JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

JEAN-FRANÇOIS OUTREVILLE

Dividendes, bénéfices et cours de bourse : l'effet d'information

Journal de la société statistique de Paris, tome 117 (1976), p. 139-153

<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1976__117__139_0>

© Société de statistique de Paris, 1976, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (http://www.numdam.org/conditions). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
http://www.numdam.org/

DIVIDENDES, BÉNÉFICES ET COURS DE BOURSE : L'EFFET D'INFORMATION (1)

L'annonce dans le cadre légal des dividendes des sociétés n'est pas une information susceptible d'avoir une répercussion sur les cours des titres correspondants. Mais il existe des informations dites « occasionnelles » relatives aux dividendes ou aux bénéfices telles qu'un investisseur potentiel en possession de cette information pourrait réaliser un gain substantiel rapide supérieur au gain de tout autre investisseur sur le marché.

The announcement in a legal way of dividends of companies is not a piece of information that might have an impact on the quotations of the corresponding securities. But some so-called "occasional" information about dividends or profits may be such that a potential investor knowing about it might rapidly realize a substantial profit bigger than any other investor's on the market.

Die Anzeige im gesetzlichen Rahmen der Dividenden der Aktiengesellschaften ist eine Information, die keine Einwirkung auf den Kurs der Aktien haben kann. Aber es gibt Informationen, die man als „gelegentliche" bezeichnen kann hinsichtlich von Dividenden oder von ausserordentlichen Geschäftsgewinnen, die einem möglichen Spekulanten, der sie besitzt, ermöglichen schnelle und grosse Gewinne zu erzielen grösser als die jedes anderen Käufers der genannten Aktien.

Une action de Société anonyme représente un droit à une répartition annuelle de revenu, sous forme de dividende qui est une fraction des bénéfices réalisés par la Société, mais aussi un droit à l'information pour l'actionnaire comme pour l'investisseur potentiel.

A partir du moment où les cours d'un titre anticipent déjà largement sur les perspectives que l'on croit devoir être ultérieurement celles de l'Entreprise considérée, toute information concernant les « revenus » de l'actionnaire, et surtout la variation de ces revenus, devrait donc avoir une influence sur le prix des actions.

Il s'agit de savoir si une telle information, au moment de sa divulgation, est synonyme de connaissance.

Dans le cas contraire, cela signifierait, soit qu'il n'y a pas apport de connaissance nouvelle, soit encore que la prise en compte de cette connaissance nouvelle a eu lieu avant cette information.

Un investisseur potentiel en possession de l'information pourrait-il réaliser un gain substantiel rapide supérieur au gain de tout autre investisseur sur le marché?

1. Étude réalisée à l'occasion d'un D.E.S. en Économétrie à l'Université d'Orléans. M. Georges Gallais Hamonno est à l'origine de cette recherche.

Je dois aussi remercier M. Jean-Jacques Rosa pour ses remarques, critiques et suggestions, mais il va sans dire que je suis le seul responsable des erreurs de ce texte.

C'est la question à laquelle a essayé de répondre Ross Watts (1) en ce qui concerne l'effet d'information des changements imprévus de dividendes sur le prix des actions correspondantes pour les États-Unis.

Après avoir adapté le principe de la méthode aux spécificités de la Bourse de Paris, nous avons successivement examiné les deux composantes des résultats de l'Entreprise afin d'éviter de ranimer la controverse dividendes-bénéfices (2).

I — Le principe de la méthode (3)

Admettons le postulat fondamental suivant, conforme aux mécanismes du marché :

Pour un titre i donné, sur une place donnée et à un instant t donné, c'est-à-dire dans un contexte bien précis, instantané et susceptible d'évolution rapide, tout se passe, dans les transactions boursières, comme s'il existait une courbe d'offre et une courbe de demande.

La position relative de ces deux courbes et leurs mouvements ou leurs déformations respectives dépendent :

- d'abord, de facteurs généraux intéressant le marché boursier dans son ensemble, facteurs liés à l'économie mondiale;
- ensuite, de facteurs particuliers liés aux caractéristiques du titre i, c'est-à-dire de l'Entreprise correspondante et des réactions qu'elle suscite.

A partir du moment où l'on s'intéresse aux seuls effets produits sur les prix par l'effet d'information des dividendes ou des bénéfices, il est nécessaire d'essayer d'éliminer les conditions générales du marché pendant la période de l'étude.

A — *L'équation de base*

Soit : P_{it} le prix de chaque titre i à l'instant t ajusté par les changements de capital pendant les mois $(t + 1, \ldots t + n)$.

D_{it} le dividende payé sur le titre i pendant la période précédente $(t - 1, t)$.

$R_{i,t} = (P_{i,t} + D_{i,t})/P_{i,t-1}$ le prix relatif du titre i à l'instant t.

M_t un indice représentant les conditions générales du marché à l'instant t.

Il existe une relation entre la « rentabilité » de chaque titre i à l'instant t et les conditions générales du marché

$$R_{i,t} = f(M_t/M_{t-1})$$

1. Ross Watts, « The Information Content of dividends ». *Journal of Business*, avril 1973, pp. 191-211.

2. La controverse dividendes-bénéfices a été le point de départ de deux longues séries de recherches, l'une mettant en avant la composante « rétention » de la décision de répartition des bénéfices, l'autre s'intéressant davantage à sa composante « distribution ».

Modigliani F. et Miller M. H. « The Cost of Capital. Corporation Finance and the theory of Investment ». *AER*, June 1958, n° 3, pp. 261-297.

Durand David, « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment : Comments ». *AER*, Sept. 1959, n° 4, pp. 639-655.

Modigliani F. et Miller M. H., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment : A reply ». *AER*, Sept. 1959, n° 4, pp. 655-669.

3. Ross Watts reprend une méthode employée pour la première fois par Fama, Fisher, Jensen et Roll pour tester l'ajustement du prix des actions à l'annonce d'une augmentation de capital des Sociétés correspondantes (« The Adjustement of Stock prices to new Information », *Internat. Eco. Rev.*, Feb. 1969, pp. 1-21).

Cette méthode a été reprise ensuite par :

— Scholes Myron S., « The Market for Security ». *Journal of Business*, n° 2, April 1972, pp. 179-211.

— Kaplan R. S. et Roll R., « Investor Evaluation of Accounting Information : Some Empirical Evidences ». *Journal of Business*, n° 2, April 1972, pp. 225-257.

La rentabilité d'un titre i est une fonction linéaire de la rentabilité ($RM_t = M_t / M_{t-1}$) d'un portefeuille qui comprendrait un même montant d'investissement en francs pour chaque titre du marché.

Nous avons été amenés à choisir l'équation de base suivante :

$$\log R_{t,\,t} = \alpha_t + \beta_t \log RM_t + U_{t,\,t} \ (1)$$

Les U_{tt} satisfont aux conditions suivantes :

$$E(U_t) = 0,\ V(U_t) = \text{Constante},\ \text{Cov}\ (U_t,\ U_j) = 0$$

Les résultats de cette équation de base sont semblables à ceux trouvés sur des données aux États-Unis.

Résultats des coefficients de l'équation de base

Moyenne pour	$\hat{\alpha}$	$\hat{\beta}$	R^2
R. Watts (2) (310 firmes)	0,001 (0,004)	0,934 (0,262)	0,309
Fama (3) (622 firmes)	0,000 (0,007)	0,894 (0,305)	0,399
Échantillon (4) de 90 firmes du marché à terme de la Bourse de Paris	0,0038 (0,0044)	1,1400 (0,2308)	0,314

(écarts types entre parenthèses)

Cette équation (5) est l'un des modèles possibles. Elle est certainement une simplification excessive de la formation des prix car les conditions générales du marché ne déterminent pas, seules, les résultats d'un titre i; mais ce modèle a l'avantage d'être une approche simple pour justement essayer d'éliminer les effets des conditions générales du marché.

Les « effets » des variables oubliées vont se retrouver dans le terme $U_{t,\,t}$ et, en particulier l'effet d'information.

1. L'idée de se servir de données passées pour calculer les coefficients de l'équation de base amène quelques questions :

— Comment mesurer les observations? Doit-on les pondérer?

Les observations les plus récentes ont-elles plus de poids que les observations les plus anciennes?

On supposera que les précisions restent relativement stables dans le temps et que les investisseurs font des prévisions uniquement en extrapolant les données passées.

— Combien d'observations doit-on prendre en compte? et quel est le meilleur intervalle possible entre deux observations?

Si pour tester l'effet d'information, nous avons retenu une étude fine portant sur des cours journaliers, l'utilisation de cours hebdomadaires, sur une période de deux ans, semble plus justifiée pour estimer les coefficients de l'équation de base.

— Quel indice doit-on utiliser pour représenter la tendance générale du marché? et doit-on introduire dans le modèle une variable représentant l'actif le moins risqué à l'instant t?

R. S. Kaplan et R. Roll considèrent qu'il est intéressant d'éliminer, non seulement les conditions générales du marché mesurées par un indice du marché, mais aussi les conséquences de la variation des taux d'intérêt.

Leur équation de base prend la forme $Ri,\,t = f(RM_t,\ RF_t)$.

Nous avons retenu comme indice du marché RM_t l'indice général de la C. A. C.

Par contre, les tests avec pour variable RF_t, soit le taux moyen des obligations (privées) au début de chaque semaine, soit le taux de l'argent au jour le jour, ne se sont pas révélés significatifs dans le cas français.

2. Watts R., *op. cit.*

3. Fama, Fisher, Jensen et Roll, *op. cit.*

4. Cours au comptant hebdomadaires à partir du 1er janvier 1972 et jusqu'au mois précédant la date d'annonce des dividendes (soit 60 observations en moyenne).

5. Il s'agit du modèle de Sharpe William F. Sharpe : « a Simplified Model for Portofolio Analysis », *Management Science*, IX, Jan. 1963, pp. 277-293.

SALES OFFICE

B — *La mesure de l'effet d'information*

Si, pendant la période d'étude, il y a une information potentielle, les changements positifs non espérés (non attendus) dans les dividendes par exemple, seront accompagnés par des « *résultats* » anormaux positifs.

Inversement, des changements négatifs seront accompagnés par une perte

$$\hat{U}_{i,t} = \log R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \log RM_t) \qquad (1)$$

Définissons le « Résidu anormal moyen » pour l'instant t comme

$$\text{UBAR}_t = \frac{\sum_{i=1}^{N} \hat{U}_{i,t}}{N}$$

où N est le nombre de titres de l'échantillon considéré.

Définissons le « Résidu anormal moyen cumulé » par

$$\text{UTOT}_t = \sum_{t=d}^{D} (\text{UBAR}_t)$$

où $(D - d)$ représente le nombre de jours restant à courir jusqu'à la fin de la période D de l'étude de l'effet d'information.

Ce résidu anormal moyen cumulé montrera la déviation des résultats par rapport aux variations du marché à cette même date.

On calculera aussi un indicateur statistique appelé « Indice de performance anormale » qui répondra à la question « Quel résultat anormal fera un investisseur si au jour t il achète un portefeuille de tous les titres de l'échantillon étudié et qu'il le garde jusqu'au dernier jour de l'étude ».

Cet indice est défini par :

$$\text{IPA} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} \left[\prod_{t=d}^{D} (1 + \text{UBAR}_t) \right]$$

où N est le nombre de titres de l'échantillon étudié, $(D - d)$ le nombre de jours restant à courir jusqu'à la fin de la période D ($t = -20 \ldots 0 \ldots +20$).

A partir de cet indice, il est possible de calculer le résultat marginal de ce portefeuille hypothétique pour chaque jour :

$$\text{MARGIN} = \frac{\text{IPA}_{t+1}}{\text{IPA}_t} - 1$$

II — Les résultats de Ross Watts

Après avoir estimé les changements imprévus de dividende à partir d'une équation de la forme du modèle de Lintner (2); R. Watts a regroupé en deux classes distinctes les valeurs ayant des changements imprévus positifs ($\hat{U}_{it} > 0$) et les valeurs ayant des changements imprévus négatifs ($\hat{U}_{it} < 0$).

1. Si la variable RM_t (indice général de la C. A. C.) est parfaitement connu puisque l'on travaille sur une période passée, on ne peut, par contre, être assuré de la stabilité des β.

2. Équation $\Delta D_{i,t} = \beta_{1,t} D_{i,t-1} + \beta_{2,t} E_{i,t} + \beta_{3,t} E_{i,t-1} + v_{i,t}$
ou $\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1}$
D représente les dividendes et E les bénéfices de la firme i à l'année t.
John Lintner, « Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes ». *AER*, May 1956, pp. 97-113.

A partir du dernier mois de l'année fiscale (mois 0), R. Watts a calculé mensuellement l'indice de performance anormale un an avant et un an après.

Tableau des résultats obtenus par R. Watts (1)

Indice de performance anormale		
Mois	$\widehat{v_{it}} > 0$	$\widehat{v_{it}} < 0$
−11	0,996	0,995
−10	0,998	0,997
−9	1,003	1,002
−8	1,002	1,002
−7	1,004	1,001
−6	1,004	0,999
−5	1,003	1,000
−4	1,001	0,999
−3	1,000	0,997
−2	1,003	1,001
−1	1,006	1,001
0	1,009	1,002
1	1,003	0,996
2	1,005	0,999
3	1,010	1,005
4	1,011	1,004
5	1,011	1,004
6	1,012	1,003
7	1,011	1,003
8	1,010	1,001
9	1,007	1,000
10	1,011	1,002
11	1,012	1,006
12	1,014	1,006

Le gain de 1 % réalisé en 15 mois pour la classe des changements imprévus positifs ($\hat{U}_{it} > 0$) est beaucoup trop faible par rapport aux coûts de transaction qu'entraîneraient l'achat puis la vente de titres pour la composition d'un portefeuille.

Il en conclut que l'accès à une information monopolistique n'aurait aucune influence sur les gains et que l'information doit être considérée comme triviale.

En fait, il semble que la période de deux ans avec observations mensuelles soit disproportionnée avec l'effet d'information qui, s'il existe, doit produire un ajustement relativement rapide des prix dans le mois qui suit l'information (on pose par hypothèse que la diffusion de l'information auprès des investisseurs potentiels est immédiate).

Il est donc souhaitable d'étudier le phénomène journellement sur une période d'environ un mois avant et un mois après la date de distribution des dividendes, ou mieux à partir de la date d'annonce des dividendes (ou des bénéfices puisque l'on étudiera les deux cas).

On remarque en effet en France qu'il existe un certain délai entre la date d'annonce des dividendes (date de réunion du Conseil d'administration des entreprises) et la date de l'Assemblée générale des actionnaires qui entraîne la décision du Conseil et fixe la date de distribution des dividendes.

Sur 136 valeurs cotées au marché à terme de la Bourse de Paris, ce délai est de :

— 1 mois à 1 mois et demi, pour 23 % des sociétés;
— 2 mois à 2 mois et demi, pour 54 % des sociétés;
— environ 3 mois, pour 23 % des sociétés.

Pour chacun des titres nous avons donc calculé sur un intervalle de 20 jours avant et de 20 jours après la date d'annonce (période qui recouvre environ deux mois de Bourse),

1. Watts R., *op. cit.*, p. 206.

ÉCONOMIQUES ET STATISTIQUES

les résidus qui, s'il y a phénomène d'information pendant cette période, devront être différents de zéro.

D'autre part, la division en deux échantillons suivant la valeur des résidus d'une équation de Lintner ne nous semble pas la meilleure car il est peu vraisemblable que les investisseurs fassent référence à une longue période dans leur jugement et plus raisonnable de penser qu'ils jugent les résultats d'une entreprise par rapport aux quatre ou cinq exercices passés.

De plus, on risque d'introduire dans la composition un biais dû à l'équation deLintner qui viendra s'ajouter au biais de l'équation de base déjà important. Nous avons d'ailleurs essayé de trouver une solution à la stabilité des coefficients de l'équation de base.

Nous avons construit deux échantillons à partir des valeurs des coefficients :

— une classe de 16 titres pour lesquels $\hat{\beta}_i > 1{,}40$;
— une classe de 10 titres pour lesquels $\hat{\beta}_i < 0{,}50$.

Le calcul de $UTOT_t$ sur ces deux classes pour une période de 41 jours montre que le résidu anormal moyen cumulé passe de

0 à $-0{,}1817$ pour la classe des $\hat{\beta}_i > 1{,}40$
et de $-0{,}0044$ à $+0{,}0405$ pour la classe des $\hat{\beta}_i < 0{,}50$

Pour rectifier cette tendance, nous avons été amenés à effectuer une correction au niveau de la présentation graphique des résultats (courbe UTOT) en calculant, pour chaque échantillon, une deuxième courbe qui représentera la tendance sur la période étudiée, courbe calculée en prenant, pour chaque titre de l'échantillon, une période de 41 jours extérieure à la période de 41 jours définie par la date d'annonce.

Le relevé des dates d'annonce a été fait sur les années 1972 et 1973.

III — Le contenu informatif des dividendes

Dans un premier temps, nous avons étudié le contenu informatif des dividendes par rapport à la date d'annonce.

Dans un deuxième temps, nous avons fait l'hypothèse d'une information préalable.

A. *L'effet d'information existe-t-il?*

Afin de savoir s'il existait un effet d'information dans le cas général, nous avons fait une approche sectorielle (1) dont les résultats ne sont pas concluants si l'on en juge par les deux seuls exemples significatifs :

1. On avait retenu cinq secteurs :
— alimentation (12 firmes);
— matériel électrique (17 firmes);
— produits chimiques (12 firmes);
— secteur bancaire (19 firmes);
— secteur « valeurs de croissance) (14 firmes).

1° un secteur bancaire composé de 19 Sociétés du terme.

L'examen du tableau des résultats ne semble pas concluant en ce qui concerne les résidus (UBAR); par contre, pour le résidu anormal cumulé (UTOT), on observe un doublement de sa valeur à partir du jour $t = -1$ (jour précédant la date d'annonce). Pourtant ce gain est très peu significatif car il ne couvrirait pas les frais de transaction d'un investisseur potentiel.

2° un secteur de « valeurs de croissance » regroupant 14 sociétés.

On retrouve le même phénomène observé pour le secteur bancaire de façon beaucoup plus nette sur le graphique de la courbe UTOT.

L'écart entre la courbe des résultats et la courbe de correction de tendance se creuse de manière sensible à partir du jour précédant la date d'annonce jusqu'au septième jour suivant cette date, mais là encore l'écart beaucoup trop faible constaté ne permettrait pas à un investisseur, s'il était en possession de l'information sur les dividendes avant la date d'annonce, de réaliser un gain supérieur aux frais de transaction engagés pour acheter quelques jours avant la date d'annonce et revendre quelques jours après.

Secteur banque : tableau des résultats

t	UBAR	UTOT	IPA	MARGIN
—20	—0,00156	—0,00156	0,99844	0,00000
—19	0,00017	—0,00139	0,99864	0,00020
—18	0,00293	0,00154	1,00155	0,00291
—17	—0,00117	0,00038	1,00036	—0,00118
—16	0,00396	0,00433	1,00427	0,00391
—15	0,00129	0,00563	1,00539	0,00111
—14	—0,00224	0,00339	1,00309	—0,00229
—13	0,00146	0,00485	1,00449	0,00139
—12	—0,00001	0,00484	1,00434	—0,00015
—11	0,00006	0,00490	1,00433	—0,00001
—10	0,00550	0,01040	1,00990	0,00555
—9	—0,00281	0,00759	1,00699	—0,00289
—8	—0,00096	0,00663	1,00604	—0,00094
—7	0,00365	0,01027	1,00951	0,00345
—6	—0,00147	0,00880	1,00804	—0,00146
—5	—0,00538	0,00342	1,00257	—0,00543
—4	—0,00308	0,00034	0,99945	—0,00311
—3	0,00319	0,00353	1,00254	0,00309
—2	0,00246	0,00599	1,00501	0,00246
—1	0,00432	0,01030	1,00934	0,00430
0	0,00273	0,01303	1,01183	0,00247
1	0,00026	0,01329	1,01227	0,00044
2	0,00217	0,01540	1,01479	0,00250
3	—0,00024	0,01522	1,01479	—0,00001
4	0,00014	0,01536	1,01466	—0,00013
5	0 00511	0,02047	1,02015	0,00542
6	—0,00056	0,01992	1,02003	—0,00012
7	0,00233	0,02225	1,02326	0,00317
8	—0,00399	0,01826	1,01893	—0,00423
9	—0,00266	0,01560	1,01670	—0,00219
10	—0,00339	0,01221	1,01384	—0,00281
11	0,00024	0,01246	1,01464	0,00080
12	0,00141	0,01387	1,01551	0,00085
13	0,00115	0,01502	1,01647	0,00095
14	—0,00450	0,01052	1,01180	—0,00469
15	0,00641	0,01693	1,01883	0,00695
16	—0,06178	0,01515	1,01727	—0,00158
17	0,00272	0,01787	1,02037	0,00304
18	—0,00724	0,01063	1,01279	—0,00758
19	0,00331	0,01394	1,01701	0,00412
20	—0,00189	0,01204	1,01488	—0,00210

SALLES D'ÉTUDES STATISTIQUES

Tableau des $UBAR_t$

t	$D_t >$ estimation	$D_t <$ estimation	D_t maintenu	$D_t >$ prévu	$D_t <$ prévu
—20	—0,00020	—0,00055	0,00601	—0,00625	—0,00481
—19	—0,01154	0,00194	0,00687	—0,01879	—0,01001
—18	—0,01139	—0,00701	0,00413	—0,01407	—0,00008
—17	—0,00549	—0,00018	0,00118	0,00262	0,00465
—16	0,00015	—0,00537	0,00088	0,00081	0,00803
—15	0,00061	0,00601	0,00345	—0,00156	—0,00421
—14	—0,00876	—0,00229	—0,00198	—0,00406	0,00351
—13	—0,01053	0,00097	0,00442	0,00403	—0,01228
—12	—0,00013	0,00744	—0,00194	0,00204	0,01675
—11	—0,00042	0,01390	—0,00308	—0,00668	—0,00332
—10	0,00295	—0,00093	0,00205	0,00417	0,00226
—9	—0,01066	—0,00774	0,00772	0,00384	0,00495
—8	—0,00563	—0,00477	0,00869	—0,00972	—0,00958
—7	—0,00038	0,00199	0,00164	—0,00089	—0,00634
—6	—0,00072	—0,01024	0,00759	0,01559	0,00466
—5	—0,00222	0,00001	—0,00067	0,00345	—0,00085
—4	0,00018	0,01006	0,00067	—0,01012	0,00464
—3	—0,00681	0,02551	0,01406	—0,01333	0,01433
—2	0,00770	0,01155	—0,01266	0,01427	0,00261
—1	0,00666	0,00380	0,00391	—0,00244	0,00998
0	0,00299	0,00014	0,00429	0,02004	—0,00660
1	0,00462	—0,01080	0,00384	—0,00151	—0,01276
2	—0,01615	0,00056	—0,00145	—0,00461	—0,00933
3	0,01020	0,00450	0,01004	0,00077	0,00305
4	0,00488	0,00587	—0,00027	0,00585	—0,00133
5	0,00342	—0,01029	0,00380	0,00631	0,02147
6	—0,00582	0,00299	0,00599	—0,00357	—0,00806
7	—0,00617	—0,00637	0,00064	—0,00343	—0,00113
8	—0,01339	—0,00538	—0,00643	—0,00264	—0,00701
9	0,00503	0,00654	0,00537	—0,00246	—0,00381
10	—0,00508	0,00257	0,00255	0,00370	0,00690
11	—0,00461	0,01799	—0,00190	—0,01057	0,00447
12	—0,00755	0,00546	—0,00086	—0,01510	0,00446
13	—0,00759	0,00063	0,00120	—0,00069	—0,00562
14	0,00352	—0,00098	0,00967	—0,00159	0,00407
15	0,00532	0,00214	—0,00525	0,01441	—0,01207
16	0,00030	0,00523	—0,00300	0,00001	0,00719
17	0,00153	—0,00664	0,00477	0,00612	0,00356
18	0,00362	0,00407	0,00434	0,00602	—0,00009
19	—0,01258	0,00657	0,00955	—0,00265	—0,01162
20	0,00235	0,00160	0,00466	—0,00431	0,01240

En fait il n'y a pas effet d'information au moment de l'annonce du dividende si le dividende annoncé est identique au dividende qui était attendu par les actionnaires de la Société. Par contre, il y aura effet d'information s'il existe une différence entre le dividende attendu D_t^* et le dividende annoncé D_t et cet effet d'information devrait se traduire par un ajustement des cours en fonction de $(D_t - D_t^*)$.

Comment les actionnaires peuvent-ils anticiper le dividende?

— L'accroissement attendu du dividende sera-t-il égal au plus fort accroissement réalisé sur les cinq dernières années (effet de cliquet maximum) ou sera-t-il égal au plus faible accroissement réalisé sur les cinq dernières années (effet de cliquet minimum).

Dans ce dernier cas on pourrait même envisager une réduction du dividende, mais cette solution est rarement retenue par les Entreprises.

A partir de ces hypothèses l'on a construit :

— une classe de 23 firmes dont le dividende annoncé a été supérieur à l'effet de cliquet maximum;

— une classe de 15 firmes dont le dividende annoncé a été inférieur à l'effet de cliquet minimum,

— et une troisième classe qui nous a paru significative au point de vue de l'information, de 12 firmes ayant maintenu leur niveau de dividende malgré une baisse des bénéfices.

L'examen du tableau des résultats sur les $UBAR_t$ ne nous permet pas à nouveau de dégager aucune tendance significative.

Nous avons pensé qu'il fallait reconsidérer ce problème de l'information préalable qui détermine le dividende attendu D_t, non plus en nous basant sur la connaissance du passé mais en la considérant comme une information de type ponctuel.

B. *Hypothèse d'une information préalable de type ponctuel*

En effet, si l'on peut considérer l'annonce du dividende à la date de réunion du Conseil d'administration comme une information courante, on a pu remarquer dans l'ensemble des sociétés du terme étudiées qu'il existait pour un certain nombre d'entre elles une information de type « occasionnelle » publiée dans la presse financière sous forme d'une étude sur la Société qui précisait souvent le montant attendu du dividende.

Pour 31 sociétés une telle étude est parue dans la presse financière généralement en décembre-janvier.

Si au moment de l'annonce dans le cadre d'une information courante, le dividende annoncé est égal au dividende prévu, il n'y aura logiquement aucun effet d'information à attendre de cette annonce. Par contre, si le dividende annoncé est inférieur ou supérieur au dividende prévu, l'effet d'information doit exister et doit se refléter dans les variations de cours. Ce qui nous a amenés à construire deux classes regroupant chacune 10 titres :

— dividende annoncé supérieur au dividende prévu;
— dividende annoncé inférieur au dividende prévu.

Dans le premier cas on assiste le jour de l'annonce à une variation positive du résidu $UBAR_0$ de 2 % et le phénomène apparaît encore plus clairement sur le graphique de la courbe UTOT où l'écart devient important entre cette courbe et la courbe de tendance (qui n'a d'ailleurs pu être représentée complètement).

Tout investisseur potentiel sur le marché qui aurait connaissance du dividende réel de la firme quelques jours avant la date de l'annonce réaliserait, cinq jours après cette date, un gain d'environ 7 % qui couvrirait largement les frais de transactions engagés pour l'achat puis la vente de titres de cette Société.

(Nous avons représenté à côté du graphique de la courbe UTOT le graphique de l'indice IPA qui permet le calcul facile de ce gain). Cet écart est de 2 % le premier jour.

Dans le cas où le dividende annoncé est inférieur au dividende perçu, l'interprétation reste très difficile car l'écart en ce qui concerne l'indice IPA reste inférieur à 1 %. On peut juste remarquer une très grande instabilité du résidu anormal cumulé UTOT au moment et après l'annonce.

On ne peut pas conclure que l'annonce du dividende, généralement par le Conseil d'administration dans le cadre d'une information courante, produise un effet significatif sur les cours de bourse; mais, dans ce premier cas, l'annonce du dividende contient-elle une information? Par contre, il est évident que le contenu informatif des dividendes jouera entièrement à cette date si le dividende annoncé est différent de ce qui était attendu à la suite d'une information préalable.

Pour les autres sociétés, pour lesquelles nous n'avons pas constaté une telle information occasionnelle, il est peut-être probable qu'un autre type d'information ait donné

une indication précieuse sur le dividende, ce qui expliquerait qu'au moment de l'annonce, l'information ne soit plus synonyme de connaissance nouvelle et qu'il n'y ait pas ajustement de prix.

Nous allons vérifier si les bénéfices ne joueraient pas ce rôle.

IV — L'importance des bénéfices courants

On ne peut pas parler de date d'annonce propre aux bénéfices puisque dans le cadre de l'information courante ou obligatoire, les résultats définitifs sont annoncés en même temps que les dividendes par le Conseil d'administration.

Mais, alors que pour les dividendes, il s'agit d'une décision des dirigeants qui peut s'avérer différente de toute estimation, les bénéfices, eux, peuvent être estimés de manière presque certaine à partir des résultats des trois trimestres précédents et des chiffres d'affaires des derniers mois publiés dans le cadre de l'information courante et obligatoire.

Cette estimation qui entre, elle, dans le cadre d'une information occasionnelle, est publiée par la presse financière dans le courant du mois de décembre.

Comme pour les dividendes nous allons considérer deux échantillons :

— *1re classe* (24 titres) : Sociétés dont les bénéfices en 1972 sont inférieurs à ceux de 1971.

— *2e classe* (22 titres) : Sociétés dont les bénéfices en 1972 sont supérieurs à ce qui était espéré par rapport aux résultats des années précédentes.

Pour vérifier l'importance de l'annonce occasionnelle dans le courant du mois de décembre, nous reprenons la même méthode que pour les dividendes, mais pour des observations hebdomadaires (cours au comptant relevés en fin de semaine afin de vérifier que l'effet d'information sur les bénéfices a bien lieu dans le courant du mois de décembre.

Les résultats représentés par les courbes UTOT semblent vérifier l'importance de l'information occasionnelle.

Nous n'avons pas tracé les courbes de tendances mais l'incidence des coefficients β apparaît ici nettement.

Pour la courbe représentant les cas de bénéfices 72 $<$ 71, les seuls « résultats » $\leqslant 0$ se situent courant décembre et correspondent à une perte d'environ 1 %.

Pour la seconde courbe (bénéfices 72 $>$ estimations) les seuls « résultats » $\geqslant 0$ se situent aussi courant décembre et sont ici très significatifs puisqu'ils correspondent à un gain de plus de 10 % pour le point maximum (semaine du 22 décembre).

Conclusion

Les résultats que nous venons d'observer sur l'annonce des bénéfices semblent bien vérifier que s'il y a effet d'information ou contenu informatif d'une annonce de dividende ou de bénéfice, ce n'est pas la variable dividende ou bénéfice qui semble importante mais, en fait, le type d'information.

Dans le cas d'une information obligatoire ou courante (c'est ce que nous avons vérifié pour l'annonce des dividendes), il est apparu que le contenu informatif de cette annonce était pauvre.

Les investisseurs ne réagissent pas à une information qui ne leur apporte pas de « connaissance » nouvelle.

Par contre, dans le cas d'une information occasionnelle, que ce soit en ce qui concerne les dividendes ou les bénéfices, le contenu informatif de l'annonce est très important car l'information ne correspond pas à ce que l'investisseur attendait et procure donc une « connaissance » qui se reflète immédiatement par une prise de décision.

Jean-François OUTREVILLE

Doctorant à l'Université d'Orléans (Institut orléanais de finance)

BIBLIOGRAPHIE

DURAND D., « The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment : Comments ». *American Economic Review*, n° 4, Sept. 1959, pp. 633-655.

FAMA, FISHER, JENSEN et ROLL, « The Adjustment of Stock Prices to new Information ». *International Economic Review*, Feb. 1969, pp. 1-21.

KAPLAN R. S. et ROLL R., « Investor Evaluation of Accounting Information : Some empirical evidences ». *Journal of Business*, n° 2, April 1972, pp. 225-257.

LINTNER J., « Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes ». *American Economic Review*, May 1956, pp. 97-113.

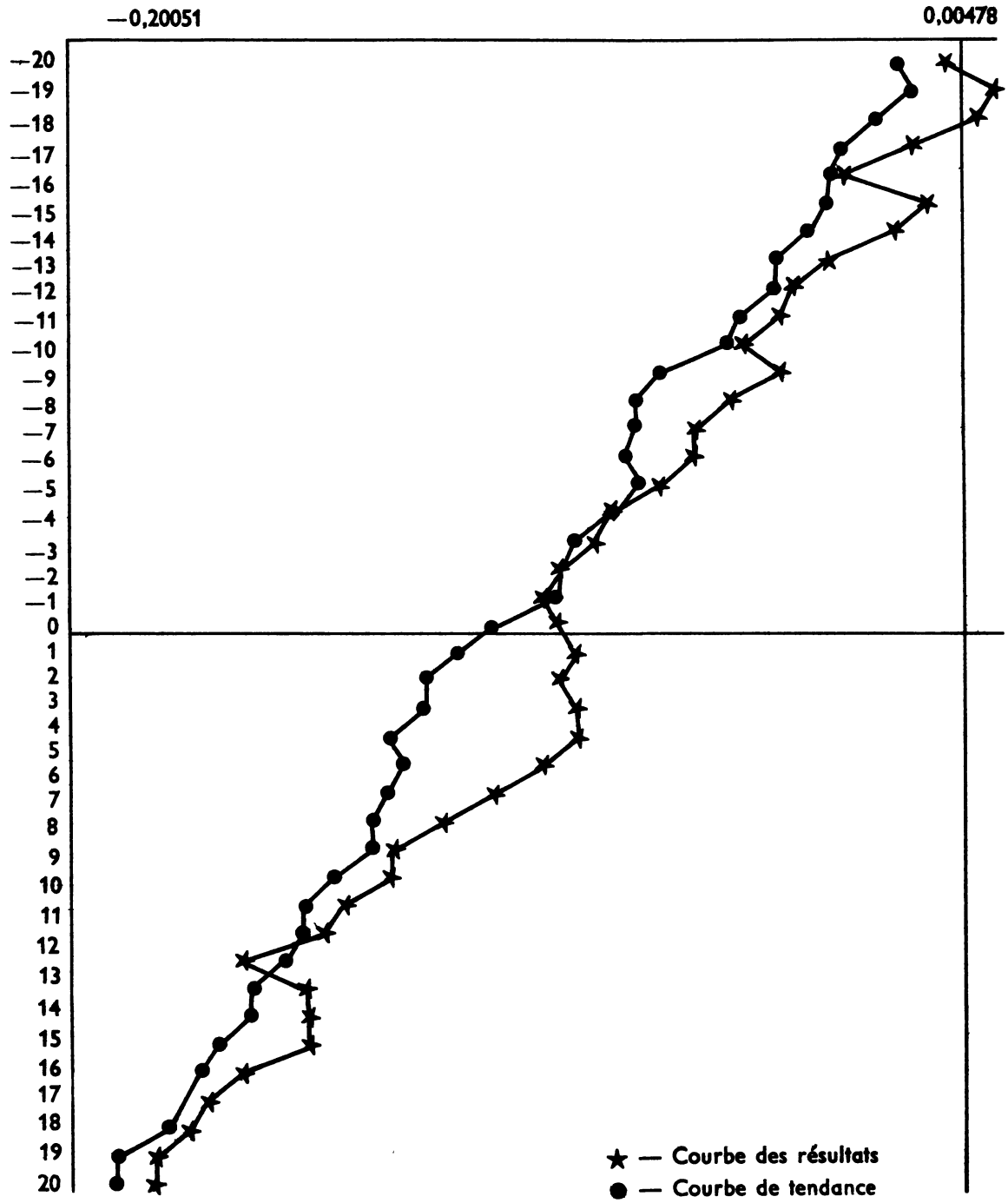
MODIGLIANI F. et MILLER M. H., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment ». *American Economic Review*, n° 3, June 1958, pp. 261-297. « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment : A reply ». *American Economic Review*, n° 4, Sept. 1959, pp. 655-669.

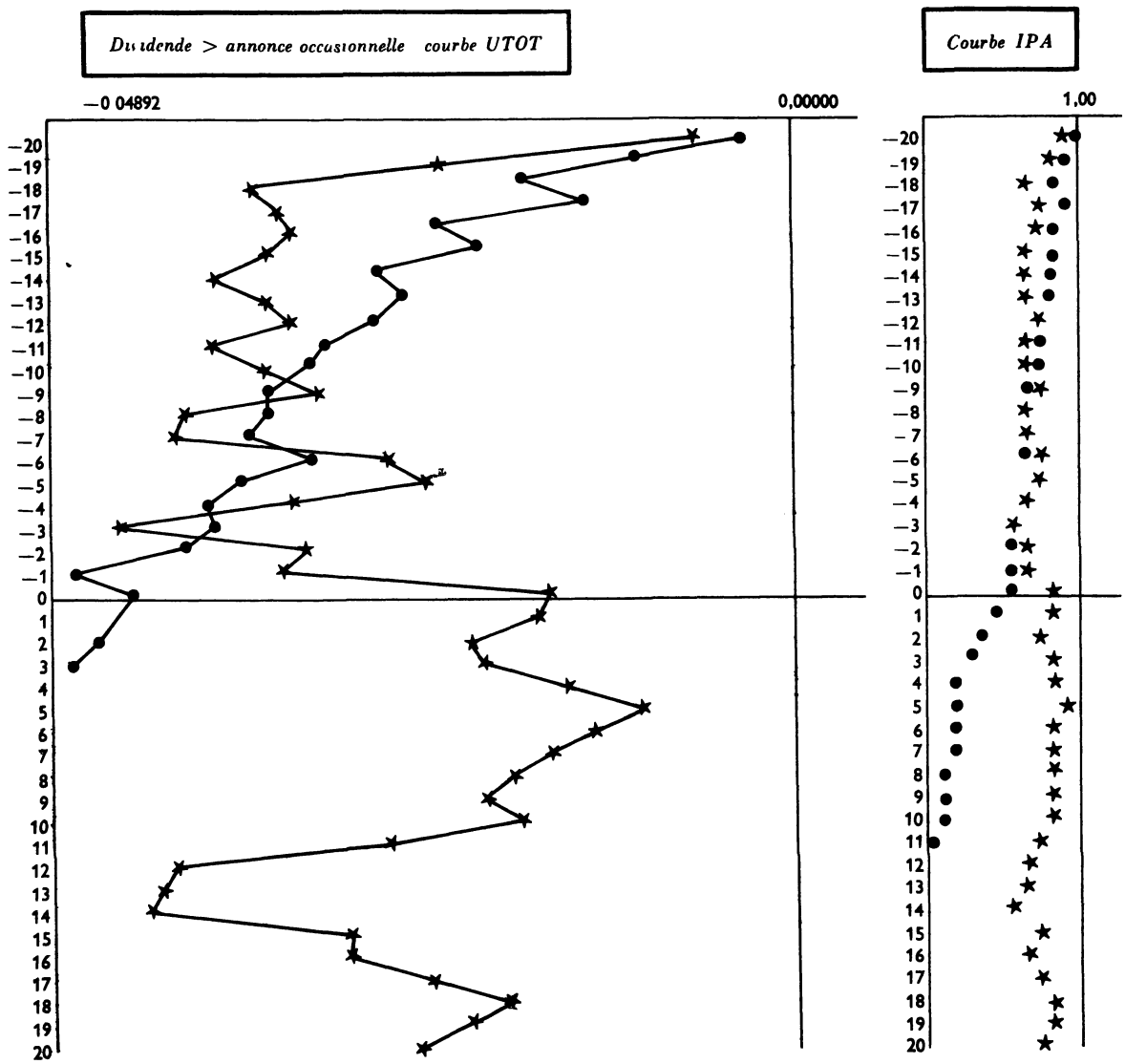
SCHOLES M. S., « The Market for Security ». *Journal of Business*, n° 2, April 1972, pp. 179-211.

SHARPE W. F., « A Simplified Model for Portofolio Analysis ». *Management Science*, IX, Jan. 1963, pp. 277-293.

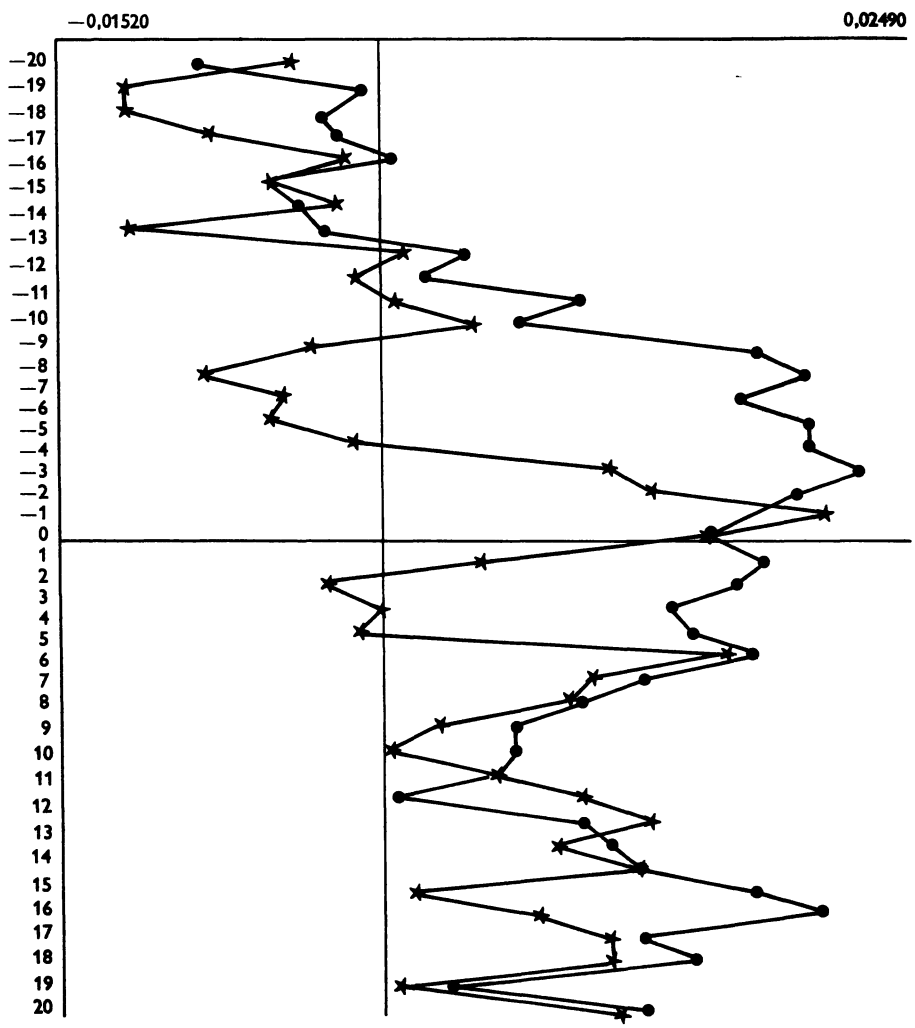
WATTS R., « The Information Content of Dividends ». *Journal of Business*, April 1973, pp. 191-211.

Secteur valeur de croissance : courbe UTOT

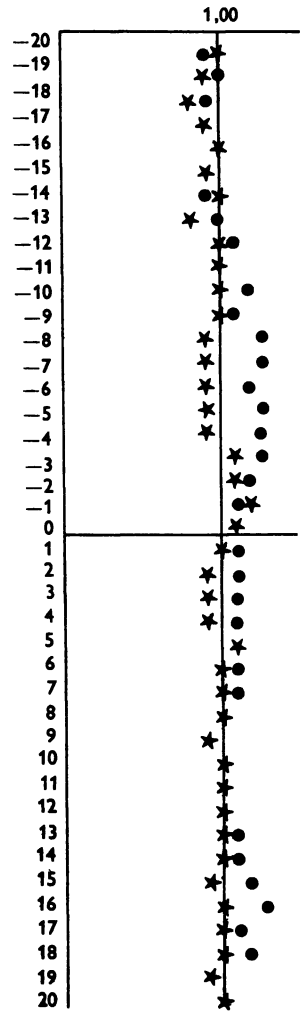



Dividende > annonce occasionnelle courbe UTOT
Courbe IPA
−0 04892
0,00000
1,00
−20 −19 −18 −17 −16 −15 −14 −13 −12 −11 −10 −9 −8 −7 −6 −5 −4 −3 −2 −1 0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20

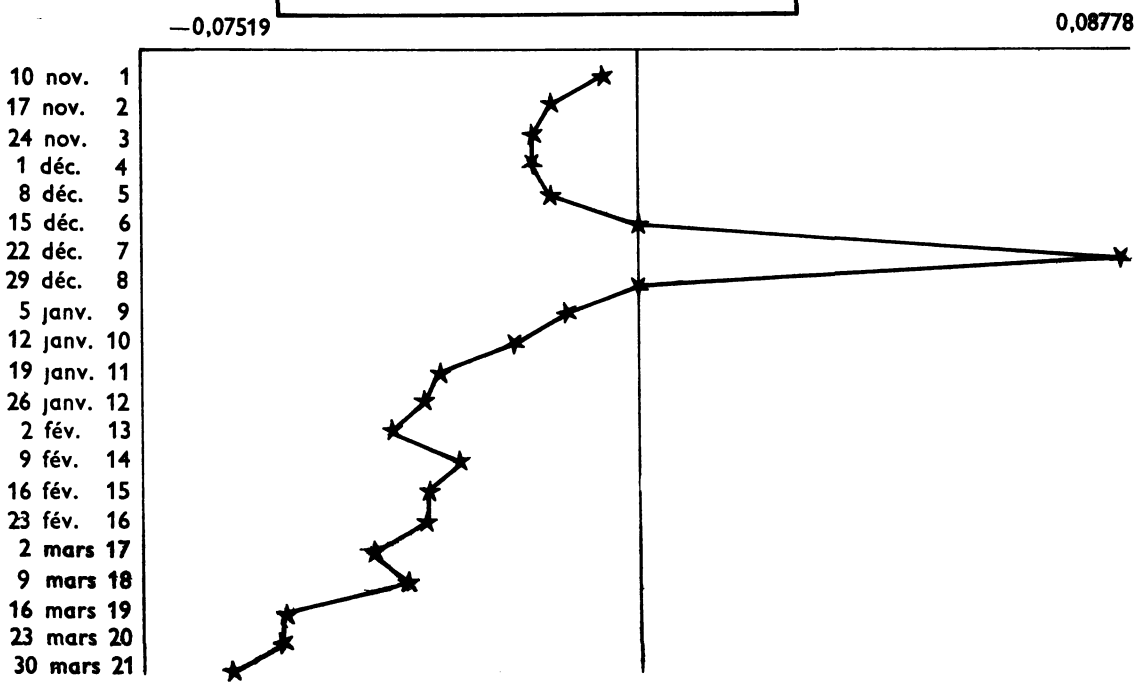
Dividende < annonce occasionnelle courbe UTOT



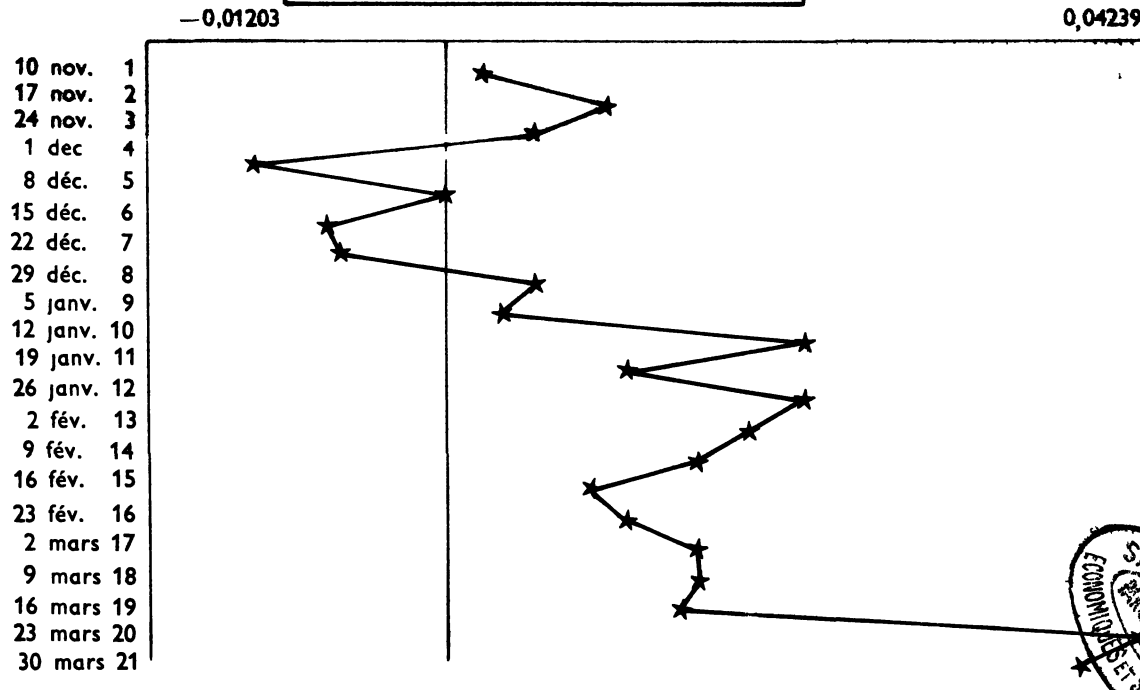
Courbe IPA



Bénéfices 72 > estimations courbe UTOT



Bénefices 72 < 71 courbe UTOT



SERVICE DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET STATISTIQUES