

CHAPITRE 33 : ARTIFICES TROMPEURS DANS LE COMPTE DE RÉSULTAT. RÉSULTAT DES FILIALES

Exemple flagrant de compte de résultat gonflé. Dans de rares occasions, le management essaye de gonfler le résultat de l'entreprise en incluant des éléments qui n'ont pas de réelle existence. Peut-être que le cas le plus flagrant de ce type de manipulation est celui de la *Park and Tilford, Inc.* en 1929-1930, une entreprise dont les actions cotaient sur le *New York Stock Exchange*. Pour ces années, la société rapporta le résultat net suivant :

1929 --- 1 001 130 \$ = 4,72 \$ par action

1930 --- 124 563 = 0,57 \$ par action

Un examen du bilan révélait que durant ces deux années, la survaleur et les marques avaient été revalorisées successivement de 1 000 000 \$ à 1 600 000 \$ puis finalement à 2 000 000 \$, et ces augmentations furent déduites des charges de cette période. Le caractère extraordinaire des méthodes comptables employées sont apparentes dans l'étude du bilan à trois dates différentes, comme montré [à la page 428](#).

Ces chiffres montrent une réduction de 1 600 000 \$ des actifs courants nets en 15 mois, ou 1 000 000 \$ de plus que le dividende payé. Cette réduction était camouflée par une revalorisation de 1 000 000 \$ de la survaleur et des marques. Aucun rapport financier ne faisait état de ces transactions étonnantes aux actionnaires ou au *New York Stock Exchange*. En réponse à une requête de complément d'information toutefois, l'entreprise déclara que ces additions relatives à la survaleur et aux marques représentaient des charges pour publicité et autres efforts de vente pour développer les affaires de *Tintex Company, Inc.*, une filiale.

Bilan	30 Sept. 1929	31 Déc. 1929	31 Déc. 1930
Actif			
Actifs tangibles	1 250 000 \$	1 250 000 \$	1 250 000 \$
Charges différées	182 000	163 000	32 000
Survaleur et marques	1 000 000	1 600 000	2 000 000
Actifs courants nets	4 797 000	4 080 000	3 154 000
Passif			
Obligations et emprunts	2 195 000	2 195 000	2 095 000
Capital et surplus	4 984 000	4 898 000	4 341 000
Total de l'actif et du passif	7 179 000	7 093 000	6 436 000

Résultats ajustés	9 premiers mois de 1929	3 derniers mois 1929	Année 1929	Année 1930
Résultat tel que rapporté.....	929 000 \$	72 000 \$	1 001 000 \$	125 000 \$
Dividendes payés.....	463 000	159 000	621 000	453 000
Charges sur surplus.....				229 000
Ajouté au capital et surplus.....	466 000	(86 000)	380 000	(557 000)
Résultat corrigé.....	929 000	(528 000)	401 000	(504 000)

L'allocation des dépenses courantes de publicité au compte de survaleur est inadmissible quels que soient les canons de la comptabilité utilisés. Le faire sans en faire mention aux actionnaires est d'autant plus coupable. De plus, il est difficile de croire que cette somme de 600 000 \$ ait pu être utilisée par *Park and Tilford* en trois mois, entre le 30 septembre et le 31 décembre 1929. Les entrées apparaissaient donc comme créditant de nouveau au *résultat courant* des dépenses enregistrées à des *périodes antérieures*, et qu'en conséquence, le résultat tel que présenté était fortement distordu. Il va s'en dire qu'aucune certification par un expert-comptable ne venait accompagner les états financiers de cette entreprise.

Vérification du bilan et des impôts sur le revenu sur le compte de résultat. Le cas *Park and Tilford* illustre la nécessité de lier l'analyse du compte de résultat à un examen minutieux du bilan apparenté. Ce point ne saurait être suffisamment souligné, surtout à la lumière de l'acceptation naïve des résultats nets et des bénéfices par action par Wall Street. Notre exemple suggère une vérification plus poussée de la fiabilité des états financiers publiés, ici la somme des taxes fédérales à payer. Le profit taxable peut être calculé assez facilement à partir de la somme des taxes à payer, et ce profit à son tour comparé au résultat présenté aux actionnaires. Les deux chiffres ne sont pas forcément identiques, car les complications du droit fiscal peuvent mener à un certain nombre de divergences. Nous ne suggérons pas que les montants doivent être absolument réconciliés, ils doivent juste être comparés afin de détecter des différences importantes qui pourraient nécessiter des investigations plus poussées.

Les chiffres de *Park and Tilford* analysés de ce point de vue nous fournissent les résultats suggestifs suivants, tels que montrés sur la [page 430](#).

Période	Taxes fédérales à payer	Taux d'imposition	Résultat net avant taxes fédérales	
			A. Tel qu'indiqué pour les taxes à payer	B. Tel que rapporté aux actionnaires
5 mois jusqu'à Décembre 1925	36 881 \$	13	283 000 \$	297 000 \$
1926	66 624	13,5	493 000	533 000
1927	51 319	13,5	380 000	792 000
1928	79 852	12	665 000	1 315 000
1929	81 623	11	744 000	1 076 000

La correspondance presque exacte des taxes à payer durant les premières années ne fait que renforcer le contraste avec la situation en fin d'année. Ces chiffres sont éloquentes et ils éveillent la suspicion quant à la véracité des chiffres présentés aux actionnaires entre 1927 et 1929, période durant laquelle de nombreuses manipulations ont visiblement été mis en œuvre.

Cet exemple, ainsi que d'autres discutés dans cet ouvrage nous indiquent la nécessité d'audits indépendants des états financiers des entreprises par des experts comptables certifiés. Nous suggérons également la réconciliation détaillée des bénéfices publiés avec les profits sur lesquels les impôts sont payés. De notre point de vue, une bonne partie des informations relatives à des sujets mineurs qui apparaissent dans les documents d'enregistrement et dans les prospectus ne sont pas nécessaires ; mais, si à la place, la S.E.C. pouvait requérir de telles réconciliations, la cause de l'analyse financière y gagnerait beaucoup.

Un autre cas extraordinaire de manipulation comptable. Une anomalie comptable tout aussi extraordinaire que celle de *Park and Tilford*, tout en exerçant une influence moins importante sur les profits rapportés, nous est fournie par *United Cigar Stores Company of America* entre 1924 et 1927. La « théorie » derrière les entrées comptables de l'entreprise étaient expliquées pour la première fois en mai 1927, dans une demande de listing qui comportait le paragraphe suivant :

L'entreprise possède plusieurs centaines de baux à long terme dans des immeubles d'affaires des plus grandes villes des États-Unis qui, jusqu'en 1924, ne figuraient pas sur les comptes. En conséquence, ils furent évalués à ce moment par l'entreprise et *Messrs. F. W. Lafrentz and Company*, expert-comptable de New York à plus de 20 000 000 \$.

Le conseil d'administration, à partir de ce moment, a autorisé tous les trois mois le détachement d'une partie de cette valorisation, et donc de la capitalisation, sous la forme d'un dividende payable en actions ordinaires au pair sur la base trimestrielle de 1,25% des actions qui ont cours.

Le surplus de capital créé de cette manière fut absorbé par l'émission d'actions ordinaires au pair pour un montant égal et, par conséquent, ne faisait plus parti du surplus de l'entreprise. Aucun dividende ne fut détaché à partir de ce surplus.

L'estimation de la valeur présente de ces baux, en utilisant la même méthode qu'en 1924, est plus de deux fois la valeur présentée dans les comptes de l'entreprise.

L'effet de l'inclusion de « l'appréciation des baux » dans le résultat est montré dans le tableau suivant :

Année	Résultat net tel que rapporté	Résultat par action (base de pair 25\$)	Fluctuation de l'action	Montant des baux inclus dans le résultat	Résultat hors montant des baux
1924	6 697 000 \$	4,69 \$	43-64	1 248 000	3,77\$
1925	8 813 000	5,95	60-116	1 295 000	5,05
1926	9 855 000	5,02	83-110	2 302 000	3,81
1927	9 952 000	4,68	81-110	2 437 000	3,43

Pour juger du bien-fondé de l'inclusion des baux dans le résultat de *United Cigar Stores*, nous devons garder à l'esprit un certain nombre de considérations :

1. Les baux sont par essence autant une dette qu'un actif. Ils représentent une obligation de payer un loyer pour l'occupation des locaux. Ironiquement, ces baux firent plonger la *United Cigar Stores* par la suite.
2. En considérant que les baux peuvent acquérir une valeur au capital pour leurs occupants, une telle valeur est hautement intangible, et il est contraire aux principes comptables de porter aux coûts d'acquisition de tels actifs intangibles.
3. Si la valeur d'un actif immobilisé est réévaluée, une telle augmentation doit être portée au surplus de capital. Même avec les plus grands efforts imaginatifs, cette réévaluation ne saurait être considérée comme un *revenu*.
4. Les 20 000 000 \$ d'appréciation des baux de la *United Cigar Stores* ont eu lieu avant Mai 1924, mais ils étaient traités comme *revenus durant les années postérieures* à cette date. Il n'y avait donc aucune connexion entre les 2 487 000 \$ d'appréciation inclus dans les profits de 1927 et les opérations et les développements de cette année.
5. Si les baux avaient réellement augmenté en valeur, les effets auraient dû être visibles dans les revenus de ses points de vente aux emplacements favorables. En tenant compte de ce point précis, toute autre reconnaissance de l'appréciation des baux équivaldrait à prendre en compte deux fois le même élément. En fait, en autorisant des extensions de l'entreprise financées par de nouveaux capitaux, les résultats par action de la *United Cigar Stores* n'ont montré aucune amélioration.
6. Quelle que soit la valeur donnée aux baux, celle-ci doit être amortie sur la durée de vie du bail. Si les investisseurs de la *United Cigar Stores* payaient un prix élevé pour les actions à cause de résultats gonflés par la revalorisation des baux, alors ils devaient déduire des résultats une

provision pour l'amortissement des ces baux. La *United Cigar Stores*, quant à elle, continuait d'amortir ses baux sur la base des coûts d'acquisition, ce qui apparemment représentait une valeur négligeable. La surprenante vérité, par conséquent, est que si cette appréciation des baux avait bien eu lieu, elle aurait dû *réduire* le résultat opérationnel par le biais d'une charge d'amortissement augmentée.

7. Le dopage du compte de résultat de la *United Cigar Stores* entre 1924 et 1927 était d'autant plus répréhensible que les faits n'étaient pas correctement rapportés aux actionnaires. La déclaration des faits fut effectuée auprès du *New York Stock Exchange* près de trois ans après que la pratique fut initiée. Cette déclaration aurait pu être encouragée par des considérations légales, dans la mesure où l'entreprise, à ce moment-là, émettait un nombre croissant d'actions préférentielles souscrites par de larges institutions financières. La réglementation d'inclure l'appréciation des baux dans les revenus fut arrêtée l'année suivante. Ces manoeuvres comptables de la *United Cigar Stores* peuvent être décrites par conséquent, comme l'inclusion *non expliquée* de l'appréciation imaginaire d'actifs intangibles dans le compte de résultat, l'actif étant en fait un passif, l'amélioration étant liée aux précédents exercices, et l'effet de cette appréciation, si elle a bien existé, était de réduire les revenus par le biais de charges d'amortissement. La vérification des taxes fédérales comme décrite dans l'exemple *Park and Tilford*, donne également d'intéressants résultats, comme le montre le tableau ci-dessous (page suivante).

Leçons morales à tirer des exemples précédents. Une morale extrêmement pragmatique peut être tirée de l'exemple de *United Cigar Stores*. Lorsqu'une entreprise applique des règles comptables douteuses, tous ses titres financiers doivent être évités par l'investisseur, quelque soient l'attrait et la sécurité apparente du titre. Cela est fort bien illustré par l'action préférentielle de la *United Cigar Stores*, qui, après avoir montré des résultats impressionnants, a frôlé la radiation. Les investisseurs confrontés à l'étrange comptabilité détaillée ci-dessus, ont peut-être conclu que le titre était parfaitement viable, car même après correction des résultats, la marge de sécurité était encore largement suffisante. Un tel raisonnement était faux. Vous ne pouvez faire en sorte de prendre en compte un management malhonnête dans vos déductions mathématiques ; la seule façon de gérer ce genre de situation est de les éviter.

Année	Réserve pour taxe fédérale	Résultat pré-taxe		
		A. Tel qu'indiqué pour les taxes	B. Tel que rapporté aux actionnaires	C. Tel que rapporté hors appréciation des baux
1924	700 000 \$	5 600 000 \$	7 397 000 \$	\$ 6 149 000
1925	825 000 \$	6 346 000	9 638 000	8 343 000
1926	900 000	6 667 000	10 755 000	8 415 000
1927	900 000	6 667 000	10 852 000	8 415 000
1928	700 000	5 833 000	9 053 000	9 053 000
1929	13 000	118 000	3 132 000	3 132 000
1930	Aucun	Aucun	1 552 000	1 552 000

Valeur fictive accordée aux dividendes reçus. Depuis 1922, la plupart des actions de la *United Cigar Stores* étaient détenues par la *Tobacco Products Corporation*, une entreprise contrôlée par les mêmes intérêts. C'était une entreprise importante, la valeur de ses actions était supérieure à 100 000 000 \$ en 1926 et 1927. Les pratiques comptables de la *Tobacco Products* introduisirent encore de nouvelles distorsion du compte de résultat, en plaçant une valeur fictive sur les dividendes reçus.

Pour l'année 1926, le compte de résultat était le suivant:

Résultat net.....	10 790 000 \$
Impôts sur le revenu.....	400 000 \$
Dividende sur l'action classe A.....	3 136 000 \$
Dividende restant pour les actions ordinaires.....	7 254 000 \$
Résultat par action.....	11 \$
Prix de l'action sur le marché.....	117 - 95 \$

Durant cette période, aucun détail sur les affaires de l'entreprise n'a été publié (le *New York Stock Exchange* ayant accepté, de façon relativement irresponsable, le listing des nouvelles actions sur des éléments extrêmement ténus). Les

informations disponibles étaient cependant suffisantes pour indiquer que le compte de résultat était composé de :

Loyer reçu pour le prêt d'actifs à l' <i>American Tobacco Co.</i>	2 500 000 \$
Dividendes en liquide sur actions de la <i>United Cigar Stores</i>	2 950 000 \$
Dividendes payés en action sur actions de la <i>United Cigar Stores</i> (valeur au pair 1 840 000 \$).....	5 340 000 \$
	10 790 000 \$

Il est à noter que la *Tobacco Products* a dû valoriser les actions reçues de la *United Cigar Stores* à trois fois le pair, c.-à-d., à trois fois la valeur chargée au surplus de la *United Cigar Stores*. Apparemment, la base de valorisation par la *Tobacco Products* était le prix du marché, prix facilement manipulable du fait de la petite taille du flottant.

Quand une holding prend en compte dans son compte de résultat les dividendes reçus en action à une valeur plus élevée que la valeur assignée par la filiale qui les a émis, nous avons alors affaire à une dangereuse forme de revenus pyramidaux. Le *New York Stock Exchange*, à partir de 1929, a mis en place des réglementations strictes pour interdire ce type de pratiques. Dans le cas de la *Tobacco Products*, le subterfuge était particulièrement contestable car le dividende même de l'organisme émetteur était contestable, en l'occurrence, l'appréciation des baux. Par l'exploitation sans scrupule des mécanismes de holding, ces profits imaginaires étaient multipliés par trois.

Sur une base consolidée, le rapport de la *Tobacco Products* en 1926 aurait ressemblé à cela:

Revenus des baux de la <i>American Tobacco</i>	2 100 000 \$
80% des profits sur les actions <i>Cigar Stores</i>	2 950 000 \$
	7 928 000 \$
Dividende sur les actions classe A.....	3 136 000 \$
Solde pour les actions ordinaires.....	4 792 000 \$
Bénéfice par action	7,27 \$

Les bénéfices tels que rapportés par la *Tobacco Products* de 11 \$ par action semblaient surévalués de 50%.

Nous pouvons affirmer, telle une maxime de Wall Street, que là où nous trouvons une manipulation des comptes, nous trouverons une manipulation des cours sous une forme ou autre. L'étude de ces pratiques frauduleuses aidera l'analyste, et peut-être même le public, à détecter de telles pratiques lorsque celles-ci sont perpétrées.

Filiales et rapport consolidés

Ce titre introduit le deuxième type d'ajustement des profits. Lorsqu'une entreprise contrôle une ou plusieurs importantes filiales, un compte de résultat consolidé est nécessaire pour donner une vraie image des opérations de l'année. Les chiffres montrant uniquement les résultats de la société-mère sont incomplets et peuvent mener à de fausses conclusions. Comme remarqué précédemment, ils pourraient sous-estimer les profits en ne montrant pas tous les profits réalisés par les filiales, ou ils pourraient surestimer les bénéfices en n'incluant pas toutes les pertes ou en incluant certains dividendes en excès du profit réalisé par la filiale.

Pratiques présentes et passées. Dans les premières années, la déclaration des résultats des filiales était une affaire de choix arbitraire du management, et dans de nombreux cas, d'importantes données étaient tenues secrètes. Durant un certain temps avant 1933, le *New York Stock Exchange* avait insisté pour que les nouveaux entrants sur l'index incluent les résultats des filiales dans leurs comptes consolidés ou les publie séparément. Mais, depuis le passage des réglementations de 1934, toutes les entreprises enregistrées doivent fournir ces informations dans leur rapport annuel à la Commission, et donc à présent toutes les entreprises suivent les mêmes procédures dans la présentation de leurs résultats aux actionnaires.

Degré de consolidation. Même dans les soi-disants "états consolidés", le degré de consolidation varie considérablement. *Woolworth* consolide ses filiales canadiennes et domestiques mais pas les autres. *American Tobacco* consolide uniquement ses filiales détenues à 100%. La plupart des entreprises d'intérêt public incluent toutes les entreprises qu'elles contrôlent (par détention de la majorité des actions avec droit de vote) et déduisent la portion des profits des autres entités sous la dénomination de "intérêts minoritaires". Dans le domaine de chemins de fer, les résultats sont rarement consolidés sauf si la filiale est détenue à 100% et opère comme partie intégrante du réseau. Par conséquent, *Atlantic Coast Line* n'intègre pas les résultats de *Louisville and Nashville*, qui est possédée à 51% mais contrôlée séparément. La même chose est vraie en ce qui concerne les 53% de droits de vote

de *Wheeling and Lake Erie* contrôlés par la *Nickel Plate (New York, Chicago, and St Louis Railroad Company)*.

Latitude quant aux pertes et profits non consolidés. Il est à présent coutumier pour les entreprises industrielles d'indiquer soit dans le compte de résultat, soit dans les notes de pied de page, leurs pertes et profits dans les filiales non consolidées, après considération des dividendes.

Exemples : le rapport de 1938 de l'*American Tobacco Company* nous indiquait dans ses notes de pieds de page que les dividendes reçus des filiales non consolidées excédaient leurs revenus de 427 000 \$. *Hercules Powder* rapporta un chiffre similaire de 257 514 \$ pour cette année, toujours dans les notes de pied de page, alors qu'avant 1937, l'entreprise incluait sa part de bénéfices non distribués sous le titre de "Autres Revenus". Les entreprises de chemin de fer gèrent ce problème différemment. *Atchinson* par exemple, fournit maintenant le bilan entier et le compte de résultat de ses filiales en Appendice de son rapport et continue de prendre en compte uniquement les dividendes reçus de ces entreprises.

L'analyste devrait ajuster les profits rapportés avec les résultats consolidés des filiales, si cela n'a pas déjà été fait dans les comptes et si les montants sont significatifs. Le critère ici n'est pas la question de contrôle mais de l'importance de la participation.

Exemples : par certains côtés, il n'est pas nécessaire, ni même désirable, de faire le calcul pour les participations dans *Union Pacific* dans *Illinois Central* ni des autres chemins de fer. Ces participations, même substantielles, ne sont pas assez importantes pour affecter de façon significative le cours de l'action. D'un autre côté, l'ajustement est clairement indiqué dans le cas des participations de *Northern Pacific and Greater Northern* dans *Chicago, Burlington, and Quincy*, chaque holding n'étant pas contrôlée puisque détenue à 48.6%.

Année	Bénéfices par action Du Pont	Ajustements reflétant l'intérêt dans General Motors	Bénéfices ajustés
1929	6,99 \$	+ 2,07 \$	9,06 \$
1930	4,52	+0,04	4,56
1931	4,30	-0,51	3,79
1932	1,81	-1,35	0,46
1933	2,93	+0,43	3,36
1934	3,63	+0,44	4,07
1935	5,02	+1,30	6,32
1936	7,53	+0,77	8,30
1937	7,25	+0,57	7,82
1938	3,74	+0,61	4,35

De la même façon, les intérêts de *Du Pont* dans *General Motors*, représentant 23% des titres en circulation, sont sans aucun doute assez significatifs pour ajuster les résultats de *Du Pont* en prenant compte ceux détenus dans *General Motors*. Cela est effectivement fait par *Du Pont* sous la forme d'ajustements au surplus qui reflètent le changement de la valeur aux comptes de *General Motors*. L'analyste préférerait cependant faire l'ajustement et inclure directement cet ajustement dans les résultats de la société. L'effet de tels ajustement sur les bénéfices est illustré par le tableau de la [p. 437 ci-dessus](#).

les états financiers de *General Motors* de 1931 sont dignes d'intérêt car ils incluent un type de calcul tel que suggéré dans les deux derniers chapitres, i.e., en excluant les pertes et profits non récurrents, et en incluant les intérêts minoritaires de *General Motors* dans le résultat des filiales non consolidées. Le rapport annuel comporte les éléments suivants concernant les bénéfices par action pour 1930 et 1931 :

Bénéfices par action, incluant les bénéfices ou les pertes des filiales non consolidées.

Année	Éléments non récurrents inclus	Sans les éléments non récurrents
1931	2,01 \$	+ 2,43 \$
1930	3,25	3,04

Procédure suggérée pour les agences statistiques. Bien que cette procédure puisse paraître compliquer les rapports financiers, elle constitue en fait un antidote salutaire contre la simplification excessive de l'analyse des titres financiers dont la préoccupation principale est le bénéfice par action. Les recueils et agences statistiques en sont naturellement venus à couvrir le bénéfice par action dans leurs analyses de sociétés. Elles pourraient cependant améliorer leur service rendu en ne rendant pas compte du bénéfice par action des sociétés dont le calcul de ce ratio est sujet à caution et pour lequel un ajustement satisfaisant n'est pas possible dans les cas suivants :

1. Car des éléments non récurrents sont inclus dans le résultat ou parce à cause de charges au surplus dont la place devrait être dans le compte de résultat.
2. Car les résultats des filiales ne sont pas pris correctement en compte dans les états financiers de l'entreprise
3. Car les charges de dépréciation et d'amortissement sont calculées de façon discutable

Dividendes spéciaux payés par les filiales. Quand les résultats des filiales non consolidées sont autorisés à être accumulés au surplus, ils peuvent être utilisés plus tard pour pallier aux mauvais résultats d'une année par le paiement d'un important dividende exceptionnel à la maison mère.

Exemples : De tels dividendes, pour un montant de 11 000 000 \$, ont été prélevés par la *Erie Railroad Company* en 1922 de la *Pennsylvania Coal Company* et de la *Hillside Coal and Iron Company*. La *Northern Pacific Railway Company* renforça difficilement ses bénéfices en 1930 et 1931 par le biais de larges sommes prélevées sous la forme de dividendes de la *Chicago, Burlington and Quincy Railroad Company*, la *Northern Express Company* et la *Northwestern Improvement Company*, cette dernière étant une filiale avec des activités immobilières dans le charbon et le fer. Les bénéfices de 1931 de la *New York, Chicago, and St Louis Railroad Company* incluait un dividende de 1 600 000 \$ de ses actions préférentielles de la *Wheeling and Lake Erie Railway Company*, dont seulement une partie était couvert par les bénéfices de l'année.

Cette habitude de cacher les profits de filiales les bonnes années et s'en servir les mauvaises peut sembler louable dans le sens où elle stabilise les bénéfices de l'entreprise. Mais de telles tromperies charitables sont mises en doute par des opinions éclairées, comme le souligne la récente réglementation du *New York Stock Exchange*, qui oblige les entreprises à déclarer les profits de leurs filiales. C'est la responsabilité du management de dévoiler la vérité et toute la vérité sur les résultats de la période ; c'est la fonction des actionnaires de déduire la "capacité bénéficiaire normale" de leur entreprise en faisant la moyenne des résultats des bonnes, comme des mauvaises années. La manipulation des profits par le management, même pour le motif appréciable de les maintenir stables, est de toute façon condamnable, car source potentielle de manipulations bien plus frauduleuses.

Bénéfices distordus par la relation maison mère - filiale. Des exemples de relation maison mère - filiale ont parfois produit des distorsions impressionnantes du compte de résultat. Nous allons donner deux exemples pris dans les chemins de fer. Ces situations sont d'autant plus étonnantes du fait des réglementations comptables strictes de la Interstate Commerce Commission dont le but est de prévenir une représentation fallacieuse des bénéfices.

Exemples : En 1925, La *Western Pacific Railroad Corporation* paya un dividende de 7,56 \$ sur son action préférentielle et 5 \$ sur son action ordinaire. Son compte de résultat montrait des bénéfices couvrant les dividendes payés d'une courte tête. Ces profits consistaient principalement de dividendes d'un montant de 4 450 000 \$ reçus de sa filiale opérationnelle, la *Western Pacific Railroad Company*. Les bénéfices de l'entreprise en elle-même n'étaient cependant que de 2 450 000 \$. De plus, les surplus accumulés par cette filiale ne permettaient pas le détachement d'un tel dividende. Pour arriver à ses fins, la maison-mère alla jusqu'à donner la somme de 1 500 000 \$ à l'unité opérationnelle qui lui retourna cette somme immédiatement sous la forme d'un dividende. La donation fut détachée du surplus ; la réception du même argent sous forme de dividende fut encaissé comme *bénéfice*. Par cette méthode vicieuse, l'entreprise put rapporter 5 \$ de "profits" sur ses actions ordinaires, alors qu'en fait, ils n'étaient que de 2 \$ par action.

Pour étayer notre affirmation précédente que les pratiques comptables douteuses sont contagieuses, nous pouvons ajouter que l'exemple de la *Western Pacific* fut suivi en 1925 par la *New York, Chicago, and St Louis Railroad Company* ("Nickel Plate") en 1930 et 1931. Les détails sont les suivants :

En 1929, *Nickel Plate* a vendu, par l'intermédiaire de l'une de ses filiales, ses participations dans *Pere Marquette* à *Chesapeake and Ohio*, qui était sous le contrôle de la même entité. Un profit de 10 665 000 \$ fut réalisé sur cette vente, et le montant fut crédité aux surplus, comme il se doit. En 1930, *Nickel Plate* avait

besoin de gonfler ses bénéfices ; pour y remédier, l'entreprise sortit alors les profits réalisés pour le même montant de 10 665 000 \$, le retourna à la filiale puis prit à la filiale un dividende de 3 000 000 \$ qui fut inclus dans les résultats de l'année 1930. Un dividende similaire de 2 100 000 \$ fut prélevé en 1931.

Ces procédés pour le moins extraordinaires ont peut être été mis en place pour servir l'impératif de garder des bénéfices suffisants, garantissant ainsi le statut de ses obligations pour les fonds de placement. Le résultat toutefois fut le même que pour toutes les autres manipulations comptables malhonnête, c.-à-d., de tromper le public et de donner aux initiés un avantage injuste.

Signification des pertes des filiales. Nous avons suggéré dans ce chapitre que l'analyse des titres financiers doit inclure le résultats des filiales et ce dans le cas de bénéfices comme de pertes. Mais la question peut cependant être posée : une perte de filiale est-elle toujours une perte pour l'entreprise qui la détient ? Pourquoi une entreprise devrait-elle valoir moins pour posséder quelque chose, dans ce cas, des intérêts non profitables ? L'entreprise ne pourrait-elle pas à tout moment couper ses pertes en vendant, liquidant ou carrément en abandonnant la filiale ? Par conséquent, si un bon management est acquis, ne peut-on pas également penser que les pertes des filiales sont temporaires et peuvent donc être traitées comme des éléments non récurrents ?

Ce point est similaire à celui discuté dans le chapitre précédent relatif aux charges des usines inactives, et similaire également aux divisions non profitables de l'entreprise, dont nous parlerons plus tard. Il n'y a malheureusement pas de réponse simple à cette question. En fait, *si la filiale peut être supprimée sans effet adverse sur le reste de la société*, il serait alors logique de considérer ces pertes comme temporaires, puisque le bon sens nous dicte qu'à court terme, ces actifs devront devenir productifs sous peine d'être supprimés. Mais, s'il existe des relations importantes entre l'entreprise et sa filiale, comme si par exemple cette dernière fournit un débouché pour ses produits, fournit des matières premières bon marché ou absorbe une grande partie des coûts, alors la suppression des pertes ne sera pas évidente. Il peut en effet s'avérer que la bonne santé de l'entreprise est dépendante est due en grande partie aux pertes de la filiale. Ce n'est pas une tâche facile de déterminer quelles sont les relations entre les deux entités. Comme tant d'autres éléments de l'analyse, ce point requiert une investigation qui va bien au-delà de l'analyse des états financiers. Les exemples suivants illustreront le type de situations et d'analyses auxquelles nous avons eu affaire.

Exemple A : Purity Bakeries Corporation. Ce large producteur de pain et de gâteaux opère par le biais d'un certain nombre de filiales, dont l'une des plus importante est *Cushman's Sons, Inc.*, de New York. *Cushman's* a des actions préférentielles à 7 et 8 \$, non garanties par *Purity*. Le rapport annuel de *Purity* est

consolidé et montre des bénéfices après déductions de dividendes sur ces actions préférentielles non détenues par *Purity*, qu'ils soient ou non payés. Les rapports séparés de *Cushman's* révélaient qu'entre 1934 et 1937, ses opérations ont entraîné de considérables pertes comptables pour *Purity*, comme suit :

Année	Résultat net de <i>Purity</i> tel que rapporté	Pertes de <i>Cushman's</i> après dividende sur les actions préférentielles	Résultat de <i>Purity</i> , hors opérations de <i>Cushman's</i>
1937	463 000 \$	426 000 \$	889 000 \$
1938	690 000	620 000	1 310 000
1939	(225 000)	930 000	678 000
1940	209 000	173 000	382 000
Moyenne 4 ans	278 000	537 000	815 000
Par action <i>Purity</i>	0,36	0,71	1.06

Les bénéfices semblent donc être trois fois plus importants si nous excluons *Cushman's* du calcul. L'analyste aurait-il pu conclure que ces profits hors *Cushman's* sont une mesure plus juste de la véritable capacité bénéficiaire de la société, puisque celle-ci pourrait bénéficier d'un redressement de la profitabilité de sa filiale (comme par le passé jusqu'en 1934) ou pourrait simplement la fermer ? La question des relations inter-entreprise doit être ici abordée. Une note du rapport de *Cushman's* indiquait que *Purity* chargeait sa filiale lourdement pour ses services, ce qui suggère que *Cushman's* absorbait une partie des coûts, ce qui nécessiterait un examen plus détaillé.

Mais le rapport de l'année suivante, de 1938, montrait que *Cushman's* avait gagné la déduction sur les actions préférentielles et que, par ailleurs, deux des usines non profitables (Philadelphie et Chicago) avaient été fermées. Après des recherches plus poussées, l'analyste aurait pu conclure que les pertes étaient de nature non récurrente et que les résultats de 1934-1937 devaient par conséquent être vus comme tels.

Exemple B : Lehigh Coal and Navigation Company. Cette entreprise produisait une grande partie de ses revenus de différentes façons, dont principalement la location de son réseau de chemins de fer à la *Central Railroad* du New Jersey pour la somme de 2 268 000 \$ par an. Sa deuxième plus importante holding était constitué de mines d'anthracite qui étaient exploitées depuis 1930 à perte. En 1937,

cette perte était équivalente à 90 centimes par action *Lehigh*. En conséquence, l'entreprise publia un résultat net *consolidé* de 306 000 \$ pour l'année, qui contrastait avec le profit de 1 125 000 \$ réalisé par la société mère, soit 64 centimes par action.

Mais dans ce cas, l'analyste ne pouvait pas considérer que l'action de *Lehigh* ne pouvait pas valoir moins du fait de son contrôle sur des mines d'antracite. En effet, les mines fournissaient un important tonnage aux activités de chemin de fer. Si les mines avaient fermé, la capacité de *Jersey Central* d'effectuer ses paiements aurait été affaiblie, surtout dans la mesure où les activités avaient souffert les années précédentes. (*Jersey Central* a même par la suite affirmé que, en relation avec le contrat de location, *Lehigh Coal and Navigation* était obligé de fournir un certain tonnage de ses propriétés minières). Par conséquent, dans ce contexte compliqué, l'investisseur ne pouvait pas aller plus loin que les états financiers consolidés incluant les pertes de la filiale d'antracite.

Exemple C : Barnsdall Oil Company. Nous avons ici une situation contrastée par rapport aux deux précédents exemples. *Barnsdall Oil* possédait à la fois des unités de raffinage, non profitables, et de production, elles profitables. En 1935, l'entreprise sépara ces deux activités en créant une unité autonome de raffinage (et de marketing) dont les actions furent distribuées aux actionnaires, l'entreprise gardant tout de même en sa possession les actions préférentielles et des droits substantiels sur la nouvelle société. En 1936-1938, les raffineries et les stations continuaient de perdre de l'argent ; *Barnsdall Oil* dut alors avancer des sommes considérables pour couvrir ces pertes en les déduisant d'abord sur le surplus accumulé, puis sur le surplus courant. D'un autre côté, dans son compte de résultat, libéré du poids de ces pertes de l'activité raffinage, l'entreprise pouvait se targuer de profits sur l'activité de production entre le 1er juin 1933 et la fin de 1938.

En 1939 cependant, le *New York Stock Exchange* demanda à l'entreprise de corriger ses états financiers en informant les actionnaires des déductions au surplus dont le but était de soutenir l'activité de raffinage. Ces pertes auraient diminué les profits par plus d'un tiers.

Il est clair du point de vue comptable que du moment qu'une entreprise contrôle une filiale en difficulté, ses pertes soient déduites du compte de résultat de la société mère. L'analyste doit évaluer les chances de mettre un terme à ces pertes et valoriser les actions de l'entreprise en conséquence. La méthode suivie par la *Barnsdall Oil Company* apparaît donc sujette à critique vu que seul le reporting des pertes fut supprimé mais pas ces dernières. (À la fin de 1939, la société prit les mesures nécessaires pour se séparer de ses actifs de raffinerie et les vendre).

Résumé. Pour éviter toute confusion sur ce point, nous allons résumer notre point de vue en suggérant :

1. Qu'au premier abord, les pertes des filiales soient déduites dans toute l'analyse
2. Que si le montant en jeu est important, l'analyste devra décider si ces pertes peuvent être coupées à court-terme ou non
3. Si le résultat de l'examen est positif, l'analyste pourra alors considérer toute ou une partie des charges comme non récurrentes