

Rentabilités anormales et avertissements sur résultats : le cas Français

François AUBERT

Maître de conférences - Université d'Auvergne Clermont 1 - IAE
Chercheur au CRCGM et iBEACON Research Group, SDSU

Wael LOUHICHI

Maître de conférences - Université de Rennes 1
Chercheur au CREM, UMR 6211 du CNRS

Soumis pour publication à : *Comptabilité-Contrôle-Audit*

Résumé

L'objectif de cet article est d'étudier la réaction du marché français des actions aux « alertes sur résultats » et de la comparer à la réaction observée au moment de l'annonce du résultat annuel. Relativement peu de travaux scientifiques se sont intéressés à cette question. L'analyse empirique, conduite à partir d'une étude d'évènement révèle une forte réaction négative autour de la date de divulgation des profit warnings. La variation des prix s'accompagne d'une volatilité et de volumes de transactions anormalement élevés. Au moment des annonces de bénéfices, on observe une réaction positive du marché pour les entreprises ayant annoncé préalablement un profit warning. Ces réactions confirment le contenu informationnel respectif de ces deux divulgations. Ces résultats peuvent être expliqués par la politique de communication financière des entreprises. En effet, les entreprises ont tendance de se débarrasser de leurs mauvaises nouvelles lors des annonces volontaires (profit warning par exemple) tout en gardant des bonnes surprises pour les grandes cérémonies (conférence de presse pour l'annonce des résultats annuels). Ceci explique la réaction négative du marché lors des annonces des *profit warnings* et la réaction positive du marché lors des annonces de bénéfices.

Mots clés : alertes sur résultats, annonce de bénéfices, communication financière, rentabilités anormales

Les auteurs souhaitent sincèrement remercier les sociétés **FactSet** et **Reuters** pour avoir bénéficié de l'extraction de toutes les données détaillées nécessaires à cette recherche depuis les plateformes de données **Factset Excel Connect** et **Reuters Knowledge**.

Contact : François Aubert : francois.aubert@u-clermont1.fr, Wael Louhichi : wael.louhichi@univ-rennes1.fr

Profit warnings and abnormal stock returns: the French case

Abstract

This paper aims at studying the market response surrounding profit warnings as well as annual earnings announcements. Relatively few academic researches have investigated these issues. Our empirical survey based on an event study, points out a strong negative residual stock returns around profit warning announcements corresponding to bad news as well as abnormally high volatility and trading volumes whereas we observe positive abnormal returns at the date of earnings announcements for companies having previously released a profit warning in the market. Our results testify that those both disclosures convey an informative content for investors and market participants. Those findings may arise from earnings management policies because managers are more likely to postpone good news disclosures and announce bad news as early as possible to satisfy investors' informative requirements.

Keys words: profit warnings, earnings announcements, earnings management, abnormal stock returns

1 Introduction

La communication financière des sociétés faisant appel public à l'épargne a pris au cours de ces dernières années une importance accrue. Elle s'est traduite par des communications directes de plus en plus fréquentes avec les marchés financiers, que ce soit via la publication des comptes annuels ou intermédiaires, ou par l'envoi des lettres aux actionnaires, de communiqués de presse, de réunions d'information, et de la transmission de prospectus à l'occasion d'opérations d'acquisition ou de rapprochement. Des communications indirectes avec les opérateurs de marché ont également pris une importance stratégique, à l'occasion des contacts de ces entreprises avec les analystes financiers (*conference calls*). Généralement, les divulgations des groupes cotés sont associées à des événements significatifs susceptibles d'avoir un impact notable sur les résultats attendus et sur le cours de l'instrument financier. Ces informations, faisant partie intégrante de l'information dite permanente, sont imposées par le Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). La publication de telles informations peut également être publiée en l'absence d'événements spécifiques, dans le but d'informer le marché, via des alertes quantitatives ou qualitatives, que les anticipations de résultats doivent être revues à la baisse. Le rapport du groupe de travail présidé par M. Lepetit (2000) sur les avertissements aux résultats préconise de procéder à un avertissement sur résultats « *lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront de façon significative inférieurs à la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé* »¹.

Si l'information contenue dans l'annonce d'un Profit Warning est utile aux investisseurs, comme l'est le résultat net comptable (Ball et Brown, 1968 ; Beaver, 1968 ; Gajewski et

¹ Rapport LEPETIT, page 15 : « Dans le cas où l'entreprise juge que ses résultats seront de manière significative au-dessus de la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé, il sera généralement utile, dans l'intérêt même de la crédibilité à moyen terme de l'information fournie par l'entreprise, d'en avertir le marché ».

Quéré, 2001), les alertes sur résultats véhiculant un contenu informatif substantiel sont censés faire réagir significativement le marché. Conformément à l'hypothèse des marchés efficients sous sa forme semi-forte et à la théorie des anticipations rationnelles, seule la fraction non anticipée des informations engendre des mouvements anormaux de cours, à condition toutefois que ces informations soient suffisamment pertinentes. Ainsi, annoncer un profit warning devrait en toute logique conduire les investisseurs et les intermédiaires financiers que sont les analystes du consensus à réviser rapidement leurs estimations de résultats afin de transmettre à leurs clients une information pertinente quant aux performances attendues. Il est donc utile, dans l'intérêt même de la crédibilité à moyen-terme de l'information fournie par l'entreprise, d'en avertir le marché afin que celui-ci incorpore cette nouvelle information dans le prix des actifs. Ce travail empirique a donc cherché à vérifier si les *profit warnings* (i.e., PW ci-après) ont un contenu informatif en ce sens que les investisseurs réagissent significativement lors de leur annonce officielle qui intervient le plus généralement au travers d'un communiqué de presse. Nous avons donc estimé trois mesures de la réaction des marchés à la date de l'annonce du PW (1) et à la date d'annonce des résultats annuels (2) : les rentabilités anormales (i), les volumes de transaction anormaux (ii) et la volatilité anormale (iii). Nous observons une rentabilité statistiquement significative de $-5,46\%$ ($p < 0.01$) le jour d'annonce du PW ainsi qu'une augmentation de la volatilité des prix de $+5,13\%$ ($p < 0.01$). Quant au volume de transactions, nous observons également une augmentation anormalement élevée de $118,34\%$ ($p < 0.01$). La divulgation d'un PW engendre donc une forte réaction du marché confirmant que cette donnée fondamentale est réellement prise en compte par les investisseurs dans leur décision d'investissement. Ainsi, la divulgation d'une dégradation des résultats à venir représente une mauvaise nouvelle pour les investisseurs en ce sens que les performances opérationnelles vont être plus faibles que prévues et devrait restreindre le versement de dividendes aux actionnaires. Par ailleurs, nos résultats démontrent que les

marchés réagissent aussi à publication annuelle des bénéfices des entreprises ayant annoncé préalablement un PW. Néanmoins, la publication d'un PW semble produire une réaction beaucoup plus prononcée. Cette constatation montre que l'information réglementée issue la divulgation des bénéfices annuels vient compléter le contenu informationnel du PW.

L'organisation de cet article est la suivante. Dans une première section vont être évoquées, à travers une revue de littérature, les raisons amenant une firme cotée à divulguer une alerte aux résultats. Dans une deuxième section, nous allons détailler la méthodologie de l'étude avant de présenter dans une troisième section les résultats empiriques ainsi que la conclusion dans une dernière partie.

2 Pourquoi annoncer un profit warning ?

Le renforcement de la confiance des investisseurs dans une entreprise passe d'abord nécessairement par l'amélioration de sa gestion, en particulier en matière de clarté de la stratégie financière et industrielle, de perfectionnement des systèmes de contrôle et de bonne pratiques de gouvernement d'entreprise, mais également par une communication financière de qualité, facteur de limitation des risques de surprise et d'amélioration relative du cours de l'action par rapport au marché dans son ensemble. Les données à caractère prospectif sont donc utiles à l'information des investisseurs. Toutefois, l'estimation étant par nature entachée d'aléas, toute information de nature prédictive ne doit être publiée par un émetteur qu'en l'assortissant d'avertissements appropriés sur les incertitudes affectant la réalisation des hypothèses sous-jacentes. Il convient donc de distinguer, parmi les données prospectives publiées :

- les objectifs chiffrés de l'entreprise,
- les prévisions de bénéfices et de cours établies par les analystes financiers à partir notamment des objectifs communiqués par l'entreprise et de leurs propres modèles de valorisation.

La publication d'un avertissement sur résultats par un émetteur constitue une démarche volontaire de l'entité dans la mesure où il existe un écart significatif entre les prévisions d'indicateurs de résultats et les réalisations qui en résulteraient. Lorsque les dirigeants estiment que les anticipations de résultats sont trop optimistes, afin de réduire l'amplitude des mauvaises nouvelles à venir et améliorer la visibilité sur les résultats, ils se doivent d'avertir le marché sur les décalages pouvant exister entre ces indicateurs. Ces divulgations peuvent porter sur différents indicateurs de performance (marge opérationnelle, résultat récurrent, résultat d'exploitation, résultat net consolidé part du groupe, indicateurs de résultats non-strictement comptables) et demeurent à la discrétion des émetteurs. Sous la pression constante des marchés, les dirigeants se doivent de communiquer à une fréquence plus élevée tout un tas d'information de plus en plus riche et toujours plus détaillée à destination des opérateurs.

2.1 Les avertissements sur résultats : une revue de la littérature

Toute activité de divulgation se révèle couteuse pour l'entreprise émettrice. Ainsi, la décision de publier ou non certaines informations relève d'un arbitrage entre coûts et avantages attendus qui correspond à un *coût d'opportunité*. Verrechia (1983) et Dye (1985) montrent que, majoritairement les « très » bonnes nouvelles seront volontairement annoncées. Dans la pratique, les entreprises annoncent aussi bien des bonnes nouvelles que des mauvaises nouvelles. Dans ce dernier cas, l'émetteur anticipe des avantages permettant de compenser les coûts qu'elle devra supporter ultérieurement, et notamment la baisse des cours induit par l'annonce d'une mauvaise nouvelle. Les alertes aux résultats constituent un exemple de divulgation volontaire du top-management qui vise à éviter de reporter lors des résultats annuels une très mauvaise nouvelle. En quelque sorte, outre l'obligation de diffuser une information étant de nature à induire une baisse substantielle des cours boursiers, avertir le marché à travers une alerte aux résultats permet de « lisser » la baisse pour éviter une sanction

boursière trop importante lors de l'annonce officielle des résultats annuels. Il s'agit en effet pour l'entreprise d'avertir le marché que les prévisions du consensus d'analystes, ne seront pas atteintes. L'objectif vise alors à préparer les investisseurs à accepter, le plus tôt possible, à voir le bénéfice de l'entreprise se dégrader fortement. La révision des chiffres prévus étant habituellement à la baisse², le marché réagit en moyenne négativement à ce type de publications. Au Royaume-Uni par exemple, Clare (2001) met en exergue des variations négatives de cours d'environ 13%. De même, Jackson et Madura (2003) constatent une rentabilité anormale cumulée de -21.7% sur une fenêtre de onze jours entourant la date de publication du profit warning. La question qui se pose alors est de savoir pourquoi les entreprises publient volontairement des avertissements sur leurs résultats ?

En s'intéressant à l'ensemble des publications sur les résultats que les entreprises peuvent volontairement émettre avant les annonces officielles (pré-annonces ou résultats préliminaires), Soffer et al. (1999) montrent que ce type de divulgation est privilégié lorsque :

- l'information est négative,
- le résultat prévu par le consensus d'analystes diffère de manière importante du résultat qui devrait être réalisé,
- la dispersion du consensus en coupe instantanée des prévisions émises par les analystes est élevée.

Par ailleurs, la taille de l'entreprise et le fait d'être l'objet d'attention régulière de la part des analystes financiers apparaissent comme d'autres facteurs explicatifs. Skinner (1994) tente d'expliquer que les firmes ont tout intérêt à annoncer le plus tôt possible les mauvaises nouvelles afin d'éviter des plaintes et procès coûteux intentés par des actionnaires minoritaires mécontents et évite de dégrader la réputation des dirigeants qui jouent la transparence. Une nouvelle étude publiée par Skinner (2000) confirme que la stratégie la

² Ils peuvent être à la hausse également.

moins coûteuse pour les managers en cas de mauvaise nouvelle consiste à annoncer le plus tôt possible une information défavorable afin d'éviter des actions judiciaires ruineuses intentées par les actionnaires. Park Wynn (2008) confirme cette théorie en constatant que la probabilité de publier volontairement une mauvaise nouvelle décroît lorsque l'entreprise fait face à un risque élevée de poursuites judiciaires.

Les dirigeants voulant conserver leur réputation et leur employabilité sur le marché des dirigeants, il est beaucoup plus profitable de révéler dès que possible une alerte sur résultat lorsque les résultats se distinguent notablement du consensus de marché. Cette tentative d'explicitation de l'annonce volontaire d'informations pénalisantes par Skinner (1994) tient au fait que les procès sont affaire courante aux USA. Deux autres explications sont apportées par Helbock et Walker (2003) en Grande-Bretagne. Tout d'abord, les firmes anglaises reportent des résultats semestriels et les investisseurs seront alors intéressés pour recevoir des alertes sur résultats pour prévenir des événements dommageables. Le rapport Lepetit confirme cette théorie : « [...] , la communication isolée d'un avertissement sur résultats semble souvent créer des réactions plus fortes que lorsque celui-ci accompagne une communication périodique, par exemple la publication d'une situation comptable intermédiaire permettant aux investisseurs de faire le point (résultat trimestriel ou semestriel) ». Second point développé par les deux chercheurs anglais : la structure de propriété des firmes anglaises et leur mode de gouvernance, où le poids et le rôle des investisseurs institutionnels est plus élevé qu'aux USA, conduisent les dirigeants à être plus transparents et à rendre des comptes aux actionnaires et les incitent alors à prévenir les risques à venir en communiquant.

En revanche, le cas réglementaire français reste propice à la publication d'avertissements sur résultats. Ceci tient au fait de la communication financière des firmes cotées à Paris. En effet, la publication de résultats trimestriels reste encore l'exception, même si la totalité des groupes cotés sur un marché réglementé est soumise à l'obligation de publier les chiffres d'affaires

trimestriels. Or, les entreprises publiant des résultats trimestriels contribuent à la réduction des incertitudes du marché et à l'enrichissement de l'information. De même, les délais de publication des rapports semestriels et annuels au BALO sont assez longs en France [Rapport de l'Observatoire de la Communication Financière – AMF ; Aubert (2008)], au regard des exigences imposées par l'Europe qui vise à réduire à 4 mois après la clôture de l'exercice, la publication des états financiers consolidés et sociaux. Ces particularités françaises conduisent les entreprises à recourir aux pratiques d'alertes sur résultats.

Au regard de cette brève revue de littérature, nous anticipons une baisse notable des cours boursiers des firmes françaises ayant publié une alerte sur résultats.

2.2 L'annonce du résultat annuel

Depuis les travaux séminaux de Ball and Brown (1968) et Beaver (1968), de nombreuses études internationales ont confirmé que la publication des résultats trimestriels, semestriels et annuels provoquaient des mouvements anormalement élevés des rentabilités anormales et volumes anormaux de transaction (Dumontier et Raffournier (2002) ; Gajewski et Quéré (2001) ; Aubert (2005)). Ainsi, les investisseurs réagissent fortement à la fraction non anticipée de l'information suivant la publication des résultats intermédiaires et annuels. Il est bon de noter que généralement une bonne (mauvaise) nouvelle est associée à une rentabilité anormale positive (négative).

Après l'annonce antérieure d'un PW, la surprise sur le résultat est moins forte lors de l'annonce du résultat définitif, le consensus ayant déjà révisé ses anticipations à la baisse (Aubert et Louhichi), évitant de ce fait une forte sanction boursière. Le marché rémunérant moins bien les « bonnes nouvelles » qu'il ne sanctionne les « mauvaises nouvelles » en les

amplifiant³, mieux vaut avertir le marché des dégradations à venir que risquer une "très mauvaise" surprise lors de l'annonce des résultats comptables annuels. Empiriquement, Kazsnik et Lev (1995) qui travaillent sur la réaction du marché américain lors de la divulgation de mauvaises nouvelles, observent le phénomène inverse. Ainsi, la baisse des rentabilités boursières est plus élevée lorsque les sociétés publient préalablement un avertissement sur leurs résultats que lorsque l'information défavorable est publiée directement. Le différentiel de réactions est justifié par les anticipations du marché qui se rapportent au degré de persistance des bénéfices. En effet, les firmes qui annoncent des PW connaîtront une baisse durable de leurs résultats. A l'inverse, les entreprises qui n'émettent pas de PW sont censées connaître une baisse transitoire de leurs résultats. Ainsi, Kazsnik et Lev (1995) constatent que les révisions des anticipations sont en moyenne plus importantes que dans le premier cas de figure que dans le second. Libby et Tan (1999) complètent cette explication en se fondant sur le processus de correction des prévisions par les analystes financiers. Ceux-ci décomposent l'annonce d'une mauvaise nouvelle provenant d'une alerte sur résultats en deux étapes distinctes : l'avertissement suivi de la publication défavorable des résultats finaux. Ils ont alors tendance à réviser deux fois leurs prévisions, ce qui se traduit par des baisses successives du cours des actions des entreprises concernées.

3 Méthodologie de recherche et présentation des données

3.1 Méthodologie d'étude d'événement

L'objectif de notre travail est d'étudier la réaction boursière aux alertes aux résultats annoncées par les entreprises françaises. Pour ce faire, une étude d'événements a été conduite autour des dates des annonces de profit warnings et des résultats annuels. Les études d'événements permettent de mesurer la réponse du marché lors de la publication d'un

³ Statistiquement, les rentabilités anormales associées aux annonces défavorables ont une magnitude plus élevée que les rentabilités anormales positives associées à des bonnes nouvelles.

évènement particulier en isolant la partie anormale de la réaction. Plusieurs types d'événements ont été étudiés. On peut citer l'étude de Barclay et Litzenberger (1988) autour du changement de la structure financière, l'étude Graham et al. (2003) sur les annonces macroéconomiques ou encore celle de Louhichi (2008) sur les annonces de bénéfices en fréquence infra-quotidiennes. Cet article examine la réaction du marché en termes de rentabilités anormales, de volatilité du cours des actions et de volume de transactions autour de ces alertes. La démarche méthodologique utilisée comprend trois étapes principales :

- Estimation des variables de l'étude pendant la période de contrôle c'est à dire en absence d'événements.
- Détermination de la composante anormale en calculant l'écart entre la valeur observée pendant la période d'annonce et la norme estimée à partir d'un modèle théorique.
- Test de significativité statistique des résultats obtenus (l'hypothèse nulle se définit comme l'absence d'une variation anormale de la variable étudiée).

3.1.1 Estimation des variables et calcul de la composante anormale.

Pour calculer la variation anormale, nous soustrairons la valeur de la variable estimée pendant la période de contrôle de la valeur de la même variable pendant la période d'événement. Cette méthodologie nécessite la définition d'une norme. Cette dernière correspond à la rentabilité du titre attendue par les investisseurs en absence d'événements. Pour déterminer la norme, la littérature propose une panoplie de méthodologies possibles. Nous pouvons citer la méthodologie utilisant le modèle du marché, celle déployant l'indice du marché ou encore celle se fondant sur la moyenne arithmétique. Cependant, plusieurs travaux, en essayant de comparer les différents choix méthodologiques aboutissent à des résultats similaires. En effet, les études de simulations menées par Brown et Warner⁴ (1980, 1985) sur les performances

⁴ Les auteurs sélectionnent de manière aléatoire 50 titres. Pour chaque titre, une date supposée correspondre à un événement est générée. Ils calculent les rentabilités anormales à partir des différents modèles étudiés et testent,

relatives de différentes méthodologies montrent qu'avec une rentabilité anormale de 5%, tous les modèles rejettent l'hypothèse nulle à 100%. Dans la présente étude, nous proposons d'utiliser la méthodologie du *bootstrap* recommandée par Aktas et al. (2004). En effet, la norme sera déterminée en effectuant 1000 itérations à partir des données observées pendant de la période de contrôle. Cette période s'étend sur la fenêtre [-180j; - 50j].

3.1.2 Les variables de l'étude.

La réaction du marché autour de l'événement sera étudiée à travers trois variables : la rentabilité, la volatilité et le volume de transactions.

La rentabilité sera calculée en utilisant la formule logarithmique suivante :

$$\text{Rentabilité} = \log (P_{t+1} / P_t)$$

P_{t+1} : le prix de clôture du titre observé au premier jour boursier suivant l'événement.

P_t : prix de clôture du titre observé au premier jour boursier précédant l'événement.

Comme dans l'étude de Kim et Kross (1998), la volatilité sera estimée par la valeur absolue de la rentabilité. En ce qui concerne le volume de transactions, il est à noter que plusieurs travaux ont mis en évidence son rôle informationnel. Blume et al. (1994) montrent un lien direct entre le flux informationnel et le volume de transactions. Kim et Verrecchia (1991a, b) précisent que l'événement peut conduire les agents à réviser leurs portefeuilles dans des sens différents compte tenu de l'information initialement détenue. Nous pouvons nous attendre donc à un volume de transactions anormalement élevé autour de la période d'événement. Dans cette étude, le volume sera évalué par le logarithme du nombre de titres échangés au cours de la journée boursière.

pour chacun d'entre eux, la fréquence avec laquelle l'hypothèse nulle d'existence de rentabilités anormaux est rejetée.

3.1.3 Calcul de la composante anormale.

Après le choix du modèle d'anticipation des rentabilités⁵, il devient possible de déterminer la composante anormale. Cette dernière représente l'écart entre la rentabilité observée pendant la fenêtre d'événement et la rentabilité théorique. Pour chaque titre i de notre échantillon, la rentabilité anormale pour chaque jour est calculée de la manière suivante :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \overline{R_{i,t}}$$

$RA_{i,t}$: Rentabilité anormale du titre i pendant le jour t .

$R_{i,t}$: Rentabilité du titre i observée pendant le jour t .

$\overline{R_{i,t}}$: Rentabilité estimée pendant la période de contrôle selon la technique de bootstrap.

La période de contrôle s'étale sur la fenêtre $[-180j, -50j]$. La rentabilité anormale moyenne pour l'ensemble de l'échantillon est ensuite calculée :

$$RAM_t = 1/n \sum_{i=1}^n RA_{i,t}$$

Avec n : la taille de l'échantillon soit 181 observations

3.1.4 Test statistique.

La dernière étape d'une étude d'événement consiste à faire un test qui permet de déterminer si les éventuelles variations anormales des variables étudiées sont statistiquement différentes de zéro. Un des tests les plus utilisés est celui de Student. Cependant, ce test se base sur des hypothèses très restrictives et parfois peu vérifiables comme celle relative à la distribution normale de la variable étudiée. Pour limiter l'étendu de ce problème, nous utilisons le test de Wilcoxon qui, contrairement au test de Student, n'impose aucune condition quant à la loi de distribution de la variable étudiée. L'hypothèse nulle est l'absence d'une variation anormale (VA) de la variable étudiée :

⁵ Dans ce qui suit, nous présenterons la méthode de calcul seulement pour les rentabilités anormales. La même méthodologie est appliquée pour la volatilité et le volume de transactions.

$$H_{a0} : V A = 0$$

L'hypothèse alternative est la présence d'une variation anormale

$$H_{a1} : V A \neq 0$$

Le test de Wilcoxon prend en compte à la fois le signe (positif ou négatif) de la composante anormale de la variable et l'amplitude de la variation. En effet, les variations positives et négatives de la variable sont tout d'abord classées selon un ordre croissant⁶. Ensuite, la somme des rangs des variations positives est calculée. La statistique de ce test peut être présentée de la manière suivante :

$$\frac{T^+ - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+4)}{24}}}$$

Avec n : taille de l'échantillon soit 181 observations

T^+ : Somme des rangs des variations positives.

$$T^+ = \sum_{i=1}^n R_i * d_i$$

Avec :

R_i : Rang de la variation.

$d_i = 1$ Si la variation est positive

$d_i = 0$ Si la variation est négative.

Sous l'hypothèse nulle (absence de variation anormale), la statistique de Wilcoxon suit une loi normale centrée réduite.

⁶ Pour les variations négatives, on tient compte de la valeur absolue.

3.2 Modèle explicatif des rentabilités anormales

Après l'étude de la réaction du marché autour des annonces des bénéfices annuels et des profit warnings, nous proposons de déterminer les facteurs explicatifs de cette réaction à l'aide de la technique des régressions linéaires. En effet, plusieurs variables comptables et financières peuvent avoir un impact sur l'amplitude de la réaction du marché.

3.2.1 Les variables explicatives de la réaction du marché aux profit warnings.

En se basant sur la littérature comptable et financière, nous proposons d'expliquer les rentabilités anormales autour des profit warnings par les variables suivantes :

Price-earnings ratio

Le PER ou coefficient de capitalisation boursière représente le multiple des bénéfices. Il sert de méthode d'évaluation des sociétés cotées sur la base de ses fondamentaux. Un PER faible (élevé) indique que la firme est « bon marché » ou sous-évaluée (chère ou sur-évaluée). Plus le PER est élevé, plus la société est chère. Dire d'une valeur qu'elle est chère (ou bon marché) revient non pas à étudier le "niveau" de son cours, mais bien le prix relatif que constitue son PER. Ainsi, une firme sur-évaluée devrait être plus fortement sanctionnée lors de l'annonce d'une information défavorable qu'une firme sous évaluée dont le cours de bourse n'intègre pas tous les fondamentaux.

Bêta

Le coefficient Bêta permet de mesurer le risque pris avec une valeur. Il caractérise la corrélation d'une valeur par rapport au marché dans son ensemble. Le Bêta est utilisé pour comparer la volatilité d'un actif déterminé par rapport à un indice de référence (i.e., benchmark). Autrement dit, si le coefficient Bêta est égal à 1, cela veut dire que la rentabilité de l'actif augmente ou baisse à une même proportion que celui de l'indice correspondant. Mais si le Bêta est supérieur (inférieur) à 1, alors, cela veut dire que les actions de la société

sont plus (moins) volatiles que l'indice de référence. Les firmes ayant un Bêta élevée, donc risquées, devraient être associées à des rentabilités anormales négatives fortes.

Price-to-Book ratio

Le Price to Book Ratio (PBR), ou cours sur actif net par action, se calcule en divisant la capitalisation boursière d'une société par son actif net. Un PBR proche de 1 désigne une valeur de rentabilité où l'actif net correspond à la capitalisation boursière. Un PBR plus élevé désigne des valeurs de croissance où les investisseurs estiment que l'actif net actuel ne représente qu'une faible part de l'actif net futur. Quand le cours de l'action monte, l'écart se creuse entre fonds propres et capitalisation boursière. Les firmes affichant un PBR élevé, chères au regard de leur valeur comptable, devraient être plus lourdement impactées lors de l'annonce d'un profit warning.

Timing

Cette variable représente le nombre de jours séparant la date d'annonce des résultats annuels de la date de divulgation de l'alerte sur résultats. Selon les explications théoriques exposées précédemment, les firmes sont censées annoncer le plus tôt possible la divulgation volontaire défavorable que représente l'annonce d'un profit warning. Plus la divulgation intervient tardivement (tôt) au cours de l'exercice fiscal, plus (moins) la réaction du marché est forte.

Nombre des analystes suivant la firme

Corrélée avec la taille de l'entreprise, le nombre d'analystes suivant la firme est un bon indicateur de la pression de la communauté financière exercée sur la firme (Watts et Zimmerman, 1986). En effet, en termes de coûts politiques, les grandes entreprises sont plus largement suivies par les investisseurs et analystes et, toutes choses étant égales par ailleurs, la divulgation de bonnes (mauvaises) informations génère des réactions du marché plus faible car leur contenu était plus largement anticipé par le marché.

3.2.2 Le modèle d'estimation.

Pour expliquer la réaction du marché autour de la date d'annonce des profit warnings, nous allons estimer le modèle de régression suivant :

$$RA_{PW_{i,n}} = \alpha_0 + \alpha_1 PER + \alpha_2 BETA + \alpha_3 PBR + \alpha_4 DELAI + \alpha_5 NB_ANALYSTES + \omega' \quad (1)$$

Avec:

RA_{PW} : rentabilité anormale observée à la date d'annonce du PW ;

PER : price-earnings ratio;

Bêta : coefficient Bêta;

PBR : Price-to-Book ratio;

DELAJ : nombre de jours séparant la date d'annonce des résultats annuels de la date de divulgation de l'alerte sur résultats ;

NB_ANALYSTES : nombre d'analystes suivant la firme et qui ont prévu le bénéfice par action de la société

ω' : résidus du modèle

Dans un deuxième temps, nous proposons d'expliquer la réaction du marché autour de la date d'annonce du bénéfice annuel. Plusieurs travaux ont montré que c'est la part non-anticipée de l'information qui est responsable de la réaction du marché autour des annonces des bénéfices. Cet effet surprise est généralement mesuré à partir de la variation du chiffre publié par rapport à celui anticipé par les analystes financiers⁷. Plus l'effet surprise est important plus la réaction du marché est importante. Aussi on peut penser qu'il peut y avoir un lien entre la réaction du marché au moment de l'annonce du profit warning et la réaction au moment de l'annonce des résultats annuels. On propose donc d'introduire la rentabilité anormale observée à la date d'annonce du profit warning comme une variable explicative de la rentabilité observée à la date d'annonce du bénéfice annuel.

Afin de modéliser la rentabilité anormale à la date d'annonce annuelle des bénéfices, nous proposons d'estimer le modèle suivant :

⁷ Pour plus de détails voir Abarbannel et al. (1995).

$$RA_{RA_{i,n}} = \beta_0 + \beta_1 RA_{PW_{i,n}} + \beta_2 SURPRISE + \omega'' \quad (2)$$

Avec :

RA_{RA} : rentabilité anormale observée à la date d'annonce des résultats annuels ;

RA_{PW} : rentabilité anormale observée à la date d'annonce du PW ;

$SURPRISE$: la variation du bénéfice par action (bna) publié par rapport au bna anticipé par les analystes financiers;

ω'' : résidus du modèle

3.3 Collecte des données

L'étude nécessite deux types d'informations: des informations concernant les dates des événements étudiés (les profit warnings et les annonces de bénéfices) et des informations relatives aux données comptables, financières et boursières des titres. Les dates d'annonce des profit warnings, les dates d'annonce des résultats annuels, les cours de bourse quotidiens ainsi que les variables explicatives proviennent des bases de données FactSet Excel Connect et Reuters Global (Reuters Knowledge). A partir de FactSet Excel Connect, nous avons extrait 256 dates de profit warning qui ont été annoncées durant la période 2000-2006 sur le marché français. Trente-quatre annonces de PW ont été écartées au motif que l'on ne disposait pas d'informations relatives aux dates d'annonce des résultats annuels. Cette procédure réduit le nombre d'événements à 222. Egalement, 41 observations pour lesquelles nous n'avons pas pu disposer des données comptables et/ou financières pendant la période d'étude ont été retirées. Au final, l'échantillon retenu est composé de 181 profit warnings. Pour ces mêmes événements, on dispose aussi de la date d'annonce des résultats annuels. La répartition de notre échantillon par année est donnée par le tableau 1.

[Insérer Tableau 1 ici]

4 Présentation des résultats

4.1 La réaction du marché autour des dates des profit warnings

D'un côté, l'existence d'une activité anormale du marché signale une réaction aux alertes aux résultats et une possibilité pour les investisseurs de faire des arbitrages autour des dates de ces événements. De l'autre côté, l'ajustement des prix vers une valeur d'équilibre indique un changement de la valeur boursière de l'entreprise et s'accompagne généralement par une volatilité des prix et un volume de transactions anormalement élevés.

[Insérer Tableau 2 ici]

Le tableau 2 présente les rentabilités anormales moyennes autour de la date d'annonce du profit warning. Le jour zéro correspond à la date de l'annonce et la rentabilité du jour 1 correspond à la rentabilité observée au cours de la première séance boursière suivant l'événement. Conformément à nos attentes, les résultats révèlent que les investisseurs réagissent négativement aux alertes aux résultats. En effet, les cours boursiers baissent autour de l'événement. La réaction la plus importante est observée le jour de l'annonce puisqu'on observe une chute significative des rentabilités boursières de 5,5%. La baisse des cours reste statistiquement significative dans une fenêtre de 3 jours pendant laquelle la perte de valeur cumulée est de l'ordre de 9,1%. Ce résultat renvoie aux travaux de Clare (2001) qui observe une chute des cours de 13% autour des profit warnings annoncés sur le marché Anglais. La deuxième colonne du tableau 2 présente la volatilité des rentabilités autour des dates d'annonce des alertes sur résultats. On observe une forte volatilité autour de l'annonce des PW. La réaction s'accroît et demeure significative pendant les trois jours qui suivent l'annonce. Ce résultat est conforme aux constatations d'Acker *et al.* (2002) et de Ranaldo (2002) qui mettent en évidence un accroissement de la volatilité pendant la période succédant les annonces publiques. L'accroissement de la volatilité après le moment de l'annonce

confirme le changement des croyances des investisseurs et par la suite, le changement de la valeur des firmes ayant publié un PW. La troisième colonne du tableau 2 présente les volumes de transactions en excès autour de la date de l'événement. Il s'avère que le marché présente une activité anormalement élevée autour des dates des alertes aux résultats. L'augmentation des volumes semble commencer deux jours avant l'annonce officielle et s'accroître pendant la période post-événement. L'augmentation des volumes avant l'événement signale l'activisme de certains investisseurs avant les dates des alertes aux résultats. En effet, il peut y avoir des agents informés qui disposent d'une information privée et qui souhaitent effectuer leurs échanges avant que celle-ci ne soit rendue publique. L'augmentation des volumes de transactions après l'événement peut être expliquée par l'hétérogénéité des préférences des investisseurs et la divergence de leurs opinions. En effet, les investisseurs peuvent avoir des anticipations hétérogènes avant l'événement. Dans ce cas, l'événement peut conduire les agents à réviser leurs portefeuilles dans des sens différents et provoque une augmentation notable des volumes après la réalisation de l'événement. Des volumes de transactions anormalement élevés sont mesurés parfois pendant des journées sans rentabilités anormales. Ce résultat peut être expliqué par le fait que l'événement peut provoquer chez les investisseurs des stratégies de révision de portefeuilles diverses, mais n'engendre qu'un faible changement dans les croyances agrégées de l'ensemble du marché (Bamber et Cheon, 1995). Beaver (1968) constate que les volumes de transactions continuent à être d'un niveau excessivement élevé même après la découverte du prix d'équilibre. Il explique ce résultat par la différence du degré d'aversion au risque des investisseurs.

[Insérer Tableau 4 ici]

[Insérer Tableau 5 ici]

Le tableau 5 reporte les résultats d'estimation du modèle (1) qui propose d'expliquer la réaction du marché au moment de l'annonce des profit warnings à l'aide de certaines variables comptables et financières⁸. Tout d'abord, conformément à nos attentes, on remarque qu'il existe une relation négative et significative entre le PER de la firme et la rentabilité anormale observée autour de l'événement. Ce résultat montre que plus la firme est sur-évaluée (PER élevé) plus la baisse des prix est forte. Ensuite le coefficient de la variable « BETA » est négatif et statistiquement significatif, ce qui prouve que la rentabilité anormale est négativement liée au Bêta du titre. Ce résultat signifie qu'en cas de mauvaises nouvelles (PW), l'amplitude de la réaction du marché est plus importante pour les entreprises risquées. Aussi, le tableau 5 révèle que les coefficients relatifs au PBR et au nombre des analystes financiers sont positifs mais non significatifs. Enfin, bien que le coefficient de la variable « DELAI » soit statistiquement non significatif, il semble que l'annonce tardive du profit warning peut provoquer une réaction forte du marché.

4.2 Contenu informationnel des annonces annuelles de bénéfices

[Insérer Tableau 3 ici]

Le tableau 3 récapitule les résultats de l'étude d'événement réalisée autour des annonces de bénéfices annuels. Les publications annuelles de bénéfices des entreprises ayant annoncé préalablement une alerte aux résultats, s'accompagnent d'une hausse des cours boursiers. En effet, le tableau 3 révèle l'existence d'une rentabilité anormalement positive pendant les 2 jours suivant l'annonce du résultat annuel. La rentabilité cumulée détectée est de l'ordre de 1,1%. Aussi, on note un accroissement de la volatilité le jour de l'annonce, phénomène confirmant la présence d'un contenu informationnel des annonces de bénéfices. Les volumes

⁸ Le tableau 4 détaille les corrélations entre les variables explicatives. Malgré l'existence de certaines corrélations statistiquement significatives entre les variables indépendantes, les coefficients ne sont pas assez élevés pour causer un problème de multicollinéarité.

de transaction commencent à être anormalement élevés le jour précédant l'annonce et augmentent dans les 4 jours suivant l'annonce. Ces résultats confirment l'existence d'une réaction significative du marché au moment de l'annonce annuelle des bénéfices bien que l'entreprise ait déjà annoncé un profit warning. Néanmoins, comme le montre les graphiques 1, 2 et 3, la réaction du marché en termes de variations des prix et de volume de transactions est plus prononcée autour des dates de profit warning qu'au moment de l'annonce annuelle des résultats annuels. La réaction significative observée autour de la date d'annonce des bénéfices annuels prouve que la communication financière réglementée (annonce de bénéfices) vient compléter la communication volontaire et pose la question de la précision de ce type d'information. En effet, si l'information volontaire était claire, précise et fidèle, on peut s'attendre à une absence de réaction au moment de l'annonce annuelle de bénéfices puisque l'information est déjà intégrée dans les cours boursiers. Ces résultats peuvent être expliqués par la stratégie de communication financière pratiquée par les dirigeants des entreprises. En effet, la réglementation est beaucoup plus stricte pour la communication annuelle et les investisseurs sont beaucoup plus sensibles pour les annonces annuelles que pour les annonces volontaires. Donc, lorsque l'entreprise réalise des résultats au dessous des anticipations des analystes financiers, les managers auront tendance à faire une alerte aux résultats très pessimiste de façon à laisser une part de surprise positive pour l'annonce annuelle. Cette stratégie permet aux dirigeants d'annoncer un résultat annuel supérieur aux anticipations du marché. Selon cette analyse, la réaction du marché sera significativement négative au moment des alertes aux résultats et significativement positive au moment de l'annonce des résultats annuels. En effet, la part la plus importante de la mauvaise surprise sera captée par l'annonce du profit warning et les résultats annoncés lors de la conférence annuelle sera supérieure aux attentes du marché ce qui provoque une réaction positive du marché. Cette stratégie permet aux dirigeants de se prémunir contre le risque de se trouver, lors de l'annonce annuelle, avec

des résultats inférieurs aux anticipations des analystes financiers. Ce résultat renvoie aux travaux de Gajewski et Quéré (2001) qui comparent la réaction du marché aux annonces de résultats annuels par rapport aux annonces des résultats semestriels. Les auteurs montrent que pour les annonces négatives, les managers auront tendance à annoncer les mauvaises surprises lors des publications semestrielles et se laissent une marge pour les annonces annuelles. Cette intuition est confirmée par les résultats fournis par l'estimation du modèle (2). En effet, d'après le tableau 5, il existe une relation négative et statistiquement significative entre la réaction du marché autour du PW et celle observée au moment de l'annonce annuelle des bénéfices. En effet, une sur-réaction autour des annonces des profits warnings (i.e. une rentabilité anormale très négative) est généralement suivie par une rentabilité anormale positive autour de l'annonce des bénéfices annuels. Enfin, le tableau 5 révèle que le coefficient de la variable « SURPRISE » est positif et statistiquement significatif, ce qui confirme que la réaction du marché au moment de l'annonce de bénéfices dépend de la part de surprise c'est-à-dire de la déviation des anticipations des analystes par rapport au chiffre annoncé.

5 Conclusion

L'objectif de ce papier, rappelons le, est d'étudier la réaction du marché aux alertes des résultats et de la comparer à la réaction observée au moment de l'annonce annuelle du résultat. Relativement peu de travaux de recherche se sont intéressés à cette question. Dès lors, le présent travail a comme objectif d'étudier l'impact des profit warnings sur les rentabilités, la volatilité des prix et le volume de transactions. L'analyse empirique, faite à partir d'une étude d'évènement, révèle une réaction forte et négative autour des profit warnings. La variation des prix s'accompagne d'une volatilité et de volumes de transactions anormaux statistiquement significatifs. Au moment des annonces annuelles des bénéfices, on observe une réaction positive du marché pour les entreprises ayant déjà annoncé un profit warning. La hausse des

cours s'accompagne d'une grande volatilité et de volumes de transactions anormaux, confirmant ainsi le contenu informationnel de l'annonce annuelle du résultat. Ce résultat peut être expliqué par la politique de communication financière des entreprises. En effet, les entreprises ont tendance de se débarrasser de leurs mauvaises nouvelles lors des annonces volontaires (profit warning par exemple) tout en gardant la divulgation des bonnes surprises pour les grandes cérémonies (conférence de presse pour l'annonce des résultats annuels). Ceci explique la réaction négative du marché lors des annonces des profit warnings et la réaction positive du marché lors des annonces annuelles des bénéfices.

Bibliographie

- Acker, D., M. Stalker, Tonks I. (2002). Daily closing inside spreads and trading volumes around earnings announcements. *Journal of Business Finance and Accounting* 29(10): 1149–1179.
- Aktas, N., Debodt, E., Roll, R. (2004). Market response to European Regulation of business combination. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 70 (3): 731-58.
- Aubert F., Louhichi W. (2008), Empirical tests of earnings analysts forecasts properties and Profit Warnings. *Working Paper*.
- Aubert F. (2008, Forthcoming), “Determinants of corporate disclosures timing: an empirical examination with French data”, ATINER Collective Book, Greece.
- Aubert F. (2005), *L’impact informationnel des pratiques comptables discrétionnaires sur le marché français des actions*, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université d’Auvergne – IAE
- Ball, R., Brown P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159–178.
- Bamber, L. S., Cheon, Y. (1995). Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements. *The Accounting Review* 70 (3): 417-41.
- Barclay, M. J., Litzenberger R.H (1988). Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data. *Journal of Financial Economics* 21(1): 71–99.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Blume, L., Easley, D., O’Hara, M. (1994). Market statistics and technical analysis: the role of volume. *The Journal of Finance* 49 (1): 153-81.
- Brown, S. J., Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8 (3): 205-58.
- Brown, S. J., Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14 (1): 3–31.
- Clare, C. (2001). The information in UK company profit warnings. *Working paper*.
- Dye R., 1985, Disclosure of non-proprietary information, *Journal of Accounting Research*, 23, pp. 123-145
- Dumontier P., Raffournier B. (2002), “Accounting and capital markets: a survey of the European evidence” *The European Accounting Review*, vol. 11 - N°1, March, p. 119-151

Gajewski, J. F., Quéré, B.P. (2001). The information content of earnings and turnover announcements in France. *The European Accounting Review* 10 (4): 679–704.

Graham, M., Nikkinen, J., Sahlström, P. (2003). Relative importance of scheduled macroeconomic news for stock market investors. *Journal of Economics and Finance* 27 (2): 153-65.

Helbok G., Walker M. (2003). On the Willingness of UK Companies to Issue Profit Warnings: Regulatory, Earnings Surprise Permanence, and Agency Cost Effects. *Working paper*.

Jackson, D., Madura, J. (2003). Profit warnings and timing. *Financial Review* 38 (4): 497-513

Kasznik R., Lev. B. (1995). To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting Review* 70 (1): 113-34.

Kim, M. S., Kross W. (1998). ‘Differences between market responses to earnings announcements in the 1990s v. 1960s’, *Working Paper*.

Kim, O., Verrecchia, R. (1991a). Market reactions to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics* 30 (2): 273-309.

Kim, O., Verrecchia, R. (1991b). Trading volume and price reactions to public announcement. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 302-21.

Libby R., Tan, H.T (1999). Analysts’ reactions to warnings of negative earnings surprises. *Journal of Accounting Research* 32 (2): 415-435.

Louhichi, W. (2008). Market reaction to annual earnings announcements: evidence from Euronext Paris. *Review of Accounting and Finance* 8 (1): 102–15.

Martinez I., Saboly M. (2003), « Les « alertes aux résultats » : La transparence comme alibi ? », Mai, Cahier de recherche no. 2003 – 153, pp. 1-21.

Park Wynn, J. (2008). Legal Liability Coverage and Voluntary Disclosure. *The Accounting Review* 83 (6): 1639-71.

Ranaldo, A. (2002). Market dynamics around public information arrivals. *Working Paper*.

Rapport du Groupe de Travail Présidé par Monsieur Jean-François LEPETIT, « Avertissements sur résultats » et recommandations proposées, Commission des Opérations de Bourse, 23 p. (www.amf-france.org/documents/general/4754_1.pdf)

Rapport de l’Observatoire de la Communication Financière (2006), « Communication des rapports semestriels des entreprises du SBF 120 », 12 p., Avril (http://www.observatoirecomfi.com/index.php?option=com_docman&Itemid=35)

Skinner D. (1994), Why firms voluntarily disclose bad-news, *Journal of Accounting Research* 32, pp. 38–60.

Skinner, D. (2000). Earnings disclosures and stockholders lawsuits. *Working paper*.

Soffer L., Tiagarajan S. and Walther B. (1999), Earnings preannouncements (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=56165)

Verrecchia R., (1983), Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 5, pp. 79–194.

Watts, R., and Zimmerman J., (1986). *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ., Prentice-Hall

Tableau 1 : Répartition de l'échantillon

Répartition de l'échantillon par année							
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
18	46	34	19	12	23	29	181

Tableau 2 : Réaction du marché autour de la date de publication du profit warning

Ce tableau présente les rentabilités anormales, la volatilité anormale et le volume de transactions anormal observés autour de la période qui précède et celle qui suit la date de l'annonce du profit warning. Le jour zéro correspond au jour de l'annonce. (**) significatif à 5% et (***) significatif à 1%.

Jours	Rentabilité anormale	Volatilité anormale	Volume anormal
-5	-0,00383	0,001902	0,030289
-4	-0,00429	0,002195	0,078452
-3	-0,00396	0,002958	0,039419
-2	-0,00277	0,003964	0,147701**
-1	-0,00603	0,005148	0,193759***
0	-0,05459***	0,051251***	1,18344***
1	-0,02661***	0,02869***	1,114334***
2	-0,00962**	0,013532***	0,697049***
3	0,001651	0,004733	0,621526***
4	0,005112	0,003505	0,562205***
5	-0,003739	0,00163	0,429533***

Tableau 3 : Réaction du marché autour de la date d'annonce des résultats annuels

Ce tableau présente les rentabilités anormales, la volatilité anormale et le volume de transactions anormal observés autour de la période qui précède et celle qui suit la date de publication des résultats annuels. Le jour zéro correspond au jour de l'annonce. (**) significatif à 5% et (***) significatif à 1%.

Jours	Rentabilité anormale	Volatilité anormale	Volume anormal
-5	-0,00025	-0,00075	-0,04578
-4	-0,00245	-0,00528	-0,21381
-3	0,001405	-0,00328	-0,05639
-2	0,002117	0,003306	0,029156
-1	0,004022	0,000579	0,146094***
0	0,005087**	0,015078***	0,737598***
1	0,005705**	0,006415	0,576475***
2	-0,00194	-0,00489	0,201272***
3	-0,00034	0,000742	0,271082***
4	0,000978	-0,00191	0,131778***
5	-0,00218	-0,00212	-0,01051

Tableau 4 : Matrice de corrélation entre les variables indépendantes

	PER	BETA	PBR	DELAI	NBRE	RA _{PW}	Surprise
PER	1	0,156 (0,078)	0,104 (0,231)	0,133 (0,129)	-0,105 (0,229)	-0,277 (0,001)	-0,002 (0,985)
BETA		1	-0,081 (0,309)	0,042 (0,580)	0,278 (0,000)	-0,142 (0,06)	0,129 (0,094)
PBR			1	-0,016 (0,842)	0,006 (0,937)	-0,075 (0,350)	-0,263 (0,001)
DELAI				1	-0,090 (0,226)	-0,078 (0,297)	-0,082 (0,280)
NBRE					1	0,049 (0,515)	-0,001 (0,992)
RA _{PW}						1	-0,035 (0,652)
Surprise							1

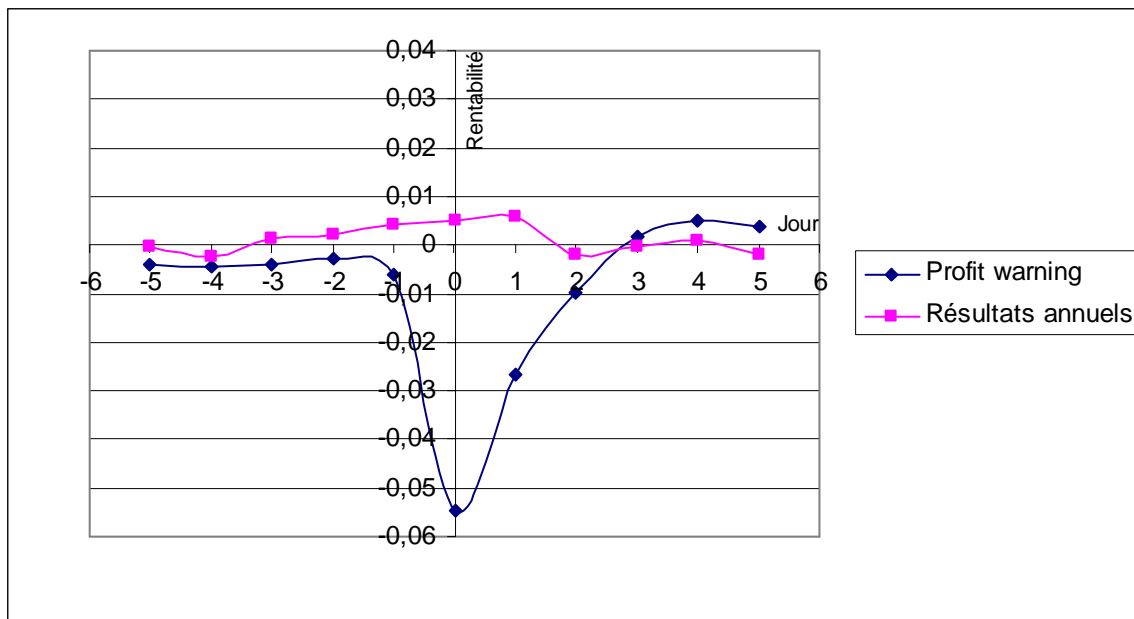
Tableau 5 : les variables explicatives de la rentabilité anormale à la date de l'annonce du profit warning et à la date de l'annonce des résultats annuels

$$RA_{PW_{i,n}} = \alpha_0 + \alpha_1 PER + \alpha_2 BETA + \alpha_3 PBR + \alpha_4 DELAI + \alpha_5 NB_ANALYSTES + \omega' \quad (1)$$

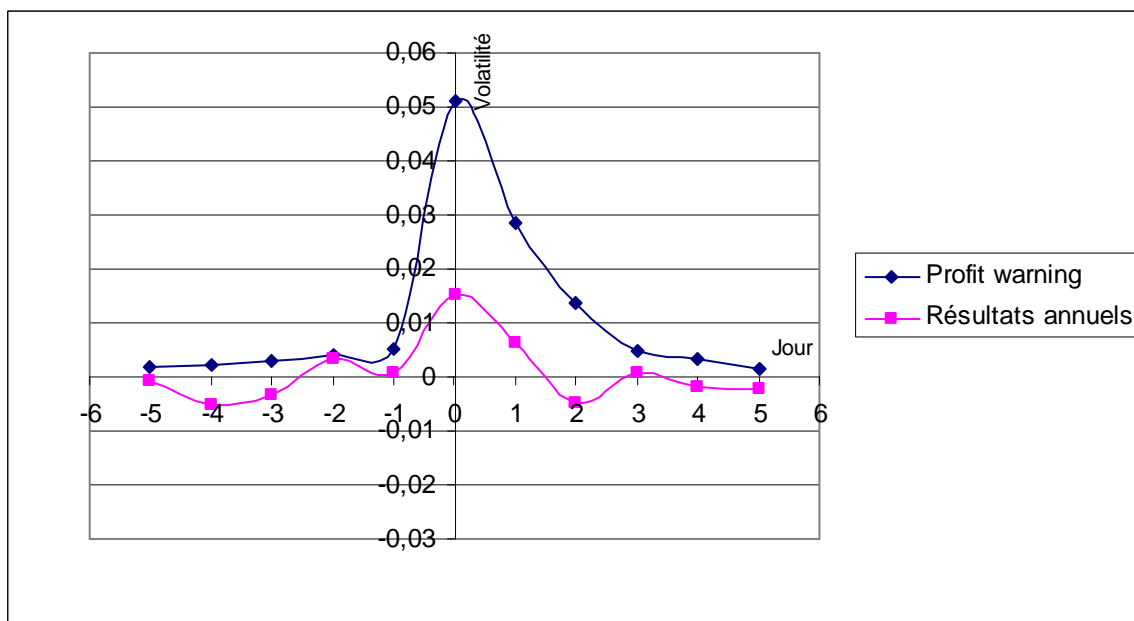
$$RA_{RA_{i,n}} = \beta_0 + \beta_1 RA_{PW_{i,n}} + \beta_2 SURPRISE + \omega'' \quad (2)$$

Ce tableau présente les résultats de l'estimation des modèles (1) et (2) qui proposent de fournir une explication à la réaction du marché autour des dates de publication des profit warnings et autour des annonces de bénéfices annuels.

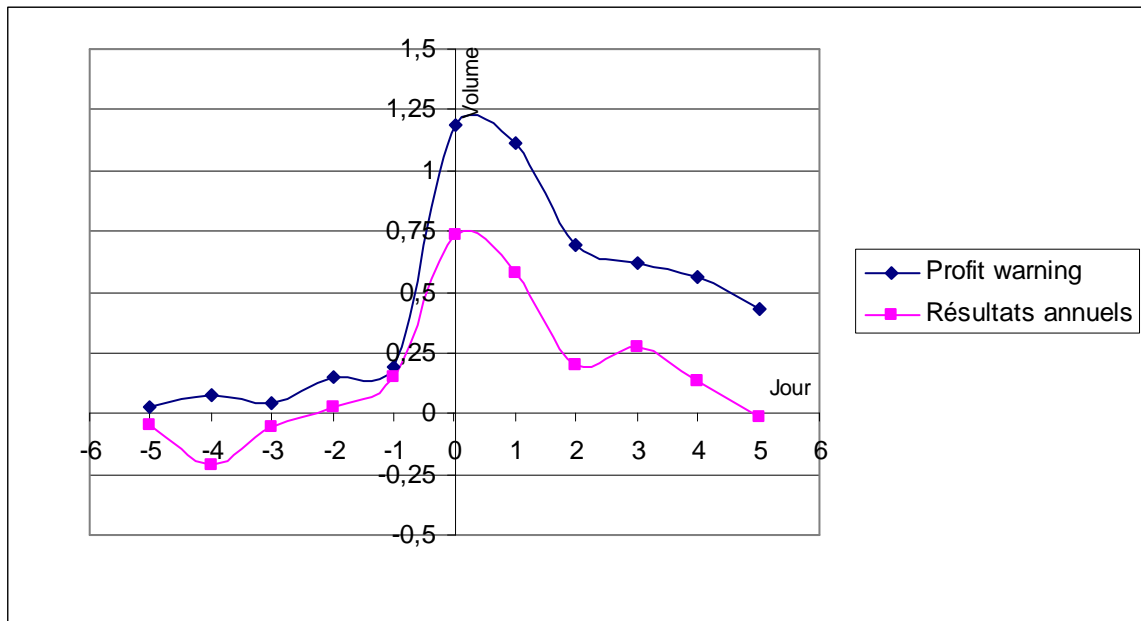
<i>Variable expliquée: rentabilité anormale à la date d'annonce du PW</i>			<i>Variable expliquée: rentabilité anormale à la date d'annonce des résultats annuels</i>		
Variables explicatives	Coefficient	P Value	Variables explicatives	Coefficient	P Value
Constante	-0,012	0,677	Constante	$2,6 * 10^{-3}$	0,9548
PER	$-8,2 * 10^{-4}$	0,006	RA _{pw}	-0,091	0,0192
BETA	-0,025	0,067	SURPRISE	0,012	0,015
PBR	0,001	0,652			
DELAJ	$-1,9 * 10^{-3}$	0,133			
Nombre analystes	$6,7 * 10^{-3}$	0,441			
R2	0,129		R2	0,066	
R2 Aj.	0,092		R2 Aj.	0,055	



Graphique 1 : Rentabilités anormales autour de la date d'annonce des PW et autour de la date d'annonce des résultats annuels.



Graphique 2 : Volatilité anormale autour de la date d'annonce des PW et autour de la date d'annonce des résultats annuels.



Graphique 3 : Volume de transactions anormal autour de la date d'annonce des PW et autour de la date d'annonce des résultats annuels.