

## CHAPITRE 31 : ANALYSE DU COMPTE DE RÉSULTAT

Dans notre discussion de la théorie d'investissement en actions, nous avons constaté le glissement progressif de l'intérêt des investisseurs de la valeur comptable à la capacité bénéficiaire capitalisée. Bien qu'il y ait des raisons valides et attrayantes à ce développement, il cependant retiré les fondations qui étayait, ou qui semblaient étayer, l'analyse financière et l'a soumise à de nombreux nouveaux dangers. Quand un investisseur adoptait la même attitude dans la valorisation des actions ordinaires que pour la valorisation de sa propre entreprise, il utilisait des concepts familiers en relation avec sa propre expérience et son jugement. Avec assez d'informations, il ne risquait pas d'errer trop loin, sauf peut-être sur le sujet de la capacité bénéficiaire. Les relations entre bilan et compte de résultat lui permettaient de vérifier la valeur intrinsèque, qui correspondait aux formules utilisées par les banques ou les agences de crédit pour évaluer l'éligibilité d'une entreprise au crédit.

**Désavantages d'une trop grande importance accordée à la capacité bénéficiaire.** Maintenant que la valeur des actions ordinaires ne dépend exclusivement plus que des bénéfices, un gouffre s'est creusé entre le monde des affaires et celui de l'investissement. Quand l'homme d'affaires prépare son analyse et regarde le rapport d'une grande société, il entre dans un monde de valeurs complètement différent. Car il n'évalue certainement pas sa propre entreprise sur la seule base des récents résultats opérationnels sans référence aux ressources financières. Quand, dans sa capacité d'investisseur ou de spéculateur, l'homme d'affaires choisit de ne payer aucune attention au bilan, il se place de manière désavantageuse de plusieurs façons : tout d'abord, il accepte un monde et un ensemble de concepts nouveaux qui lui sont complètement étrangers. Ensuite, au lieu d'avoir un double test de valorisation, il ne se base que sur un critère, ce qui rend son analyse moins fiable. Troisièmement, ces comptes de résultats sur lesquels il se base pour son analyse sont sujets à des changements plus rapides et radicaux que ceux les bilans. Par conséquent, un degré d'instabilité est introduit dans son concept de valeur des actions. Enfin, le compte de résultat est plus sujet à erreurs et à manipulations que ne l'est le bilan quand celui-ci est entre les mains d'un investisseur expérimenté.

**Avertissement contre l'analyse des résultats seuls.** En approchant l'analyse du compte de résultats, nous devons donc lancer un avertissement contre les dangers

de se préoccuper uniquement du compte de résultat lorsque nous traitons d'investissement. Avec en tête la reconnaissance de l'importance relativement limitée des actifs dans le processus de valorisation, nous devons néanmoins réaffirmer que l'analyse des ressources d'une entreprise nécessite une attention particulière. Cela est particulièrement vrai, comme nous le verrons plus tard, car la signification du compte de résultat ne peut être appréhendée sans référence au bilan en début et en fin de période.

**Version simplifiée de la méthode de Wall Street de valorisation des actions.** En abordant le sujet d'un autre angle, nous pouvons dire que la méthode de valorisation de Wall Street est résumée dans cette formule :

1. Trouver ce que l'action engrange comme profits. (Cela signifie d'habitude le dernier bénéfice net par action.)

2. Multiplier ce bénéfice par action par un « coefficient de qualité » qui reflètera :

a. La date de détachement du dividende et son taux

b. La qualité de l'entreprise : taille, réputation, position financière et perspectives

c. Le type d'entreprise (par exemple, un fabricant de cigarettes se vendra plus cher qu'un fabricant de cigares)

d. L'état d'esprit du marché. (En temps d'euphorie, les multiples sont plus importants que ceux utilisés en temps de dépression)

Les éléments précédents peuvent être résumés par la formule suivante :

$$\text{Prix} = \text{bénéfice net par action actuel} \times \text{coefficient de qualité}$$

L'utilisation généralisée de cette formule a abouti au fait que le « bénéfice par action » a atteint un degré de prépondérance disproportionné, si bien que le résultat *équivalait à tous les autres facteurs pris ensemble*. Cela est évident lorsque l'on considère que le « coefficient de qualité » lui-même est largement dépendant de l'évolution de la capacité bénéficiaire, qui est également déterminée à partir du compte de résultat.

**Les bénéfices non seulement fluctuent mais sont en plus arbitraires dans leur détermination.** Mais ces bénéfices par action, sur lesquels l'édifice de la valorisation est entièrement fondé, sont non seulement changeants, mais en plus, sont potentiellement sujets à d'extraordinaires manipulations. À ce point de la

discussion, il nous apparaît nécessaire d'aborder les méthodes, légitimes ou non, de manipulation des bénéfices *utilisées par ceux qui contrôlent la société* :

1. En allouant des éléments au surplus plutôt qu'au résultat, ou vice-versa.
2. En sous- ou surestimant des charges d'amortissement
3. En faisant varier la structure du capital de l'entreprise, soit la répartition entre dette et les actions. (De tels mouvements sont décidés par le management et ratifiés par les actionnaires)
4. En utilisant de larges sommes de capitaux non dédiées à la conduite des affaires.

**Conséquences de ces manipulations pour l'analyste.** Ces subtilités de comptabilité et de finance d'entreprise fournissent sans nul doute un vaste domaine d'investigation et de réflexion pour l'analyste. Il y a de nombreuses opportunités pour un détective de faire des comparaisons critiques afin de découvrir des situations où les bénéfices par action réels sont différents de ceux annoncés.

Et ce travail est d'une importance primordiale. Dans de nombreux cas, cela mènera à une conclusion définitive quant au prix proposé par le marché par rapport à la valeur intrinsèque. Mais il est nécessaire d'avertir l'analyste contre un excès de certitude dans les applications pratiques de ses trouvailles. Il est toujours bon de connaître la vérité, mais il peut parfois être sage de ne pas agir, surtout à Wall Street. Et il est impératif de se souvenir que la vérité que découvre l'analyste n'est ni complète, ni immuable. Les résultats de son étude ne sont qu'une version un peu plus correcte du passé. Ses informations peuvent être dépassées au moment où il les obtient, ou au moment où le marché est prêt à réagir.

Tout en gardant ces dangers en tête, il va s'en dire néanmoins que l'analyste doit se consacrer à une étude détaillée des éléments du compte de résultat. Pour clarifier notre propos, nous allons diviser notre exposé en trois parties :

1. L'aspect comptable.

Question principale : Quel est le vrai résultat net pour la période étudiée ?

2. L'aspect des affaires.

Question principale : Quelles indications ces résultats nous fournissent-ils quant à la future capacité bénéficiaire de l'entreprise ?

3. L'aspect investissement financier.

Question principale : Quels éléments du compte de résultats doivent être pris en compte, et quels standards doivent être suivis, pour arriver à une valorisation raisonnable des actions ?

## Critique et reformulation du compte de résultat

---

Si un compte de résultat se veut le plus informatif possible, il doit au moins présenter une image juste et non distordue du résultat opérationnel de l'année en cours. Les manipulations directes et grossières des données des entreprises cotées sont rares. Les fraudes d'*Ivar Kreuger*, révélées en 1932, appartiennent à cette catégorie, mais elles étaient assez uniques par leur effronterie et par leur ampleur. Les comptes des entreprises sont audités par des comptables certifiés, et leurs rapports sont suffisamment fiables, c'est-à-dire dans les limites de la précision de la comptabilité. Mais du point de vue de l'analyse des actions ordinaires ces comptes audités peuvent nécessiter une réinterprétation et des ajustements, surtout eu égard à trois éléments importants :

1. Les profits et les pertes non récurrentes
2. Les opérations des filiales et branches
3. Les réserves

**Observations générales sur le compte de résultat.** Les procédures comptables laissent une grande liberté au management pour traiter les éléments exceptionnels. Il est standard et approprié que les transactions des années précédentes soient exclues des comptes actuels et entrées comme des charges ou des crédits sur le compte de surplus. Il y a aussi de nombreuses entrées qui pourraient être considérées comme faisant partie de l'année en cours mais qui sont de nature exceptionnelle et non récurrente. Les règles de la comptabilité permettent au management de décider quelles opérations montrer dans le compte de résultat ou dans les ajustements du surplus. Voici un certains nombres d'exemples d'entrées de ce type :

1. Profit ou charge de la vente d'un actif tangible
2. Profit ou charge de la vente de titres financiers
3. Discount ou premium réalisé sur le retrait d'obligations
4. Gains sur les assurances-vie
5. Remboursements d'impôts et d'intérêts
6. Profit ou charge suite à un litige
7. Dépréciation extraordinaire des stocks
8. Dépréciation extraordinaire des créances clients
9. Coût de maintenance des propriétés non opérationnelles

Les pratiques des entreprises quant au traitement des opérations citées ci-dessus varient grandement d'une entreprise à une autre. Le management pourra décider d'inclure ou d'exclure chaque item de son compte de résultat. Quant à savoir quelle

est la meilleure procédure comptable à adopter, c'est une question difficile à résoudre, mais, en ce qui concerne l'analyste, son but est de séparer ces entrées *pour ne garder que le résultat ordinaire de l'année*. Car ce que l'investisseur veut réellement apprendre du rapport annuel c'est la capacité bénéficiaire usuelle de l'entreprise sous certaines conditions, c.-à-d., ce que l'entreprise peut gagner si les conditions similaires persistent en l'état. (Par contre, comme nous l'indiquerons plus tard, tous ces éléments extraordinaires entrent dans le calcul de la capacité bénéficiaire *sur une longue période* dans le passé.)

L'analyste doit aussi essayer d'ajuster les résultats de telle manière qu'ils reflètent aussi précisément que possible les intérêts de l'entreprise dans ses filiales. Dans la plupart des cas, les rapports consolidés sont déjà faits, et les ajustements ne sont pas nécessaires. Mais dans de nombreux cas, les rapports sont incomplets ou trompeurs car : (1) ils n'incluent pas les profits ou les pertes de filiales importantes ou (2) ils incluent comme dividende des gains substantiellement différents des résultats réels de l'entreprise contrôlée.

Le troisième aspect du compte de résultat auquel l'analyste doit faire attention est le sujet des réserves pour dépréciation et autres amortissements, ainsi que des réserves pour futures pertes et autres contingences. Ces réserves sont soumises pour une bonne partie au bon vouloir du management. Par conséquent, elles peuvent être sous ou surévaluées, auquel cas le résultat rapporté sera faussé. Quant aux charges d'amortissement, un autre élément plus subtil peut parfois se révéler d'une importance primordiale ; c'est le fait que les déductions sur le résultat, comme calculées par le management sur la base du coût au bilan de l'actif tangible, peuvent ne pas refléter convenablement l'amortissement que l'investisseur individuel devrait charger sur son propre engagement dans l'entreprise.

### **Éléments non récurrents : profits ou charges liés à la vente d'actifs tangibles.**

Nous allons continuer avec une étude plus approfondie de ces trois types d'ajustements du compte de résultat, en commençant avec les éléments non récurrents. Les profits et charges de cession d'actifs tangibles appartiennent clairement à cette catégorie, et ils doivent être exclus du résultat de l'année en cours afin d'avoir une idée de la « capacité bénéficiaire réelle » basée sur une conduite des affaires normale. La pratique comptable officielle recommande que la vente d'actifs soit uniquement créditée au compte de surplus. Dans de nombreux cas toutefois, de tels profits sont rapportés par l'entreprise comme une partie de leur résultat net, créant ainsi une image faussée de la rentabilité pour la période.

Exemples : Un exemple criant de cette pratique est présenté dans le rapport de la *Manhattan Electrical Supply Company* en 1926. Le compte de résultat affichait un résultat de 882 000 \$, ou 10,25 \$ par action, ce qui était considéré comme une

très bonne performance. Mais une étude approfondie révélait que de ces 882 000 \$, pas moins de 586 700 \$ avait été réalisés par la vente de l'unité de fabrication de batteries. Par conséquent, le résultat réel des opérations ordinaires n'était que de 295 300 \$, soit 3,40 \$ par action. L'inclusion de ce revenu extraordinaire était particulièrement douteuse car la même année, l'entreprise avait chargé 544 000 \$ sur son compte de surplus pour charges extraordinaires. De toute évidence, les pertes spéciales devaient être enregistrées aux côtés des gains tout aussi spéciaux, et ces éléments auraient dû être groupés ensemble. Le fait d'inclure l'un dans le compte de résultat et l'autre dans celui des surplus prête à confusion. Encore plus malhonnête est l'absence de toute référence claire à la vente de l'unité de fabrication que ce soit dans le compte de résultat ou dans les notes qui accompagnent le rapport annuel.

En 1931, *United States Steel Corporation* a rapporté un « résultat exceptionnel » de 19 300 000 \$, en grande partie résultant « d'un profit sur vente d'une propriété », incluant des parts dans des holdings à Gary, Indiana. Cet élément était inclus dans les profits de l'année, aboutissant à un résultat net de 13 000 000 \$. Mais puisque ce crédit était sans nul doute d'une nature exceptionnelle, l'analyste se devait de l'éliminer du compte de résultat pour apprécier le résultat opérationnel de l'entreprise menant ainsi à une perte de 6 300 000 \$ pour l'année 1931, avant paiement des dividendes préférentiels. Les méthodes comptables d'*United States Steel* en 1931 sont différentes des années précédentes, comme en témoignent les larges sommes reçues sous forme de remboursements d'impôt sur le revenu les trois années précédentes. Ces sommes étaient portées non pas au compte de résultat, mais étaient directement créditées au surplus.

**Profits issus de la vente d'actifs financiers.** Les profits réalisés par l'entreprise au cours de la vente d'actifs financiers sont également à caractère exceptionnel et doivent être séparés du résultat opérationnel ordinaire.

*Exemples :* Le rapport de 1928 de la *National Transit Company*, une ancienne filiale de la *Standard Oil*, illustre l'effet déformant de l'inclusion de la vente de ces actifs dans le compte de résultat. La méthode de présentation des faits aux actionnaires est aussi sérieusement critiquable. Les résultats consolidés de 1927 et 1928 étaient rapportés de la façon suivante :

Item	1927	1928
Revenus opérationnels	3 432 000 \$	3 419 000 \$
Dividendes, intérêts, et autres	463 000 \$	370 000 \$
Revenus	3 895 000 \$	3 789 000 \$
Dépense opérationnelles, incluant dépréciations et profits (pertes) sur ventes d'actifs (en 1928 inclus la vente d'actifs financiers)	3 254 000 \$	2 599 000 \$
Résultat net	631 000 \$	1 190 000 \$
Par action	1,24 \$	2,34 \$

L'amélioration du résultat par action paraît impressionnante. Mais une étude des comptes en détail de la maison-mère seule, tels que soumis à l'*Interstate Commerce Commission*, aurait révélé que 560 000 \$ du compte de résultat de 1928 étaient dus aux profits réalisés sur la vente d'actifs financiers. Cela correspond pratiquement exactement à l'augmentation du résultat par rapport à l'année précédente. En considérant d'un côté des taxes et autres charges sur ce profit exceptionnel, et de l'autre, la vente des actifs financiers en eux-mêmes, il apparaît clairement que l'amélioration de 1928 était due à des éléments non opérationnels. De tels gains devraient bien entendu ne pas être pris en compte dans le calcul de la capacité bénéficiaire. La présentation adoptée par la *National Transit*, par laquelle on réduit les dépenses opérationnelles, est bizarre, c'est le moins que l'on puisse dire.

La vente par la *New York, Chicago and St Louis Railroad Company* par une filiale de ses parts dans *Pere Marquette*, a donné naissance à une manipulation comptable encore plus extraordinaire. Nous devons décrire ces transactions en relation avec le traitement des éléments de filiales non consolidées. En 1931, *F.W. Woolworth* a inclus dans son compte de résultat un profit de près de 10 000 000 \$ sur la vente d'une partie de ses intérêts dans sa filiale anglaise. L'effet de cette inclusion a été de rendre le résultat net par action apparemment plus important que durant les années suivantes, alors qu'en fait il déclinait. Il est quelque part surprenant de noter que la même année, l'entreprise a chargé contre son *surplus* une taxe additionnelle de 2 000 000 \$ qui semblait relative au *profit* réalisé.

La baisse de valeur de titres financiers devrait être considérée comme un élément non récurrent au même titre qu'une perte résultant de la vente de tels titres. Il en va de même pour les pertes dues aux variations de taux de change. Dans la plupart des cas, les entreprises, lorsqu'elles chargent ces pertes, le font sur le

compte des surplus. Le rapport de *General Motors* de 1931 incluait ces ajustements, pour une somme de 20 575 000 \$ comme déductions des revenus, mais mentionnait bien qu'il s'agissait de « pertes extraordinaires non récurrentes. »

*Méthodes utilisées par les sociétés d'investissement pour le rapport de vente de titres financiers.* Les états financiers des sociétés d'investissement soulèvent des questions spécifiques quant au traitement des pertes et profits réalisés lors de la cession de titres et lors de changements de valorisation des titres. Avant 1930, la plupart de ces entreprises rapportait la vente de titres financiers comme faisant partie de leurs revenus ordinaires, mais elles rapportaient l'appréciation des titres *non vendus* sous la forme d'un mémorandum ou de note en pied de page du bilan. Mais, après que de grosses pertes aient été essuyées en 1930, elles étaient enregistrées non plus dans le compte de résultat mais dans les charges sur le capital, les surplus, ou les réserves. La dépréciation *non réalisée* était toujours enregistrée par la plupart des sociétés sous la forme d'un commentaire du bilan, qui lui continuait de porter ces titres à leur valeur d'acquisition. Une minorité de sociétés d'investissement ont réduit la valeur de leur portefeuille sous la forme de charges sur le capital et les surplus.

Il peut-être logiquement soutenu que, puisque le commerce de titres financiers fait partie intégrante des activités de ces sociétés, les résultats de la cession, et même, les changements de valorisation du portefeuille, devraient être considérés comme des éléments ordinaires, plutôt que des éléments non récurrents, dans le rapport de l'année. Il est certain qu'une étude confinée aux intérêts et aux dividendes reçus moins les dépenses, se révélera être de faible valeur pour l'investisseur. Si n'importe quel résultat utile peut être attendu d'une analyse des états d'une société d'investissement, une telle analyse doit obligatoirement se baser sur 3 éléments : les revenus des investissements, les gains et pertes sur ventes des titres financiers, et les changements de la valeur marchande des titres. Il est également évident que le gain ou la perte ainsi calculé dans n'importe quelle année n'est en aucune façon une indication de la *capacité bénéficiaire* dans le sens récurrent du terme. La moyenne sur plusieurs années ne saurait non plus représenter un guide fiable pour le futur à moins que les résultats ne soient d'abord comparés à une mesure adéquate de performance de marché. Si l'on considère qu'un fonds a eu une meilleure performance que la moyenne adaptée, c'est une indication *prima facie* d'un management capable. Mais même dans ce cas, il serait difficile de distinguer avec certitude la chance d'aptitudes particulières.

L'essentiel de la critique porte sur deux axes : (1) les changements de valeur de ses actifs sont la seule mesure disponible de la performance d'une société d'investissement mais (2) cette mesure ne saurait représenter un index de



« capacité bénéficiaire normal » au même titre que le résultat d'une entreprise industrielle bien établie.

*Problème similaire pour les banques et les assurances.* Nous rencontrons un problème similaire dans l'analyse des résultats des banques et des compagnies d'assurance. L'intérêt du public pour les titres de compagnies d'assurance est surtout concentré sur les assurances incendie. Ces entreprises sont une sorte de combinaison d'une compagnie d'assurance et d'une société d'investissement. Elles ont à leur disposition leurs capitaux et les premiums payés en avance, qui sont disponibles en vue d'investissements. En général, seule une petite partie de ces fonds est réglementée dans le cadre d'investissements et les fonds disponibles peuvent être utilisés de la même manière que n'importe quelle ressource d'une société d'investissement. L'assurance en elle-même a rarement été une activité hautement profitable. Fréquemment, cette division présente des pertes qui sont compensées par le paiement d'intérêts et de dividendes. Les pertes et profits des activités d'investissement, gains et pertes sur les valeurs des investissements inclus, exercent une importante influence sur l'attitude du public vis-à-vis des compagnies d'assurance incendie. Le même phénomène est vrai pour les actions des banques, certes dans une moindre mesure. L'immense spéculation sur ces actions dans les années 20 était stimulée en grande partie par la participation des banques, directement ou par le biais de filiales, dans les fabuleux profits réalisés sur les marchés financiers.

Depuis 1933, les banques sont obligées de se séparer de leurs filiales, et leurs opérations sur titres financiers, autres que les obligations d'état, sont plus strictement réglementées. Mais, si l'on considère leurs larges investissements en obligations, force est de constater que des changements substantiels de prix de ces titres vont exercer tout de même une grande influence sur leur résultat.

Le fait est que les opérations des institutions financières comme les sociétés d'investissement, les banques ou les compagnies d'assurance, doivent nécessairement refléter les changements de prix des titres financiers et par là même, les rendent dangereuses pour un investissement grand public. Car pour ces entreprises, une hausse des prix des titres détenus est une partie non négligeable des profits réalisés, il y a une tendance naturelle de considérer les gains réalisés dans les périodes fastes comme étant un indicateur de la « capacité bénéficiaire ». Cela aboutit naturellement à une survalorisation absurde des titres, qui sera suivie d'un effondrement et d'une tout aussi excessive correction. De telles fluctuations violentes sont en particulier dangereuses dans le cas des institutions financières car cela affecte la confiance du public. Il est vrai que la spéculation rampante (appelée « investissement ») sur les actions des banques et des compagnies d'assurance mène à la création d'entreprises douteuses, à l'expansion irraisonnée des opérations

existantes et à un relâchement général des standards établis de prudence et même de probité.

L'analyste financier, en abandonnant sa fonction de conseiller en investissement, devrait faire son possible pour décourager le public d'investir dans les banques et les compagnies d'assurance. Avant le boom des années 20, de telles actions n'étaient détenues que par ceux qui possédaient une grande expérience financière et un jugement mature. Ces qualités sont nécessaires pour éviter le danger de surévaluer des actions à cause d'une trop grande dépendance de l'analyse sur les profits réalisés.

Là se trouve la difficulté paradoxale du mouvement des sociétés d'investissement. Avec une technique de management appropriée, ces organisations peuvent d'avérer un véhicule logique pour le placement de fonds des petits investisseurs. Mais lorsqu'il est considéré comme un titre échangeable en lui-même, l'action de la société d'investissement peut se révéler être un instrument volatil dans les mains de petits investisseurs. Apparemment ce facteur quelque peu ennuyeux ne peut être contenu que par l'éducation ou par l'avertissement du public quant à l'interprétation des résultats des sociétés d'investissement. Les perspectives de succès de ces opérations ne sont pas très brillantes.

**Profits réalisés lors du rachat des titres senior à un prix inférieur à leur valeur faciale.** Parfois, un profit substantiel est réalisé par les entreprises en rachetant leurs titres senior à une valeur inférieure au par. L'inclusion de ces gains dans le compte de résultat est sans aucun doute une pratique douteuse, d'abord, car ces profits ne sont pas de nature récurrente, ensuite car ils sont au mieux des profits de nature questionnable dans la mesure où ils sont réalisés aux dépens même d'investisseurs de la société.

Exemple : Un exemple de cette pratique comptable nous est fourni en 1915 par l'*Utah Securities Corporation*, une holding contrôlant l'*Utah Power and Light Company*. Le compte de résultat suivant illustre ce point :

Résultats de l'Utah Securities Corporation, incluant les surplus de la filiale ....	771 000 \$
Charges et taxes.....	30 288 \$
Résultat net.....	741 011 \$
Profit sur le rachat des obligations à 6%.....	1 309 657 \$
Résultat net provenant de toutes les sources.....	2 050 668 \$
Intérêts sur les obligations à 6%.....	1 063 009 \$
Résultat net total.....	987 659 \$

Le compte de résultat précédent montre que les principaux profits réalisés par l'*Utah Securities* provenaient du rachat de ses propres obligations à un prix en-dessous de sa valeur faciale. Sans cet élément extraordinaire, l'entreprise n'aurait pas pu honorer ses engagements et couvrir les intérêts de la dette.

Le rachat massif de titres senior en dessous du par était une des caractéristiques des années 1931-1933. Cela était rendu possible par le déséquilibre qui existait entre d'importantes disponibilités en liquide et la faiblesse des résultats ; cette seconde entraînant une dépression des prix des titres seniors et le premier laissant la possibilité aux entreprises de racheter ces titres de manière massive. Cette pratique était surtout évidente chez les sociétés d'investissement.

*Exemples* : L'*International Securities Corporation of America*, pour prendre un exemple édifiant, a racheté pendant l'année fiscale se terminant le 30 novembre 1932, pas moins de 12 684 000 \$ de ses obligations à 5%, représentant la moitié de l'émission. Le prix moyen payé était de 55, et l'opération a rapporté un profit d'environ 6 000 000 \$, qui a permis de neutraliser la perte de valeur du portefeuille.

Dans le domaine industriel, le rapport de l'*Armour and Company* se démarque en 1932. Il montrait un résultat net de 1 633 000 \$ mais seulement après avoir inclus un profit de 5 520 000 \$ sur des obligations rachetées au rabais. De la même manière, plus de la totalité des gains de 1933 de la *Goodrich Rubber*, d'*United Drug*, de *Bush Terminal Building Company* et bien d'autres étaient dus à cette source non récurrente de revenus. Le rapport du premier semestre 1938 de la *United Cigar-Whelan Stores* présentait un cas similaire. (Observons tout de même que certaines entreprises comme la *Gulf States Steel Corporation* en 1933, ont suivi de meilleurs principes comptables et crédité directement ces profits sur le surplus.)

À l'inverse, quand des titres seniors sont retirés du marché à une valeur supérieure au par, ces premiums sont systématiquement chargés directement sur le compte de surplus et non pas sur le compte de résultat.

*Exemples* : Comme illustration de cette pratique, nous pouvons citer la charge de 40 600 000 \$ sur le surplus passée par la *United States Steel Corporation* en 1929 en relation avec le rachat de 307 000 000 \$ d'obligations de ses filiales à un prix de 110 ; ou encore la charge de 9 600 000 \$ passée par la *Goodyear Tire and Rubber Company* passée en 1927, elle aussi directement sur le compte de surplus pour le rachat avec premium de ses actions préférentielles, et leur remplacement par des titres de moindre coupon et dividende. Du point de vue de l'analyste, les profits comme les pertes réalisés au cours de ces opérations relatives au rachat de ses titres seniors doivent être considérés comme non récurrents et exclus du résultat opérationnel lors de l'étude de la performance annuelle de l'entreprise.

*Un exemple complet.* L'*American Machine and Metals, Inc.* (successeur de la *Manhattan Electrical Supply Company* mentionnée plus tôt dans ce chapitre), a inclus dans ses revenus de 1932 un profit réalisé sur le rachat de ses obligations en-dessous de leur valeur faciale. Les états financiers de 1931 et 1932 illustrent d'une façon on ne peut plus éclatante l'arbitraire qui règne en général au sein de la comptabilité d'entreprise, nous reproduisons ci-dessous le compte de résultat complet ainsi que tous les ajustements réalisés au cours de cette période sur le capital et les surplus.

Nous trouvons encore en 1932, tout comme en 1926, la pratique hautement critiquable d'inclure des profits extraordinaires dans les revenus, alors que la société charge ses pertes directement au surplus. Cela ne fait pas grande différence que l'année d'après, la nature des profits non récurrents, des gains par le rachat d'obligation à un prix inférieur au par, soient déclarés dans le rapport. Les actionnaires et les potentiels acheteurs ne font attention pour la plupart qu'au résultat net par action, tel que présenté par l'entreprise ; ils n'ont que peu de chances de chercher comment ce résultat a été déterminé. La signification complète des charges portées au surplus en 1932 sera éclairée plus tard dans les chapitres adaptés.

*Rapport de l'American Machine and Metals pour 1931 et 1932*

<b>Élément</b>	<b>1932</b>	<b>1931</b>
Compte de résultat :		
Net avant dépréciation et intérêts	(136 885) \$	101 534 \$
Plus profit sur obligations rachetées	174 278	270 701
Profits, incluant le rachat d'obligations	37 393	372 236
Dépréciation	87 918	184 562
Intérêts de la dette	119 273	140 658
Résultat net final	(169 798)	47 015
Charges sur le capital et les surplus		
Dépenses de déplacement et développement de la mine	111 014	
Provisions :		
Intérêts et dette douteuse	600 000	
Stock	385 000	
Investissements	54 999	
Liquidation de filiales	39 298	
Déplétion des réserves de minerais	28 406	32 515
Dépréciation d'actifs tangibles	557 578	
Réduction des réserves et des droits sur minerais	681 742	
Avoirs sur impôts	7 198	12 269
Total des charges non rapportées dans le compte de résultat	2 450 839 \$	20 246 \$
Résultat montré dans le compte de résultat	169 798	47 015
Reçu de la vente d'actions supplémentaires	44 000	
Changement en capital et surplus	(2 576 637) \$	26 769 \$

**Autres éléments non récurrents.** Le dernier groupe de profits non récurrents n'est pas assez important pour mériter une discussion détaillée. Dans la plupart des cas où ils exercent une influence mineure, ils apparaissent dans le compte de résultat ou sont crédités au surplus où ils devraient être.

*Exemples :* *Gimbel Brothers* a inclus la somme de 167 660 \$ issue de la vente de polices d'assurance-vie dans son compte de résultat en 1938 sous le compte d' « éléments non marchands ». À l'inverse, La *United Merchants and Manufacturers*, qui a reçu un paiement similaire de 1 579 000 \$ en 1938, a crédité cette somme directement au surplus, même si la société essayait de lourdes pertes cette année-là.

*Bendix Aviation Corporation* a rapporté comme revenu pour l'année 1929 la somme de 901 282 \$ reçue pour le règlement d'une dispute sur des brevets et, de nouveau en 1931, la somme de 242 656 \$ payée comme royalties collectées suite à des règlements de litiges. En 1932, les revenus de la *Gulf Oil Corporation* incluaient la somme de 5 512 000 \$ représentant la valeur de pétrole en litige. Par le biais de cette manipulation l'entreprise a pu transformer une perte de 2 768 000 \$ en un profit de 2 743 000 \$. Bien que les crédits d'impôts soient normalement portés directement au surplus, les intérêts accumulés apparaissent parfois dans le compte de résultat, comme les 2 000 000 \$ rapportés par *E.I. du Pont de Nemours and Company* en 1926, et une somme non mentionnée, mais apparemment beaucoup plus conséquente, dans le revenu de la *United States Steel* en 1930.