deux régressions MCO calculées entre la taille relative du *goodwill*, GW/AIN-1 (*goodwill* déprécié sur la valeur comptable des actifs immobilisés nets l'année précédant la dépréciation), et différentes variables financières ajustées. La variable -1 correspond à la rentabilité anormale le jour précédant la date d'annonce. Les variables -250J et -100J, 100J et 250J désignent les rentabilités anormales à long terme calculées respectivement 250 et 100 jours avant la date d'annonce, 100 et 250 jours après la date d'annonce. DLT/CP désigne le ratio d'endettement, AEC/RNC représente les amortissements d'écart d'acquisition rapportés au résultat net consolidé, RE/TB est un estimateur de rentabilité correspondant au résultat d'exploitation sur le total bilan, RCP est la rentabilité des capitaux propres (Résultat net sur fonds propres). Le chiffre qui suit chaque variable correspond à l'année de calcul par rapport à l'année de la dépréciation (-1, 0, +1). L'ensemble de ces variables fait l'objet d'un ajustement par la médiane des entreprises du SBF120 n'ayant pas déprécié de *goodwill*. Les chiffres en caractères gras indiquent une significativité au seuil de 5 %.

Ces liaisons pourraient s'expliquer par le fait que les entreprises ont surpayé les cibles à l'origine (entraînant en réaction de faibles performances boursières) et les ont financées par émission d'actions abaissant le ratio d'endettement et la rentabilité des capitaux propres.

Ce résultat suggère également l'existence de déterminants à la dépréciation du *goodwill* tels que les performances boursières passées, l'endettement et la rentabilité des capitaux propres. En référence aux travaux antérieurs (Henning et al., 2000 ; Chury, 2004 ; Hirschey et Richardson, 2002, 2003) et dans la mesure où le *goodwill* déprécié correspond à des acquisitions récentes dans notre échantillon d'entreprises, on peut raisonnablement penser que cette dépréciation du *goodwill* provient d'une surévaluation à l'origine de ses composantes à savoir le *going concern*, l'effet de synergie et/ou la valeur résiduelle (surprime de la cible).

Conclusion

Cette étude s'inscrit dans l'évolution récente de la réglementation comptable européenne imposant la méthode du test de dépréciation du *goodwill* en lieu et place de son amortissement systématique (norme IFRS 3-phase 1).

On démontre que cette réglementation revient à considérer le *goodwill* comme un actif à part entière de l'entreprise et on en mesure la pertinence économique. Pour cela, la réaction du marché financier à l'annonce de 75 dépréciations de *goodwill* sur la période 2000-2004 a été étudiée en liaison étroite avec les variables comptables et financières des entreprises qui les réalisent.

Il apparaît que le marché réagit négativement à l'annonce d'une dépréciation du *goodwill* à la date d'événement (environ -1,5 %), conformément aux travaux antérieurs (entre -2 et -3 %). La baisse de valeur du *goodwill* paraît amplement incluse dans les cours plusieurs mois avant l'annonce de la dépréciation (sous-performance de l'ordre de -15 % (médiane), 500 jours avant l'annonce). Cependant, contrairement aux études précédentes, on a identifié une remontée des rentabilités à la suite de cet événement (près de 6 % – médiane –, 500 jours après l'annonce) ce qui amène à penser que l'impact négatif de cette annonce correspond à une réaction épidermique du marché. Ce profil de performance est typique d'une surréaction. Les investisseurs semblent in-

interpréter cette dépréciation comme un assainissement de la valeur des actifs de l'entreprise. La surréaction observée reste contenue et ne compense pas en totalité les performances boursières négatives consécutives à la dépréciation du *goodwill*. Le fait que les rentabilités anormales positives après l'annonce n'annulent pas entièrement les rentabilités anormales négatives précédentes laisse supposer que la dépréciation comptable peut engendrer une contrepartie économique. Dans cette mesure, la norme IFRS 3 peut apparaître pertinente sur le plan économique.

Enfin, ces résultats suggèrent que la dépréciation prend tout son sens sur le plan économique lorsqu'elle est enregistrée en comptabilité suffisamment tôt par rapport à la baisse réelle de la valeur du *goodwill*. Le décalage entre le constat de cette baisse de valeur et son enregistrement comptable devrait être amoindri par la mise en place de la norme IFRS 3.

Bibliographie

- Ball R. et Brown P. (1968), « An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers », *Journal of Accounting Research*, vol. 6, Autumn, p. 158-178.
- Bernard V. et Thomas J. (1989), « Post-Earnings-Announcement Drift : Delayed Price Response or Risk Premium? », *Journal of Accounting Research*, vol. 27, supplément, p. 1-36.
- Campbell J., Lo A. et MacKinlay A. (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Churyk N. (2004), « Reporting Goodwill : Are the New Accounting Standards Consistent with Market Valuations », *Journal of Business Research*, vol. 58, n° 10, p. 1353-1361.
- Corrado C. (1989), « A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, n° 2, p. 385-395.
- Elleuch S. (2003), « L'impact des informations comptables sur les rendements boursiers : étude de trois événements sur le marché français », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 9, vol. 2, p. 137-150.
- Fama E. (1970), « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25, n° 1, p. 383-417.

- Gajewski J.F. et Quéré B. (2001), « The Information Content of Earnings and Turnover Announcements in France », *The European Accounting Review*, vol. 10, n° 4, p. 679-704.
- Greling J. (2000), « Le grand retour du goodwill », *Les cahiers d'analyse financière*, septembre 2000, p. 10-19.
- Hachette I. (1994), *Opérations financières et transfert de richesse*, PUF.
- Henning S., Lewis B. et Shaw W. (2000), « Valuation of the Components of Purchased Goodwill », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, n° 2, p. 375-386.
- Hirschey M. et Richardson V. (2002), « Information Content of Accounting Goodwill Numbers », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, n° 3, Autumn, p. 173-191.
- Hirschey M. et Richardson V. (2003), « Investor Underreaction to Goodwill Write-Offs », *Financial Analyst Journal*, vol. 59, n° 6, p. 75-84.
- Hong H., Kaplan R. et Mandelkar G. (1978), « Pooling vs. Purchase : The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices », *Accounting Review*, vol. 53, n° 1, p. 31-47.
- Jennings R., LeClere M. et Thompson R. (2001), « Goodwill Amortization and the Usefulness of Earnings », *Financial Analyst Journal*, vol. 57, n° 5, September-October, p. 20-28.
- Johnson L. et Petrone K. (1998), « Is Goodwill an Asset? », *Accounting Horizons*, September, p. 293-303.
- Lindenberg E. et Ross M. (1999), « To Purchase or To Pool : Does it Matter? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 2, p. 32-47.
- Martinez I. (2004), « Le contenu informatif des chiffres comptables : vers de nouvelles améliorations méthodologiques ? », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 10, vol. 2, p. 9-30.
- Owens R. (1923), « Goodwill in the Accounts », *The University Journal of Business*, vol. 1, n° 3, p. 282-299.
- Patell J. (1976), « Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior : Empirical Tests », *Journal of Accounting Research*, vol. 14, Autumn, p. 246-276.
- Ritter J. (1991), « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, p. 3-27.

Scholes M. et Williams J. (1977), « Estimating Betas from Nonsynchronous Data », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 3, p. 309-327.

Sunder S. (1975), « Stock Price and Risk Related Accounting Changes in Inventory Valuation », *Accounting Review*, vol. 50, April, p. 305-315.

Womack K. (1996), « Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, p. 137-168.