

THÈSE

Pour l'obtention du grade de
DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE POITIERS
UFR de sciences économiques et de gestion
Centre de recherche sur l'intégration économique et financière (Poitiers)
(Diplôme National - Arrêté du 25 mai 2016)

École doctorale : Sociétés et organisations - SORG (Limoges)
Secteur de recherche : Sciences économiques

Cotutelle : L'Institut Supérieur Gestion - SOUSSE

Présentée par :
Imen Mahjoub

L'effet des actions gratuites et des divisions d'actions sur la gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions

Directeur(s) de Thèse :
Anthony Miloudi, Faten Lakhali

Soutenue le 05 octobre 2017 devant le jury

Jury :

Président	Daniel Goyeau	Professeur - Université de Poitiers
Rapporteur	Anne Laure Le Nadant	Professeur - Université Rennes 2
Rapporteur	Ramzi Benkraiem	Professeur associé HDR - Audencia Nantes
Membre	Anthony Miloudi	Professeur associé HDR - Groupe Supérieure de commerce La Rochelle
Membre	Faten Lakhali	Maître de conférences HDR - ISG Sousse (Tunisie)
Membre	Ezzeddine Zouari	Professeur - Université de Sousse (Tunisie)

Pour citer cette thèse :

Imen Mahjoub. *L'effet des actions gratuites et des divisions d'actions sur la gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions* [En ligne]. Thèse Sciences économiques. Poitiers : Université de Poitiers, 2017. Disponible sur Internet <<http://theses.univ-poitiers.fr>>

***L'EFFET DES ACTIONS GRATUITES ET DES
DIVISIONS D' ACTIONS SUR LA GESTION DES
RÉSULTATS AVANT LES ANNONCES DE FUSIONS-
ACQUISITIONS***

Thèse pour l'obtention du grade de docteur en sciences économiques

Présentée et soutenue publiquement par

Imen MAHJOUB

Le 10 Juillet 2017

Membres du Jury

Président du jury : **Daniel GOYEAU**

Professeur, Université de Poitiers

Rapporteurs : **Ramzi BENKRAIEM**

Professeur Associé HDR, Audencia

Anne Laure LE NADANT

Professeur, Université de Rennes 2

Directeurs de thèse : **Faten LAKHAL**

Maître de Conférences HDR, ISG Sousse

Anthony MILOUDI

Professeur Associé HDR, Groupe Sup de Co La Rochelle

L'université de Poitiers n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les travaux de thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A mon mari,

A mon père et à ma mère,

A mon frère et à mes sœurs,

A ma belle-famille

A mes neveux et à mes nièces

A tous mes amis.

Remerciements

C'est avec un réel plaisir que je réserve ces lignes en signe de gratitude et de reconnaissance à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail. Je suis persuadée que je n'aurais jamais pu réaliser cette thèse sans leur soutien et leur présence.

En premier lieu, je tiens à remercier mon directeur de thèse, Monsieur Anthony MILOUDI pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant d'encadrer cette recherche, pour ses conseils précieux, pour sa grande disponibilité, sa réactivité, pour tout le temps qu'il a consacré à diriger ce travail, pour la relecture finale méticuleuse de chacun des chapitres et surtout pour ses qualités humaines et sa bienveillance.

Je souhaite aussi remercier ma co-directrice de thèse Madame Faten LAKHAL de m'avoir prodigué maints conseils, d'avoir été disponible, malgré la distance, pour effectuer les corrections nécessaires et pour m'orienter et me guider dans mes travaux de recherche.

Mes remerciements vont également à Monsieur Daniel GOYEAU pour avoir accepté de participer à ce jury de thèse et pour l'ambiance de travail très agréable qu'il a su créer au centre de recherche CRIEF.

Je suis particulièrement reconnaissante à Monsieur Ramzi BENKRAIEM et Madame Anne Laure LE NADANT de l'intérêt qu'ils ont manifesté à l'égard de cette recherche en s'engageant à être rapporteurs.

Il m'est aussi agréable de remercier l'ensemble du jury pour l'amabilité avec laquelle ils ont accepté de juger ce travail.

Je tiens également à remercier tous les membres du laboratoire « CRIEF » pour leurs conseils et leur présence qui m'étaient indispensables pour pouvoir mener à bien cette recherche, et particulièrement, Madame Liliane BONNAL pour son accueil chaleureux à chaque fois que j'ai sollicité son aide sur la partie empirique. Un grand merci pour Bastien, Fatima, Fatima Ezzahra, Ferdinand, Eric, Marie-Danielle, Nacira, Mihaela et Benjamin pour tous les bons moments que nous avons passés ensemble et pour les coups de main qu'ils m'ont accordés.

Ma reconnaissance va à ceux qui ont plus particulièrement assuré le soutien affectif de ce travail doctoral : ma famille ainsi que la famille LABED.

Mon père Abdelhamid, symbole du sacrifice, de sincérité et d'amour, qui m'a donné le courage d'avancer et de dépasser les difficultés.

Ma mère Menana, source de force, d'amour et de confiance qui n'a cessé de m'encourager tout au long de mes études.

À vous deux, je vous offre cette thèse et toute la fierté que vous pouvez avoir en me voyant enfin Docteur.

Mille mercis à mon frère Khaled, mon éternel confident, à mes soeurs : Dhouha la toute douce, Leila avec sa super bonne humeur et Kaouthar et sa bienveillance sans fin.

À ma belle-sœur Hajer, à mes beaux-frères Adel, Chams et Fathi et mes nièces et neveux qui ont illuminé ma vie depuis leurs naissances : Ines, Yosra, Nessrine, Chahd, Meriam, Yessmine, Adam, Ahmed, Youssef, Hamza et Zakaria.

À la plus élégante des grands-mères, Khadouja et à toute ma famille.

À mes beaux-parents Abdelaziz et Moufida pour leur amabilité et gentillesse et à toute ma belle-famille.

Je tiens aussi à remercier mes très chers amis pour leur soutien, les fous rires, les confidences, les soirées, les barbecues, les jeux de société et les moments magiques que nous avons passés ensemble. En particulier, je remercie celle qui est toujours là pour moi, malgré la distance, Nabiha ; ainsi que Manel, Housseem, Lassad, Mohamed Farah, Rym, Sami, Nahla, Sabri, Takwa, Aymen, Wafa, Wael...

Une mention toute spéciale à ma jumelle et ma première fan Wafa, qui est toujours là au bon moment, dans les coups durs comme dans les joies et qui a consciencieusement décortiqué la thèse. Merci pour ton amitié, tous nos délires et tes petites attentions qui me vont droit au cœur.

Ces remerciements ne peuvent s'achever sans remercier mon rayon de soleil et la source de ma joie, mon mari Samy au nom de l'entente qui réunit nos âmes, tout le bonheur qu'il m'a offert dans ma vie, toutes les heures qu'il a consacrées à la relecture de cette thèse et son soutien affectif sans faille.

Je remercie également toutes les personnes qui n'ont pas été citées.

Imen MAHJOUB

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE.....	1
PREMIERE PARTIE : GESTION DES RESULTATS AVANT LES ANNONCES DE FUSIONS-ACQUISITIONS: CHOIX DU MODELE DE CALCUL.....	15
CHAPITRE I : LA GESTION DES RESULTATS	19
SECTION 1 : LES DIFFERENTES FORMES DE GESTION DES DONNEES COMPTABLES	20
1. Nettoyage des comptes ou « big bath accounting »	21
2. L’habillage des comptes ou « window dressing »	22
3. La comptabilité créative ou « <i>creative accounting</i> ».....	23
4. Lissage des résultats ou « <i>income smoothing</i> »	23
5. La gestion des résultats ou « <i>earnings management</i> »	24
SECTION 2 : DEFINITIONS DE LA GESTION DES RESULTATS	27
1. Une perspective opportuniste de la gestion des résultats	27
2. Une perspective informationnelle de la gestion des résultats	29
SECTION 3. LES INCITATIONS A LA GESTION DES RESULTATS	31
1. Les incitations liées aux dirigeants de l’entreprise.....	31
2. Les incitations liées à l’entreprise.....	33
3. Les incitations liées aux investisseurs et analystes financiers	37
SECTION 4 : LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA GESTION DES RESULTATS	38
1. La théorie de l’agence	38
2. La théorie politico-contractuelle	40
3. La théorie de la gestion des seuils	44
4. La théorie de l’enracinement des dirigeants.....	46
5. La théorie du signal	48

SECTION 5 : LES OUTILS DE MESURE DE LA GESTION DES RESULTATS..... 51

1. Mesure de la gestion des résultats par le recours aux <i>accruals</i>.....	51
1.1. Le modèle de Healy (1985)	53
1.2. Le modèle de DeAngelo (1986).....	54
1.3. Le modèle des secteurs d'activités de Dechow et Sloan (1991)	55
1.4. Le modèle de Jones (1991)	56
1.5. Le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995)	57
1.6. Le modèle de Kasznik (1999)	58
1.7. Modèle de Dechow et al. (2003)	59
1.8. Modèle de Kothari et al. (2005).....	60
1.9. Modèle de Cormier et Martinez (2006).....	61
1.10. Modèle de Raman et Shahrur (2008)	62
2. Mesure de la gestion des résultats à travers la distribution du résultat ou l'approche par les seuils	63

CHAPITRE II : CHOIX DU MODELE DE CALCUL DE GESTION DES RESULTATS 67

SECTION 1 : LE CADRE INSTITUTIONNEL DES FUSIONS-ACQUISITIONS..... 68

SECTION 2 : ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES..... 71

SECTION 3 : CALCUL DE GESTION DES RESULTATS DU PREMIER ECHANTILLON ... 75

1. Analyse des corrélations.....	76
2. Calcul des accruals discrétionnaires.....	79
1.1. Le modèle de Jones (1991)	79
1.2. Le modèle de Dechow et al. (1995)	81
1.3. Le modèle de Kasznik (1999)	82
1.4. Modèle de Dechow et al. (2003)	84
1.5. Modèle de Kothari et al. (2005).....	86
1.6. Modèle de Cormier et Martinez (2006).....	88
3. Comparaison entre les différents modèles	89

SECTION 4 : CALCUL DE GESTION DES RESULTATS DU DEUXIEME ECHANTILLON 92

1. Le calcul des accruals non discrétionnaires.....	92
1.1. Le modèle de Jones (1991)	92
1.2. Le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995)	93
1.3. Le modèle de Kasznik (1999)	94
1.4. Modèle de Dechow et al. (2003)	94
1.5. Modèle de Kothari et al. (2005).....	95
1.6. Modèle de Cormier et Martinez (2006).....	98
2. comparaison entre les différents modèles.....	98

DEUXIEME PARTIE : GESTION DES RESULTATS AVANT LES ANNONCES DE FUSIONS-ACQUISITIONS : OUTILS DE MANIPULATIONS..... 103

CHAPITRE III : LES OPERATIONS SUR LE CAPITAL DANS LE CADRE DES FUSIONS-ACQUISITIONS..... 105

SECTION 1 : LES OPERATIONS SUR LE CAPITAL : « LES OPERATIONS BLANCHES » 106

1. Présentation des opérations dites « blanches » 107
1.1. La politique d'attribution d'actions gratuites 107

2. Le cadre théorique lié aux opérations sur le capital : les opérations dites « blanches »..... 118
2.1. La théorie du signal..... 119
2.2. La théorie de « optimal Trading range »..... 130
2.3. La théorie de « optimal tick size » 133
2.4. L'hypothèse de manipulation de valeur 136

SECTION 2. LES OPERATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS..... 137

1. Présentation des opérations de fusions-acquisitions..... 138
1.1. La différence entre fusions et acquisitions 138
1.2. Les différents types des fusions-acquisitions 139

3. La relation entre la gestion des résultats et fusions-acquisitions..... 140

CHAPITRE IV : DIVISIONS D' ACTIONS ET ACTIONS GRATUITES COMME OUTILS DE GESTION DES RESULTATS..... 145

INTRODUCTION 145

SECTION 1 : PRESENTATION DES DONNEES ET MESURES DES VARIABLES 145

1. Échantillon et collecte de données 146

2. Les déterminants de la gestion des résultats 147
2.1. La méthode de paiement..... 147
2.2. La nature de l'opération de fusions-acquisitions..... 148
2.3. Les divisions d'actions..... 149
2.4. Les actions gratuites 149
2.5. La nature des auditeurs 150
2.6. La taille de l'entreprise 151
2.7. L'endettement 152
2.8. La structure d'actionnariat 153
2.9. Le niveau du résultat 154
2.10. Le ratio book to market 155
2.11. La taille relative de l'opération 156

3. Analyse descriptive	158
3.1. Analyse descriptive du premier échantillon	159
3.2. Analyse descriptive du deuxième échantillon	160
SECTION 2 : RESULTATS ET ANALYSES	163
1. Analyse de la gestion des résultats du premier échantillon	163
1.1 Régressions selon le modèle de Kasznik (1999).....	163
1.2 Résultats et analyses des régressions.....	165
2. Analyse de la gestion des résultats du deuxième échantillon	169
2.1. Régression selon le modèle de Kothari et al. (2005)	169
2.2. Résultats et analyse des régressions	170
3. La relation entre gestion des résultats, actions gratuites et divisions d'actions	173
CONCLUSION GENERALE	177
BIBLIOGRAPHIE	185
ANNEXES	209

Liste des tableaux

Tableau 2. 1: Détermination de l'échantillon.....	72
Tableau 2. 2: Les variables nécessaires pour le calcul des accruals (pour les entreprises acquéreuses)	73
Tableau 2. 3: Statistiques descriptives selon le statut de l'opération de fusions-acquisitions.....	74
Tableau 2. 4: Répartition selon la nature de l'opération de fusions-acquisitions.....	74
Tableau 2. 5: Répartition selon l'industrie de l'entreprise acquéreuse	75
Tableau 2. 6: Matrices des corrélations	77
Tableau 2. 7: Les résultats de la régression selon la méthode de Jones (1991)	80
Tableau 2. 8: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones modifié (1995)	81
Tableau 2. 9: Les résultats de la régression selon le modèle de Kasznik (1999).....	83
Tableau 2. 10: Les résultats de la régression pour l'estimation du coefficient k.....	84
Tableau 2. 11: Les résultats de la régression selon le modèle de dechow et al. (2003).....	85
Tableau 2. 12: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005).....	86
Tableau 2. 13: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005), (avec constante).....	87
Tableau 2. 14: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005).....	87
Tableau 2. 15: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005), (avec constante).....	88
Tableau 2. 16: Les résultats de la régression selon le modèle de Cormier et Martinez (2006).....	89
Tableau 2. 17: Synthèse des résultats en utilisant la méthode comptable	90
Tableau 2. 18: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones (1991).....	93
Tableau 2. 19: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones modifié (1995)	93
Tableau 2. 20: Les résultats de la régression selon le modèle de Kasznik (1999).....	94
Tableau 2. 21: Les résultats de la régression pour l'estimation du coefficient k.....	95
Tableau 2. 22: Les résultats de la régression selon le modèle de Dechow et al. (2003).....	95
Tableau 2. 23: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005).....	96
Tableau 2. 24: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005) (avec constante).....	96
Tableau 2. 25: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005).....	97
Tableau 2. 26: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005) (avec constante).....	97
Tableau 2. 27: Les résultats de la régression selon le modèle Cormier et Martinez (2006).....	98
Tableau 2. 28: Synthèse des résultats en utilisant la méthode des cash-flows	100
Tableau 3. 1: Les échelons de cotation appliqués sur Euronext Paris	134
Tableau 4. 1: Détermination de l'échantillon	147
Tableau 4. 2 : Signes attendus des déterminants de la gestion des résultats	157
Tableau 4. 3: Statistiques descriptives de l'échantillon 1	159
Tableau 4. 4 : Statistiques descriptives de l'échantillon 2	161
Tableau 4. 5 : Matrice des corrélations	162
Tableau 4. 6 : Résultat de la régression des deux modèles selon la méthode de Kasznik (1999)	166
Tableau 4. 7 : Résultat de la régression selon les deux modèles selon le modèle de Kothari et al. (2005)	171
Tableau 4. 8 : Synthèse des différents résultats	173

Liste des figures

Figure 1: Evolution de l'activité des fusions-acquisitions en France de 1999 à 2014.	4
Figure 2: Les annonces d'acquisitions et de division d'actions de VINCI pour l'année 2005 et 2007.....	6
Figure 3 : Articulation de la thèse	14
Figure 4: Synthèse des différentes formes de gestion des données comptables.....	26
Figure 5 : Définition de la gestion des résultats	30

Liste des annexes

Annexe 1: Article L.236-1 du code de commerce relatif à l'opération de fusion.....	209
Annexe 2: Article 1844-4 du code civil relatif à l'opération de fusion	209
Annexe 3 : Article L.233-3 du code de commerce relatif à l'opération d'acquisition	209
Annexe 4 : Estimation VIF (méthode comptable)	210
Annexe 5 : Matrices des corrélations (Méthode cash-flows).....	212
Annexe 6 : Estimations VIF (Méthode cash-flows).....	214
Annexe 7 : Les résultats de la régression selon le modèle Raman et Shahrur (2008) méthode comptable.....	216
Annexe 8 : Les résultats de la régression selon le modèle Raman et Shahrur (2008) méthode des cash-flows	216
Annexe 9 : Estimations VIF des variables explicatives	217

INTRODUCTION GENERALE

La communication et la transparence financière occupent une place prépondérante au sein d'une entreprise. Elles permettent d'augmenter sa notoriété en publiant ses informations financières aux actionnaires, aux investisseurs et aux analystes financiers. Toutefois, les différentes fraudes comptables qui sont apparues depuis l'affaire d'Enron en 2001 ont remis en cause la fiabilité des résultats et des informations financières publiés. Par conséquent, une certaine méfiance s'est instaurée entre les investisseurs et les différentes parties prenantes.

Malgré les rapports sur la gouvernance d'entreprise, essentiellement l'adoption en France de la loi de la sécurité financière (2003), la recommandation de la constitution de comités spécialisés dans la vérification des comportements discrétionnaires des dirigeants et les sanctions des auteurs liés aux scandales financiers (auditeurs et directeurs financiers). Ces scandales financiers ont incité les chercheurs à étudier la qualité des résultats publiés par les entreprises.

En effet, la flexibilité des règles comptables et la faiblesse des modes de gouvernement des entreprises ont permis aux dirigeants d'adopter une attitude de manipulation comptable. Les dirigeants dissimulent les informations comptables et financières aux investisseurs et analystes financiers afin de publier des résultats en fonction de leurs objectifs. Ce qui génère une mauvaise allocation des ressources sur le marché.

On peut donc, s'interroger sur l'efficacité de ces réformes institutionnelles et juridiques puisqu'elles sont mises en place une fois que les problèmes surviennent. N'est-il pas mieux de prévenir que guérir, en appliquant des stratégies qui permettent de préméditer ses gestions des résultats.

Les recherches sur la gestion des résultats sont effectuées en employant deux méthodes différentes. La première, la plus ancienne et la plus utilisée dans les travaux académiques, se base sur les *accruals*¹ comme une mesure de gestion des résultats. La deuxième méthode, appelée l'approche des seuils, étudie les irrégularités dans la distribution des résultats.

¹ Les *accruals* sont aussi nommés variables comptables de régularisation.

² Mard et al. (2014) ont trouvé que le premier actionnaire des entreprises françaises détient en moyenne 38,8%

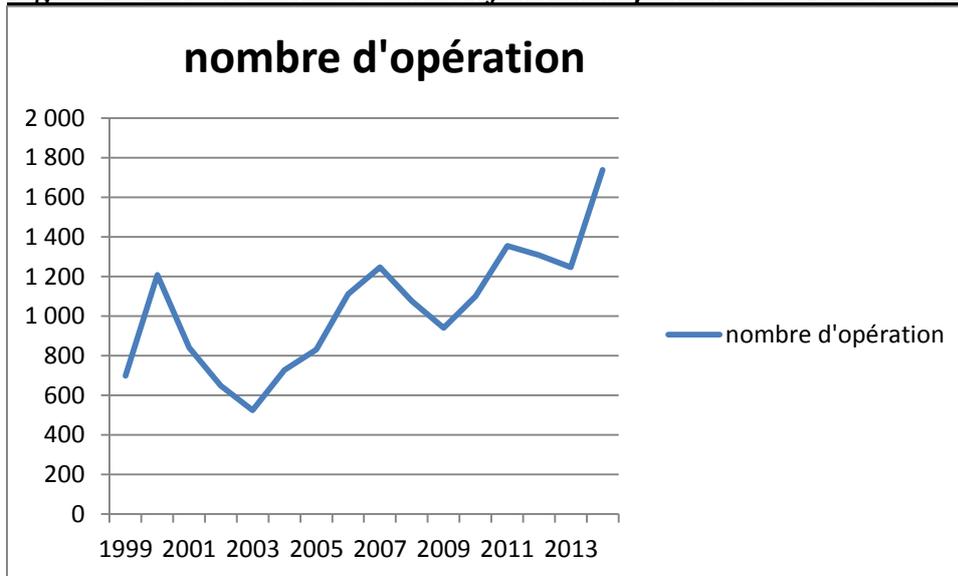
Une revue de la littérature sur la gestion des résultats nous a permis de constater que les entreprises sont plus susceptibles de s'engager dans des pratiques de gestion des résultats lorsqu'elles effectuent des opérations de fusions-acquisitions (Jones, 1991 ; Young, 2008).

En effet, une entreprise se trouve confrontée à plusieurs alternatives de croissance. Elle doit choisir entre une croissance interne, une croissance conjointe et une croissance externe. La croissance interne se traduit par l'autofinancement et le développement de l'entreprise en utilisant ses propres moyens (par exemple, l'augmentation de sa capacité de production par l'achat de matériels ou encore l'accroissement de sa capacité commerciale par l'ouverture d'un nouveau magasin). Le deuxième type de croissance, la croissance conjointe, est réalisé par une alliance avec une autre entreprise (par l'intermédiaire d'un contrat ou d'une société commune) tout en restant juridiquement indépendante. Le troisième type de croissance se matérialise par des stratégies de fusions-acquisitions. Pour développer ses compétences et ses capacités, l'entreprise achète ou s'associe avec d'autres entreprises. Les fusions-acquisitions sont souvent perçues en tant qu'opérations complexes. Elles permettent aux entreprises de se développer, d'adopter des stratégies de diversification et de profiter des effets de synergies.

Ces deux opérations sont souvent utilisées pour décrire une seule et même opération appelée « Fusac ». Cependant, il existe une différence entre une fusion et une acquisition. Une fusion consiste en un rassemblement de deux sociétés pour n'en former qu'une seule, tandis qu'une acquisition est une prise de contrôle par le rachat des actions d'une entreprise cible par une autre entreprise acheteuse.

Le recours aux opérations de fusions-acquisitions n'a cessé de se développer. La figure 1, ci-dessous, décrit l'accroissement du nombre des opérations de fusions-acquisitions en France sur la période de notre étude. Ces opérations permettent aux entreprises de réaliser des synergies de croissance. En effet, il y a une meilleure utilisation des ressources et une création de la valeur plus rapide (en accédant à de nouveaux marchés ou encore en disposant de nouvelles compétences). De plus, les fusions-acquisitions contribuent à améliorer les activités des entreprises par la restructuration de leurs systèmes productifs et financiers. Elles sont, également, considérées comme une des opérations qui permettent de vérifier l'efficacité de certaines décisions stratégiques sur la valeur de l'entreprise (Caby et al. 2013).

Figure 1: Evolution de l'activité des fusions-acquisitions en France de 1999 à 2014.



Source : Thomson Financial (2015)

Contrairement à son objectif initial, les opérations de fusions-acquisitions peuvent générer une destruction de valeur pour les entreprises acheteuses. En effet, Moeller et al. (2005) considèrent que les opérations de fusions-acquisitions influencent d'une façon négative aussi bien la richesse des actionnaires que celle des entreprises acheteuses. Les échecs des opérations de fusions-acquisitions peuvent être expliqués par une mauvaise évaluation des entreprises acheteuses et/ou cibles. Cette sur- ou sous-évaluation peut être, soit involontaire, due au choix d'une mauvaise méthodologie, soit volontaire par l'utilisation de certaines opérations sur le capital (telles que les actions gratuites, la division d'actions ou le rachat d'actions). La présence de ces opérations affecte le cours des actions qui joue un rôle essentiel dans l'évaluation de l'entreprise.

Certes, les opérations de fusions-acquisitions entraînent certaines modifications au sein de l'entreprise notamment la dilution du pouvoir et du capital des actionnaires préexistants. Pour pallier à ces inconvénients, les dirigeants des entreprises acheteuses peuvent à travers la gestion des résultats, adopter des choix comptables permettant d'augmenter le cours de leurs actions avant des opérations de fusions-acquisitions. (Louis, 2004 et Guo et al. 2008). Dans le cas des fusions-acquisitions par échange d'actions, la parité d'échange et les cours des actions de l'entreprise absorbante sont inversement liés (Boutant, 2010). Ainsi, en gérant positivement leurs résultats, ces entreprises acquéreuses cherchent à diminuer le nombre d'actions à émettre pour réaliser l'opération de fusion-acquisition et donc minimiser l'effet dilutif de l'opération.

Les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites sont deux opérations sur le capital qui sont souvent associées à une réaction positive des cours boursiers (Wulff, 2002 ; Chern et al. 2008 ; Anderson, 2011 ; Al-Yahyaee, 2013). Elles sont souvent interprétées comme un signal de confiance de la part des dirigeants sur le futur de l'entreprise (Grinblatt, 1984 ; Bechmann et Raaballe, 2007). Dès lors, les entreprises acquéreuses seront incitées à utiliser ces deux opérations, actions gratuites et division d'actions, pour gérer leur résultat avant des opérations de fusions-acquisitions.

Les Questions de la recherche

Plusieurs études ont examiné les déterminants de la gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions sur différents marchés (Erickson et Wang, 1999 ; Djama et Boutant, 2006 ; Botsari et Meeks, 2008 ; Boutant et Verdier, 2015 ; Zhang, 2017). A notre connaissance, peu d'études l'ont analysé sur le marché français (Djama et Boutant, 2006 ; Hamza et Lakhali, 2010 ; Fakhfakh et Nasfi, 2012 ; Boutant et Verdier, 2015). Toutefois, ces recherches ont utilisé des variables extraites de la comptabilité financière pour expliquer la gestion des résultats. Aucune d'entre elles n'a traité des opérations sur le capital. Ainsi, notre étude vise à vérifier si les divisions d'actions et l'attribution d'actions gratuites constituent une alternative possible aux dirigeants des entreprises pour gérer le résultat.

A l'égard de ces différentes études, notre thèse s'articule autour des questions suivantes :

Quel est le modèle le plus efficace pour mesurer la gestion des résultats ?

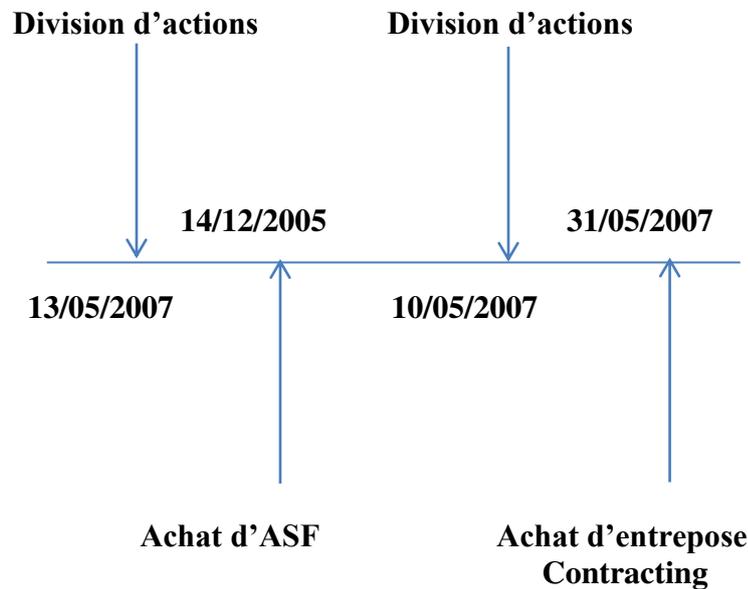
Quelles sont les variables explicatives de la gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions ?

Est-ce que les opérations sur le capital, à savoir les divisions d'actions et les actions gratuites, constituent un outil pour gérer le résultat avant des annonces de fusions-acquisitions ?

Cette recherche est motivée par les résultats trouvés par Guo et al. (2008). En effet, ces auteurs ont remarqué que les opérations de fusions-acquisitions sont assez souvent précédées par des divisions d'actions sur le marché Américain. Ce même constat a également été observé sur le marché français mais d'une façon moins importante. Par exemple, l'entreprise VINCI a annoncé le 14/12/2005 l'achat d'ASF. Cette opération était précédée par une annonce de division d'action le 13/5/2005. Les mêmes opérations sont observées au sein de

cette entreprise en 2007. En effet, une division d'actions a été lancée le 10/05/2007 suivie par une annonce d'achat de la société Entrepose contracting le 31/05/2007 (figure 2).

Figure 2: Les annonces d'acquisitions et de division d'actions de VINCI pour l'année 2005 et 2007



Les intérêts de la recherche

L'originalité de cette recherche tient tout d'abord, au fait qu'elle soit, à notre connaissance, la première étude empirique qui traite les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions comme un outil de gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions. De plus, dans notre thèse, nous ne nous limiterons pas à l'utilisation d'une seule méthode de calcul des *accruals* totaux. Ces derniers sont calculés en utilisant la méthode comptable et la méthode des cash-flows. Cela nous permettra de vérifier si l'utilisation de l'une de ces deux méthodes modifie le choix du modèle le plus efficace pour calculer la gestion des résultats. Enfin, une autre originalité de notre travail de recherche réside dans la comparaison des différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires. En effet, la majorité des travaux se concentrent sur un ou deux modèles pour étudier la gestion des résultats. Ils utilisent la significativité des résultats ainsi que R^2 (coefficient de détermination) pour comparer entre les modèles. Dans notre étude, nous utilisons le critère de BIC (le critère d'information Bayésienne) et AIC (le critère d'information d'Akaike) pour déterminer le modèle le plus efficace. Ce choix est justifié par le fait que les modèles initiaux ont été

modifiés pour atténuer l'hétéroscédasticité, d'où, il n'est plus possible d'utiliser les R^2 comme critère de choix.

Notre étude contribue à la recherche sur la gestion des résultats dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions sur plusieurs volets. Tout d'abord, elle est menée sur le marché français ce qui permet d'apporter une plus-value sur le plan empirique puisque la majorité des études sont effectuées sur le marché américain. Ensuite, Face au nombre important des modèles développés pour calculer les *accruals* non discrétionnaires, nos résultats vont permettre d'apporter des réponses intéressantes à des questions peu abordées dans les études académiques relatives aux choix du modèle de calcul de la gestion des résultats. Enfin, cette recherche permettra de comparer les actions gratuites et les divisions d'actions et leurs effets sur la gestion des résultats.

De ce fait, nos conclusions sur la relation qui existe entre la gestion des résultats et les divisions d'actions nous permettrons d'apporter une contribution originale sur les déterminants de la gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions. En effet, les conclusions trouvées mettent en exergue les divisions d'actions comme un outil de gestion des résultats. Ainsi, nos résultats peuvent être utilisés par les différentes parties prenantes. Tout d'abord, nos conclusions permettent aux dirigeants de la cible de vérifier la fiabilité des informations publiées par l'acquéreuse. La présence des opérations de division d'actions avant des fusions-acquisitions alerte les dirigeants de la cible sur la surévaluation de l'entreprise acquéreuse. Ce qui leur permet de prendre les mesures nécessaires pour échapper à la perte de valeur de leur entreprise. La prise en compte de ces opérations blanches contribue à une meilleure évaluation de l'entreprise acheteuse et permet ainsi d'éviter un échec de l'opération de fusion-acquisition. Ensuite, l'utilisation des divisions d'actions engendre une augmentation des valeurs des actions des entreprises acquéreuses. Ce qui permet aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse de sous évaluer la cible et profiter donc de l'opération de fusions-acquisitions. Enfin, la présence des divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions permet aux créanciers de douter de la crédibilité des résultats de l'entreprise. Ils peuvent se protéger en utilisant cette information pour instaurer des clauses d'endettement plus sévères.

Méthodologie et principaux résultats

Ce travail doctoral sera effectué sur des opérations de fusions-acquisitions qui sont réalisées sur le marché français. Plusieurs raisons ont motivé ce choix. Tout d'abord, le nombre important d'annonces de fusions-acquisitions en France. Selon Thomson Financial, ce nombre est de 23287 opérations entre 1990 et 2014. En outre, les travaux académiques effectués sur le marché français portant sur la gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions sont très rares par rapport à ceux effectués sur le marché américain (Teoh et al., 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; Baik et al., 2007 ; Guo et al., 2008 ; Zhang, 2017) .

Le choix du contexte français est aussi justifié par le cadre institutionnel des opérations sur le capital, à savoir les actions gratuites et les divisions d'actions. En effet, aux États-Unis, les actions gratuites « *stock dividends* » et les divisions d'actions « *stock split* » sont considérées comme des opérations de même type. La distinction entre ces deux opérations se fait à travers le facteur de division. Si ce dernier est supérieur ou égal à 25%, l'opération est considérée comme une division d'actions. Dans le cas contraire, l'opération est classée comme attribution d'actions gratuites. Sur le marché français, les actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations totalement différentes et couvrent des procédures diverses.

De plus, les sociétés françaises sont caractérisées par une concentration élevée de l'actionnariat et une protection légale faible des actionnaires (Faccio et Lang, 2002 ; Labelle et schatt, 2005 ; Mard et al., 2014²). Le contexte français constitue par conséquent un environnement favorable pour des pratiques de gestion des résultats (Leuz et al. 2003). Enfin, aucune étude n'a été effectuée sur le marché français en utilisant les opérations sur le capital comme un outil de gestion des résultats.

La revue de la littérature abondante relative aux mesures de la gestion des résultats a montré que la majorité des études empiriques recourent aux *accruals* au détriment de l'approche des seuils. Dans notre recherche, nous étudions la gestion des résultats en utilisant des modèles pour calculer les *accruals* anormaux. Ce choix est argumenté par l'objectif de notre recherche. En effet, contrairement à l'approche des seuils, l'utilisation des *accruals* permet d'identifier la valeur et l'outil des manipulations des résultats (Vidal, 2010).

² Mard et al. (2014) ont trouvé que le premier actionnaire des entreprises françaises détient en moyenne 38,8% des actions de l'entreprise.

Apparue pour la première fois comme un indicateur de gestion des résultats dans l'étude de Healy (1985), les *accruals* sont définis comme l'ensemble des ajustements comptables apportés aux cash-flows de l'entreprise et qui apportent des modifications temporelles au résultat de l'entreprise. Cette idée a été confirmée par Cormier et Magnan (1995) qui considèrent que les *accruals* permettent de détecter et mesurer la gestion des résultats suite aux différents choix comptables effectués par les dirigeants.

Ces *accruals* ne sont pas totalement dépendants des choix comptables des dirigeants. Les *accruals* totaux sont scindés en *accruals* non discrétionnaires liés au niveau d'activité de la firme et les *accruals* discrétionnaires liés à la discrétion managériale³. Les *accruals* discrétionnaires représentent la partie sujette à la manipulation comptable (qui peut être influencée par les décisions des dirigeants) tandis que les *accruals* non discrétionnaires (appelés aussi *accruals* normaux) représentent la partie qui ne peut pas être manipulée et qui est liée à une application fidèle des principes comptables (Boutant, 2010). D'où, les *accruals* discrétionnaires sont obtenus par soustraction des *accruals* non discrétionnaires des *accruals* totaux.

Deux méthodes sont avancées pour calculer les *accruals* totaux. La première, dite additive, repose sur les besoins de fonds de roulement (BFR). La deuxième méthode, dite méthode de cash-flows ou encore méthode soustractive, est basée sur le résultat de l'entreprise. Dans cette étude, nous utilisons ces deux méthodes pour calculer les *accruals* totaux. Ensuite, pour chaque méthode, nous déterminons la gestion des résultats en utilisant six modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires : le modèle de Jones (1991), le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995), le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle de Kothari et al. (2005) et enfin le modèle de Cormier et Martinez (2006). Le choix de ces modèles repose sur la revue de la littérature ainsi que la disponibilité des données. Une comparaison des résultats obtenus est par la suite effectuée afin de mettre en exergue le modèle qui procure les meilleurs résultats.

Pour étudier cette relation entre gestion des résultats et opérations sur le capital, nous utilisons les modèles les plus performants validés dans le premier chapitre empirique pour le calcul des *accruals* non discrétionnaires. Notre étude est effectuée sur des données en coupe transversale pour vérifier la significativité des résultats. En effet, le recours à cette approche

³ La discrétion managériale représente la latitude ou l'espace de liberté dont dispose le dirigeant pour gérer l'entreprise.

permet d'utiliser un échantillon assez grand et un nombre d'observations plus important que dans le cas des données en séries chronologiques. De plus, Bartov et al. (2000) ont évalué la capacité des modèles à détecter la gestion des résultats en utilisant les séries chronologiques et les données en coupe transversale. Ils ont trouvé que les modèles de Jones (1991) et Jones modifié (1995) en coupe transversale donnent de meilleurs résultats que les modèles en série temporelle.

Ainsi, pour tester nos hypothèses et vérifier si l'annonce des divisions d'actions et des actions gratuites constitue un outil de gestion des résultats, nous appliquons des modèles de régression simple. Pour effectuer ces régressions, nous considérons, dans un premier temps, les deux opérations de division d'actions et d'attribution d'actions gratuites comme une seule opération (DIVAG). Les actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations sur le capital qui ont des conséquences similaires du point de vue du marché. En effet, ces deux opérations se caractérisent par une augmentation du nombre des actions en circulation accompagnée par une baisse proportionnelle des cours des actions. Ainsi, cette variable DIVAG va nous permettre de tester si les opérations blanches sur le capital sont considérées comme une variable explicative de la gestion des résultats. Dans un deuxième temps, nous utilisons les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions comme deux opérations différentes.

Les régressions des différents modèles de mesure de la gestion des résultats ont montré des conclusions différentes. Le modèle (2) de Kothari et al. (2005) est le plus efficace pour calculer la gestion des résultats selon la méthode comptable. Les résultats selon la méthode des cash-flows ont abouti à des conclusions différentes. En effet, le modèle retenu pour calculer les *accruals* non discrétionnaires est le modèle de Kasznik (1999) selon le critère d'information AIC et BIC.

De plus, nos résultats sur les déterminants de la gestion des résultats corroborent la plupart des conclusions des autres travaux (Erickson et Wang, 1999 ; Skinner et Sloan, 2002 ; Louis, 2004 ; Hamza et Lakhal, 2010 ; Zhang, 2017). En effet, la taille de l'entreprise et le ratio book-to-market sont négativement et significativement associés à la gestion des résultats. Ces constatations sont cohérentes avec le cadre théorique de la gestion des résultats présenté au niveau du premier chapitre de la thèse. De plus, l'annonce d'acquisition par échange d'actions ainsi que la taille relative de l'opération affecte positivement la gestion des résultats.

Ce travail doctoral nous a permis d'examiner la relation positive qui existe entre les opérations sur le capital et la gestion des résultats. Cette dépendance entre les deux variables a été confirmée en utilisant les deux méthodes. Toutefois, la distinction entre les actions gratuites et les divisions d'actions a révélé des résultats différents. Malgré la ressemblance entre les actions gratuites et les divisions d'actions, seules ces dernières sont considérées comme un outil de gestion des résultats avant les fusions-acquisitions. Ainsi, deux implications majeures justifient l'utilisation des divisions d'actions pour gérer le résultat. D'une part, cette opération sur le capital est considérée comme un outil de gestion des résultats qui permet aux dirigeants des entreprises acheteuses de participer aux opérations de fusions-acquisitions avec le moindre coût. D'autre part, cet outil permet aux entreprises cibles de vérifier la fiabilité des résultats annoncés et de contrôler ainsi de telles manipulations.

Plan de la recherche

Afin de répondre à notre problématique, la thèse est structurée en deux parties. La première, est constituée de deux chapitres qui traitent la gestion des résultats avant des fusions-acquisitions ainsi que le choix du modèle de calcul des *accruals* sur le marché français. Et la deuxième partie est dédiée à analyser les outils de gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions.

Dans le premier chapitre de la première partie, nous dressons un panorama de la littérature sur la gestion des résultats. Grâce à la flexibilité des règles comptables et la faiblesse des modes de gouvernement des entreprises, les dirigeants adoptent une attitude de manipulation comptable. Ils dissimulent les informations comptables et financières aux investisseurs et analystes financiers afin de publier des résultats en fonction de leurs objectifs. Ainsi, plusieurs recherches sur les manipulations comptables du résultat ont été menées sur différents marchés et dans différents pays. Parmi ces outils, nous citons la gestion des résultats.

La revue de la littérature nous permet de mobiliser cinq théories qui expliquent le recours à la gestion des résultats. La première, est la théorie de l'agence. La mise en place de plans d'intéressements aux dirigeants constitue une incitation à ces derniers pour gérer leurs résultats. La théorie politico-contractuelle est la deuxième théorie. Trois principaux facteurs ont été avancés pour expliquer la gestion des résultats. La politique de rémunération des dirigeants, l'endettement et la taille de la firme. La troisième théorie est celle de la gestion des seuils, elle consiste à utiliser les outils comptables nécessaires pour atteindre un niveau

déterminé de résultat anticipé. La théorie de l'enracinement des dirigeants est la quatrième théorie, elle considère que les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour augmenter leurs parts et s'enraciner encore plus au sein de l'entreprise. Enfin, nous exposons la théorie du signal. Elle permet de réduire l'asymétrie d'information entre les agents informés et non informés. Deux types de signal ont été utilisés pour expliquer le recours à la gestion des résultats : un signal informationnel et un signal opportuniste.

Dans le deuxième chapitre, nous déterminons le modèle le plus efficace pour mesurer la gestion des résultats avant l'annonce des opérations de fusions-acquisitions. Cette comparaison sera effectuée en utilisant aussi bien la méthode comptable que la méthode des cash-flows pour le calcul des *accruals* totaux.

La deuxième partie est également composée de deux chapitres et sert à la validation empirique de nos hypothèses.

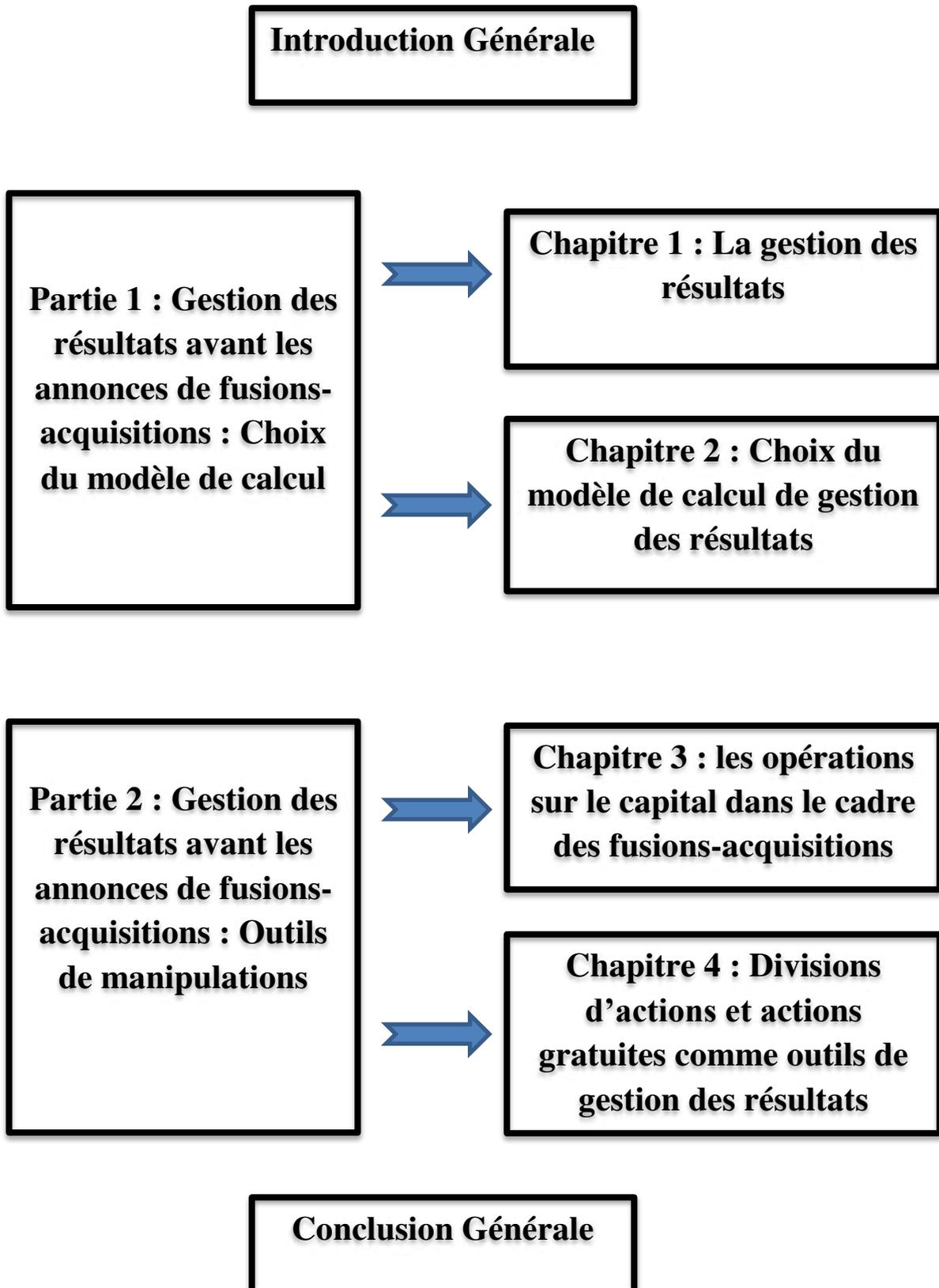
Dans le premier chapitre, nous présenterons les opérations sur le capital dans le cadre des fusions-acquisitions. Au regard de la littérature et de notre problématique, quatre hypothèses principales ont été développées pour expliquer le recours aux actions gratuites et aux divisions d'actions. La première est l'hypothèse du signal qui indique que les dirigeants utilisent ces opérations pour transmettre de bonnes nouvelles aux investisseurs sur la performance future de la société. La deuxième hypothèse est celle de « *optimal trading range* » qui affirme que les dirigeants procèdent à ces opérations afin de présenter les cours des actions dans une certaine plage optimale et améliorer ainsi la stabilité et la liquidité des actions. L'hypothèse de « *tick size hypothesis* » se fonde sur le maintien de l'échelon de cotation (ou pas de cotation) à un niveau optimal. Plus récemment, Guo et al. (2008) ont émis une nouvelle hypothèse pour expliquer le recours des entreprises aux divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions. Il s'agit de l'hypothèse de manipulation de valeur « *the value manipulation hypothesis* ». En effet, les entreprises acquéreuses divisent leurs actions avant l'annonce de l'opération d'acquisition afin de gonfler la valeur marchande de leurs actions.

Dans le deuxième chapitre de cette partie, nous étudions les différents facteurs qui influencent la gestion des résultats. En se référant aux études théoriques et empiriques antérieures, nous sélectionnons les principales variables qui encouragent les dirigeants des entreprises acquéreuses à adopter la gestion des résultats. De plus, nous vérifions si l'annonce

des attributions d'actions gratuites et des divisions d'actions constituent des outils pour gérer le résultat dans le cas des opérations de fusions-acquisitions.

L'articulation de notre thèse est synthétisée par la figure 3.

Figure 3 : Articulation de la thèse



Première partie :

**Gestion des résultats avant les annonces de fusions-
acquisitions: Choix du modèle de calcul**

Plusieurs recherches ont porté sur les outils de manipulations comptables des résultats. Parmi ces outils, nous citons la gestion des résultats qui a fait l'objet d'une littérature abondante. Elle est considérée comme un outil opportuniste utilisé par les dirigeants des entreprises pour satisfaire à leurs besoins. Elle est également, utilisée comme un outil informationnel qui permet de signaler des informations privées relatives à la performance future de l'entreprise.

Différentes théories ont expliqué le recours à la gestion des résultats, à savoir la théorie de l'agence, la théorie politico-contractuelle, la théorie de gestion des seuils, la théorie de l'enracinement des dirigeants et la théorie du signal qui permet de réduire l'asymétrie d'information entre les agents informés et non informés.

Afin de mesurer la gestion des résultats, la majorité des études empirique a utilisé la notion des *accruals*. Ces derniers sont considérés comme un indicateur de gestion des résultats. Ils sont définis comme l'ensemble des ajustements comptables apportés aux cash-flows de l'entreprise, qui permettent des modifications temporelles à son résultat. Ces *accruals* sont décomposés en *accruals* non discrétionnaires et des *accruals* discrétionnaires. Seule la partie discrétionnaire peut être influencée par les décisions des dirigeants de l'entreprise.

Pour appréhender cette partie discrétionnaire, plusieurs modèles ont été élaborés pour mesurer quantitativement la discrétion managériale. Parmi ces modèles nous citons les plus connus : le modèle de Healy (1985), le modèle de DeAngelo (1986), modèle des secteurs d'activités de Dechow et Sloan (1991), celui de Jones (1991), le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) Le modèle de Kasznik (1999), Le modèle de Dechow et al. (2003), celui de Kothari et al. (2005) et le modèle de Cormier et Martinez (2006).

L'existence d'un nombre important de modèle de calcul des *accruals* discrétionnaire et l'absence, à notre connaissance, des études qui comparent entre tous ces différents modèles sur le marché français, nous a conduit à s'interroger : quels modèles choisir pour calculer la gestion du résultat ?

En effet, la majorité des travaux de recherche utilisent ces modèles pour expliquer la gestion des résultats sans faire une étude comparative⁴ pour choisir le modèle le plus approprié.

Pour cela, il nous semble pertinent de comparer les différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires afin de choisir le modèle le plus efficace.

Ainsi, cette première partie est constituée de deux chapitres. Dans le premier, nous expliquons la gestion des résultats et ses fondements théoriques, ainsi que les principaux modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires. Dans le deuxième chapitre, nous effectuons une comparaison entre les six modèles retenus. Ces modèles seront testés sur un échantillon comportant des annonces d'opérations de fusions-acquisitions effectuées sur le marché français.

⁴ Rares sont les recherches qui ont effectué des études comparatives entre les modèles de calcul. Ces travaux de recherches n'utilisent pas tous les modèles traités dans la littérature. Ils effectuent une comparaison entre deux ou trois modèles.

Chapitre I :

La gestion des résultats

Introduction

Les nombreux scandales financiers de ces dernières années ont incité les chercheurs à orienter leurs études sur la qualité des informations comptables. En effet, la flexibilité des règles comptables et la faiblesse des modes de gouvernement des entreprises ont permis aux dirigeants d'adopter une attitude de manipulation comptable. Les dirigeants dissimulent les informations comptables et financières aux investisseurs et analystes financiers afin de publier des résultats en fonction de leurs objectifs. Ce qui génère une mauvaise allocation des ressources sur le marché.

Ce comportement opportuniste peut-être expliqué par le fait que la rentabilité des fonds propres est fortement liée aux résultats publiés par les entreprises. Ce qui engendre la maximisation ou l'augmentation de la richesse de chaque partie prenante (Healy et Wahlen, 1999 ; Zhou et Lobo, 2001).

Ainsi, plusieurs recherches sur les manipulations comptables du résultat ont été menées sur différents marchés et dans différents pays⁵. Parmi ces outils, nous citons la gestion des résultats qui a fait l'objet d'une littérature abondante. Différentes théories ont expliqué le recours à la gestion des résultats : (1) la théorie de l'agence, (2) la théorie politico-contractuelle qui a été la plus souvent traitée dans les études et les recherches académiques, (3) la théorie de gestion des seuils et (4) la théorie de l'enracinement des dirigeants, (5) la théorie du signal qui permet de réduire l'asymétrie d'information entre les agents informés et non informés.

Ce premier chapitre se compose de cinq sections : les première et deuxième sections seront consacrées à définir les différentes formes de gestion des données comptables ainsi que les perspectives de la gestion des résultats. Nous développerons dans la troisième section les incitations qui y sont liées. La quatrième section sera accordée à la présentation des

⁵ Les études de Chalayer (1995) sur le marché français, Dechow et al. (1996) et Draief-Chouaya (2008) sur le marché américain, Cormier et al. (1998) en Suisse et Sahut et Touhami (2007) sur le marché français et tunisien.

fondements théoriques de la gestion des résultats. Enfin, nous traiterons dans la dernière section, les principaux outils de mesure de la gestion des résultats.

Section 1 : Les différentes formes de gestion des données comptables

La gestion des résultats est une des formes les plus utilisées, généralement, par les dirigeants de l'entreprise afin de réaliser certains objectifs en manipulant les données comptables. Toutefois, le mot « manipulation » dans la langue française, contrairement à son analogue anglais, est assez souvent utilisé pour refléter des interventions frauduleuses. En effet, d'après Merchant (1990), la gestion des résultats peut prendre deux formes ; la gestion des résultats, dite légale, et la falsification qui est interdite et sanctionnée par la loi. Dès lors, l'utilisation de l'appellation « *gestion des données comptables* » proposée par Stolowy et Breton (2003) nous paraît plus appropriée.

La gestion stratégique du résultat survient grâce à des manipulations au niveau des outils comptables tels que le bilan et le compte de résultat. Ces modifications doivent être effectuées tout en respectant la loi. Selon Stolowy et Breton (2003), la loi considère comme délit toute présentation des comptes annuels ne donnant pas une image fidèle de la situation de l'entreprise. Ainsi, la gestion stratégique du résultat peut induire en erreur certaines parties prenantes mais elle ne doit jamais être frauduleuse⁶. Toutefois, il n'est pas facile de différencier entre gestion trompeuse de la part des dirigeants et une gestion visant à renforcer la situation de l'entreprise à travers le contenu informatif des chiffres comptables. De plus, la distinction entre erreur et fraude paraît complexe et différente selon le cadre légal des pays en question. Par exemple, aux États-Unis, la classification de vente en consignation au niveau du chiffre d'affaires est considérée comme une erreur. Cette même opération est jugée comme une fraude en France.

La gestion des données comptables englobe les différentes formes qui permettent de modifier le résultat. La littérature a relevé cinq principales catégories qui dévoilent certains aspects communs ainsi que des divergences. Dans ce qui suit, nous présentons ces différentes formes de gestion stratégiques du résultat, à savoir le nettoyage des comptes, l'habillage des comptes, la comptabilité créative, le lissage des résultats et la gestion des résultats.

⁶ Stolowy et Breton (2003), considère une opération frauduleuse, tout acte de modification de la perception du risque de transfert de richesse en dehors des limites des lois et des normes comptables (en Amérique, nous parlons des normes comptables GAAP et en Europe des normes IAS-IFRS).

1. Nettoyage des comptes ou « big bath accounting »

Selon Scott (1997), le phénomène de nettoyage des comptes appelé aussi « la grande lessive », consiste à publier une perte importante sans une mesure ou relation avec les résultats économiques. Ainsi, les managers des entreprises connaissant des difficultés, peuvent prendre des décisions qui ont tendance à surcharger les comptes de résultat de l'entreprise. Ils liquident donc les pertes et repartent sur des bases saines (Mard, 2004). Ce type de comportement est observé surtout dans les périodes de stress organisationnel tel que le changement des dirigeants ou dans les périodes de réorganisation.

En effet, afin d'éviter une période de crise, certaines entreprises optent pour le changement de leurs équipes de travail. Elles introduisent donc de nouvelles stratégies par le recrutement de nouvelles compétences qui permettent à l'entreprise de traverser cette période difficile. À son arrivée, généralement, le nouveau responsable enregistre certaines provisions et pertes qui sont supérieures à la situation réelle. Par ce comportement, les nouveaux dirigeants cherchent à assainir la situation de l'entreprise en constituant des provisions qui seront attribuées à la restructuration de l'entreprise. De plus, les dirigeants sont plus susceptibles d'améliorer les résultats de l'entreprise en partant sur des résultats antérieurs négatifs. Ils préservent ainsi leur réputation sur le marché du travail.

L'étude de Pourciau (1993) a montré que les nouveaux directeurs pourraient adopter des stratégies dès leurs arrivées pour nettoyer les comptes. Cette opération a pour effet de réduire les résultats du premier exercice et d'avoir de meilleurs résultats au niveau des exercices suivants. De même, Murphy et Zimmerman (1993) ont remarqué qu'un directeur nouvellement recruté peut constater un maximum de charges sur l'exercice de relève, de telle sorte que la responsabilité incombe à son prédécesseur ce qui préserve ainsi la réputation du nouveau venu.

Enfin, ces pratiques sont assez souvent observées chez les grands groupes surtout dans les périodes de restructuration⁷. Pour échapper aux négociations avec les syndicats et les salariés et justifier certaines décisions de licenciement, les dirigeants ont recours aux

⁷ L'objectif de la restructuration est l'amélioration des résultats de l'entreprise. Trois catégories de restructuration sont à mentionner ; (1) : la restructuration financière qui conduit à une amélioration du résultat comptable de la firme (modification de la structure du capital de l'entreprise), (2) : la restructuration du portefeuille qui entraîne une progression du résultat financier de l'entreprise (fusions-acquisitions...) et (3) : la restructuration organisationnelle, par la modification de l'organisation interne de l'entreprise (réduction de l'effectif...).

nettoyages des comptes en enregistrant des pertes énormes entraînant une diminution du bénéfice (Mansouri et Peretti, 2013).

2. L’habillage des comptes ou « window dressing »

L’habillage des comptes est un ensemble d’actions ou de manipulations de l’information financière (bilan, états financiers, etc.) afin de la rendre plus attractive pour les investisseurs. L’habillage des comptes peut se produire à n’importe quel moment de l’année, mais il est couramment utilisé à la fin d’une période pour embellir les états financiers. Etant donné que la date de clôture d’un exercice comptable est arbitraire, l’entreprise peut avancer ou retarder la comptabilisation de certaines charges ou produits afin d’influencer le niveau du résultat.

Allen et Saunders (1992) ont considéré comme habillage des comptes toute activité utilisant des transactions financières à court terme pour manipuler les valeurs comptables autour des dates de déclaration du résultat de fin de trimestre.

Audas (1993) a donné une présentation plus généralisée du « *window dressing* ». Il définit l’habillage des comptes pour toutes opérations génératrices de profit ou de pertes ou entraînant des réévaluations d’actif selon des objectifs recherchés et en toute légalité.

Pour Breton et Taffler (1995), l’habillage comptable est défini comme étant « *le résultat de choix parmi les différents principes comptables ou les méthodes de présentation, fait par les dirigeants dans l’optique de tromper les utilisateurs des comptes publiés* ».

Pour habiller les comptes, les dirigeants de l’entreprise peuvent modifier certaines données comptables⁸ pour présenter la société sous ses meilleurs aspects. A travers ces « *window dressing* », les dirigeants cherchent à satisfaire les investisseurs actuels en leurs présentant de belles performances. Par ce biais, ils parviennent également à attirer des nouveaux investisseurs. De la même manière, Le Quéré (2008) présente l’habillage des comptes comme un moyen pour augmenter les actifs de l’entreprise et par là même accroître la rémunération, en rendant les fonds plus attractifs et conformes aux attentes de la clientèle. Enfin, Lamrani (2012) a considéré l’habillage des comptes ou « *window dressing* », comme une pratique qui consiste principalement à améliorer l’aspect du bilan.

⁸ Anticiper des charges futures sur l’exercice en cours, gonfler le résultat réel avec des gains non récurrents, décaler une partie des revenus de l’exercice en cours vers un exercice antérieur, décaler des charges de l’exercice en cours vers une période antérieure ou ultérieure... (Howard Schilit, 2002).

3. La comptabilité créative ou « *creative accounting* »

Le concept de comptabilité créative est devenu de plus en plus fréquent dans la littérature académique, professionnelle ainsi que la presse économique. Plusieurs auteurs ont défini ce type de gestion des données comptables.

Trotman (1993) a défini la comptabilité créative comme « *une technique de présentation des comptes annuels des sociétés permettant de donner la meilleure image possible des résultats et du bilan. C'est aussi une technique de communication visant à valoriser, à travers ses comptes légaux, l'image d'une société auprès des investisseurs particuliers ou institutionnels* ».

Stolowy (1999) a considéré la comptabilité créative comme « *un ensemble de procédés visant à modifier le niveau de résultat dans un souci d'augmentation ou de minimisation, ou la présentation des états financiers, sans que ces objectifs s'excluent mutuellement* ».

De même, Colasse (2000) a décrit la comptabilité créative comme un ensemble de pratiques et techniques effectuées en comptabilité pour donner la meilleure image possible des comptes d'une entreprise. À travers les modifications apportées à ses bilans et ses comptes de résultat dans le sens favorable, l'entreprise utilise cette technique de comptabilité créative afin de paraître en une meilleure situation.

Toutefois, selon Colasse (2000), ces pratiques, quoiqu'elles soient effectuées en toute légalité, peuvent induire les investisseurs en erreur en leur montrant une meilleure image de l'entreprise. Par exemple, les dirigeants peuvent utiliser ces techniques pour présenter un résultat en croissance. Les investisseurs seront incités à investir dans cette entreprise même si les taux de rendements sont minimes. Ils s'attendent à une augmentation de ces derniers dans le futur.

4. Lissage des résultats ou « *income smoothing* »

Herpworth (1953) fut parmi les premiers auteurs qui ont évoqué le concept de « lissage des résultats » dans la littérature en proposant l'hypothèse selon laquelle la direction dans une entreprise peut lisser ses résultats. En effet, le lissage des résultats est un outil de manipulation des comptes. Il ne consiste pas à déterminer une direction de l'évolution du résultat publié mais plutôt à choisir et donner un ratio d'évolution stable du résultat à moyen terme (Scott, 1997).

Le lissage des résultats est considéré comme une forme spécifique de la gestion des résultats qui permet de maintenir une courbe croissante régulière des bénéfices réalisés. Cette situation permet à l'entreprise de profiter de la prime accordée par le marché aux entreprises qui présentent une augmentation régulière du résultat. Dans certains cas, ce lissage enrichit la valeur informationnelle des résultats publiés ce qui génère un profit aux investisseurs (Wang et Williams, 1994)⁹.

Selon Ronen et Sadan (1981) et Chalmers (1995), le lissage des résultats peut être considéré comme un outil de signalisation. Toutefois, Chalmers (1995) exige de sanctionner toute utilisation frauduleuse de cette technique. Il propose de pénaliser les entreprises qui lissent leurs résultats dans un contexte où leurs perspectives futures sont pessimistes. L'instauration d'une sanction rend le lissage un instrument de signalisation crédible qui permet d'informer les différents intervenants sur le marché financier des perspectives futures de l'entreprise.

5. La gestion des résultats ou « *earnings management* »

Différentes définitions de la gestion des résultats ont été abordées par la littérature, cependant, il n'existe pas de consensus sur une définition précise de ce concept. Dans ce qui suit, nous présentons quelques définitions qui ont été traitées dans les recherches académiques et une revue plus détaillée de ce concept sera effectuée dans la section suivante.

Lambert et Larcker (2003) ont défini la gestion des résultats comme étant le mécanisme qui consiste à décaler la période affectée par une opération en changeant les méthodes de mesure, en accélérant une vente ou en repoussant un achat. Dans cette définition, les auteurs mettent l'accent sur les outils comptables utilisés afin de gérer le résultat vers un seuil souhaité sans pour autant préciser les bénéficiaires de ce type d'opération.

Néanmoins, dans sa définition, Schipper (1989) a pris en compte les parties prenantes intervenant dans cette opération en identifiant le dirigeant comme l'acteur principal de la gestion des résultats. Ainsi, Schipper (1989) a considéré la gestion des résultats comme une intervention délibérée dans le processus de présentation de l'information financière dans le but de s'approprier des gains personnels. Cette définition met l'accent sur l'aspect

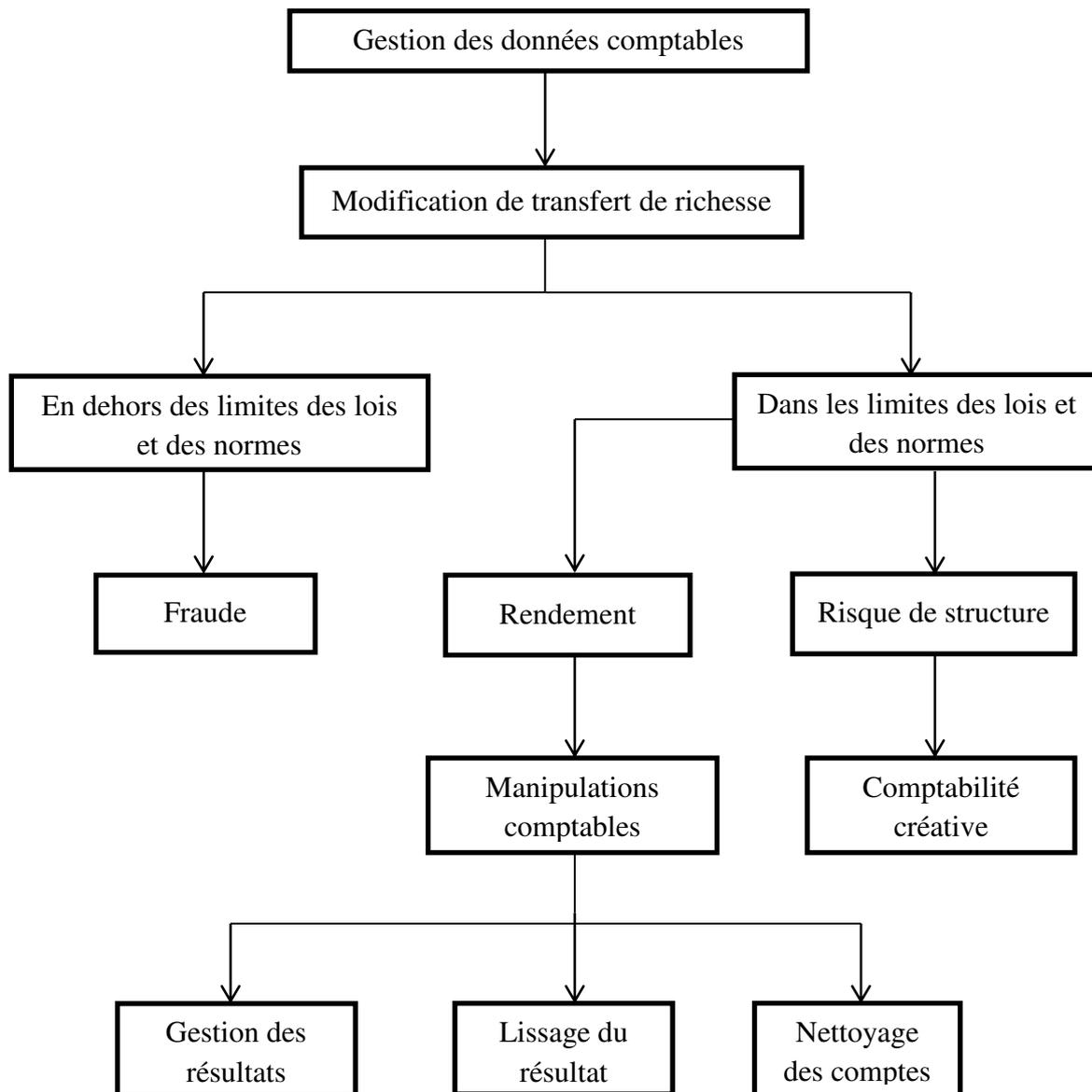
⁹ Imhoff (1977) répartit le lissage en deux types : un lissage naturel provoqué par des événements économiques et le lissage intentionnel.

opportuniste qui pousse le dirigeant à adopter un tel comportement. Cependant, nous pouvons considérer que l'opération de gestion des résultats provient de certaines pratiques et mesures de gestion afin d'apporter de la valeur pour les actionnaires.

Il faut noter aussi que selon Lamrani (2012), les dirigeants ne sont pas les seuls à chercher à manipuler les informations comptables pour modifier la perception de la situation financière de l'entreprise. L'auteur a montré que le contrôleur de gestion joue un rôle important dans le processus de production de l'information comptable et financière, ce qui le met dans une position de participation à la gestion des résultats (un rôle tout à fait contradictoire à celui évoqué par la littérature). Lamrani explique ce comportement par une attitude éthique des contrôleurs de gestion face à la gestion des résultats. Ces derniers s'investissent dans un rôle de modérateur entre les attentes du marché et la réalité de l'activité de l'entreprise pour faire face à la pression des marchés financiers.

Dans ce qui suit nous proposons un schéma présenté par Stolowy et Breton (2003), synthétisant l'ensemble des formes de manipulations comptables :

Figure 4: Synthèse des différentes formes de gestion des données comptables



Source : Stolowy H. et Breton G. (2003)

Section 2 : Définitions de la gestion des résultats

La revue de la littérature spécifique à la gestion des résultats a montré que cette dernière est perçue d'une façon générale selon deux perspectives ; une perspective opportuniste et une perspective informationnelle.

1. Une perspective opportuniste de la gestion des résultats

La première perspective, la plus citée dans la littérature, considère la gestion des résultats comme un outil opportuniste (Hettihewa et Wright 2010). Il est utilisé le plus souvent par les dirigeants pour satisfaire leurs besoins en évitant certaines situations qui peuvent nuire à l'entreprise et induire les investisseurs en erreur quant à la situation de l'entreprise. Ainsi, à travers le gonflement ou la réduction du résultat, les dirigeants informent les investisseurs que les résultats prévus ont été bien atteints. Cette réalisation sera compensée par une maximisation des profits personnels des dirigeants.

Différentes définitions ont été proposées par la littérature et qui soutiennent ce courant d'analyse. Partant de la définition donnée par Copeland (1968), la gestion des résultats est considérée comme étant la capacité des dirigeants de réduire ou d'accroître intentionnellement le résultat. Cette définition met l'accent sur deux points : le premier considère le dirigeant de l'entreprise comme l'auteur principal de cette opération. Le deuxième point concerne le côté volontaire du changement de résultat. Toutefois cette définition omet à la fois les procédures et les principaux bénéficiaires d'une telle action. Dès lors, la définition de Schipper (1989) vient combler ce manque de précision. Il définit la gestion des résultats comme « *l'intervention délibérée du dirigeant dans le processus d'information financière externe dans le but de s'approprier des gains personnels* ». Schipper (1989) considère que les dirigeants peuvent agir sur l'information comptable tout en respectant les règles comptables et légales. Cependant, deux critiques ont été attribuées à cette définition ; en effet, l'auteur a pris en considération seulement l'aspect opportuniste qui incite à l'utilisation de la gestion des résultats. De plus, les modalités évoquées par Schipper (1989) et qui sont utilisées pour gérer le résultat ne sont pas bien déterminées (Jeanjean, 2001).

La définition de Healy et Wahlen (1998) vient compléter certaines de ces lacunes. Ils considèrent que les dirigeants gèrent leurs résultats pour modifier les états financiers en utilisant leur latitude discrétionnaire dans le processus de comptabilité financière et dans la structuration des transactions. Ces modifications permettent d'induire en erreur certaines

parties prenantes sur les performances économiques réelles de l'entreprise et d'influencer les relations contractuelles basées sur les données comptables.

De même, Degeorge et al. (1999) considèrent la gestion des résultats comme l'utilisation de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes. Ainsi, les dirigeants gèrent le résultat pour influencer les perspectives des « *outsiders* » (tels que les investisseurs, les banques et les fournisseurs) et récolter des gains privés. Aussi, Mulford et Comiskey (2002) considèrent la gestion des résultats comme étant le choix et l'application des méthodes comptables afin d'obtenir les résultats escomptés.

Stolowy et Breton (2003) définissent la gestion des résultats comme l'exploitation de la « *la discrétion laissée aux dirigeants en matière de choix comptables ou de structuration des opérations, dans le but de générer une modification du risque de transfert de richesse associé à l'entreprise* ». Selon ces auteurs, la gestion des données comptables réside dans la conception d'une opération, ou le choix d'une norme ou d'une procédure comptable. Cela modifiera la façon dont les intervenants sur le marché perçoivent le risque de transfert de richesse associé à l'entreprise en entraînant la variation (à la hausse ou à la baisse) de la valeur de l'action, des obligations ou des autres transferts. Dès lors les états financiers ne sont plus fiables et crédibles puisqu'ils ne reflètent pas la situation réelle de l'entreprise. Cette idée a été confirmée par Breton et Schatt (2003). Ils affirment que dans certains cas, les dirigeants manipulent l'information comptable afin de transférer la richesse de certaines parties prenantes vers les actionnaires.

De la même manière, Gunny (2010) définit la gestion des résultats comme : « *Les actions [des dirigeants] qui changent le timing ou la structuration des opérations, des investissements et/ou du financement des transactions dans le but d'influencer les chiffres comptables publiés* ». Cette définition met l'accent sur la volonté des dirigeants de modifier les résultats réalisés par l'entreprise.

Lamrani (2012) considère la gestion des résultats comme la possibilité de maintenir une prise de risques nécessaires à l'efficacité économique du système sans discréditer les dirigeants.

Toutefois, certains dirigeants considèrent la gestion des résultats comme un instrument de légitimation. En effet, l'étude de Lambert et Sponem (2003) effectuée sur 32 contrôleurs de

gestion interviewés¹⁰, a révélé que ces derniers considèrent la gestion des résultats comme « *un instrument de légitimation et/ou un moyen pour donner des marges de manœuvre aux managers face aux attentes des marchés financiers* ».

Nous remarquons que l'aspect opportuniste de ce courant de la gestion des résultats supporte la théorie politico-contractuelle. En effet, la gestion des résultats procure une certaine rémunération et sécurité aux dirigeants puisqu'elle permet d'afficher des résultats meilleurs. En sentant leurs réputations et leurs postes menacés, les dirigeants optent pour certains choix pour afficher des résultats plus intéressants qui coïncident avec les attentes des actionnaires.

2. Une perspective informationnelle de la gestion des résultats

La deuxième perspective dite informationnelle considère la gestion des résultats comme un outil de signalement des informations privées relatives à la performance future de l'entreprise. En effet, les dirigeants ont recours à la gestion des résultats pour transmettre une information sur le marché des capitaux. Cette analyse optimiste est souvent observée avant des introductions en bourse, des offres publiques d'achat ou des fusions-acquisitions (Erickson et Wang, 1999).

D'après Lambert et Sponem (2003) la gestion des résultats traduit la manière selon laquelle les dirigeants définissent leur politique comptable afin de confirmer les attentes du marché financier. Ainsi, pour corroborer les prévisions des managers et du marché, les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour maintenir la bonne image de leur entreprise et informer les investisseurs des futures belles perspectives de l'entreprise.

Selon cette vision, la gestion des résultats peut être définie comme toute décision de gestion raisonnable, légale et appropriée provenant d'une bonne gestion de l'entreprise et qui apporte de la valeur aux différentes parties prenantes. Une fois que la gestion des résultats est réalisée à travers des mesures de gestion¹¹, elle permet d'atteindre le niveau de résultat

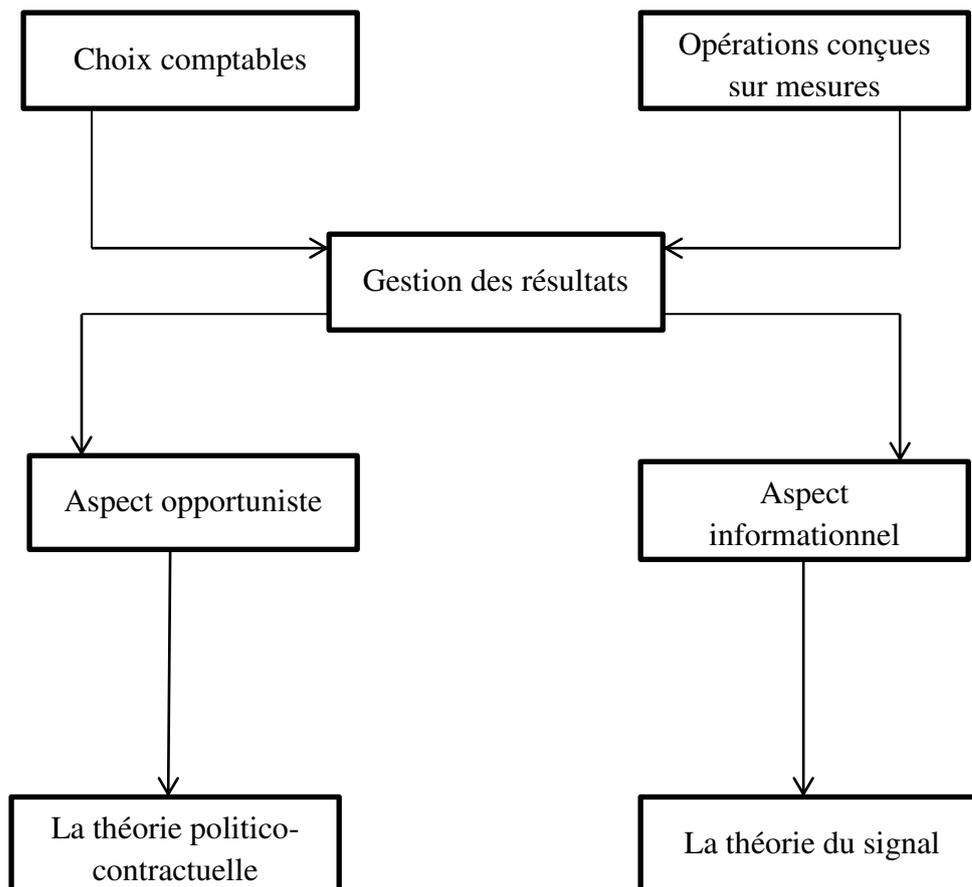
¹⁰ L'étude de Lambert et Sponem (2003) est effectuée sur le marché français et basée sur des entretiens avec 32 contrôleurs de gestions de 13 sociétés différentes.

¹¹ Il existe plusieurs modalités de la gestion des résultats, Degeorge et al. (1999), Healy et Whalen (1998) et Jeanjean (2002) les répartissent en deux principales modalités à savoir : (1) les ajustements comptables tels que les changements de méthodes comptables ou encore la politique d'amortissement et de provisionnement, (2) et les ajustements sur les cash-flows tels que le déplacement des dépenses d'un exercice à un autre.

souhaité ainsi que les objectifs fixés. Ainsi, cet aspect informationnel vient soutenir et appuyer la théorie du signal de la gestion des résultats.

Le graphique ci-dessous fournit une synthèse de la définition de la gestion des résultats.

Figure 5 : Définition de la gestion des résultats



Source : inspiré du schéma de Stolowy et Breton (2003)

Au-delà des aspects opportuniste et informationnel, Kin (2008) utilise une métaphore amusante pour décrire la gestion des résultats. En effet, il compare cette dernière à une scène de crime¹². Il montre que si nous considérons la gestion des résultats comme une activité potentiellement frauduleuse, sa détection va ressembler à une enquête sur un mystérieux assassinat « à la Sherlock Holmes ». Ces investigations doivent tenir compte des sept éléments suivants : (1) si un crime a été commis, (2) les suspects responsables, (3) les armes

¹² Nous invitons le lecteur à découvrir l'article de Kin Lo pour une meilleure connaissance de cette comparaison. "Earnings management and earnings quality" Kin Lo, Journal of Accounting and Economics vol 45 (2008) p 350-357.

utilisées, (4) les victimes, (5) les motifs de ce crime, (6) la possibilité de réaliser l'acte et (7) autres explications.

En tenant compte des deux aspects opportuniste et informationnel, nous pouvons dire que la gestion des résultats est un outil qui permet aux dirigeants de modifier les résultats de l'entreprise en optant pour certains choix (tels que la réduction de certaines dépenses discrétionnaires, la manipulation temporaire des ventes et l'utilisation de certaines opérations sur capital). Ces choix permettent de refléter la bonne gestion de l'entreprise et/ou d'améliorer l'image des dirigeants tout en apportant de la valeur aux différentes parties prenantes.

Le dirigeant reste l'acteur et le bénéficiaire principal de la gestion des résultats, de sorte que l'utilisation excessive de ce type de technique nous conduit à nous interroger sur les incitations qui le poussent à adopter la gestion des résultats.

Section 3. Les incitations à la gestion des résultats

La revue de la littérature académique a révélé trois principales motivations qui encouragent le dirigeant à suivre un tel comportement : les incitations liées aux dirigeants (1), les incitations liées à l'entreprise (2) et les incitations liées aux investisseurs et aux analystes financiers (3).

1. Les incitations liées aux dirigeants de l'entreprise

Les motivations à gérer le résultat peuvent être influencées par des incitations personnelles liées aux dirigeants. En effet, l'entreprise peut passer par des périodes de difficultés où elle enregistre une faiblesse au niveau de sa performance. Dans ce contexte, les dirigeants ayant prévu et annoncé des résultats différents de ceux anticipés peuvent choisir de gérer leurs résultats à la hausse afin de préserver leurs images et sauver leurs réputations ou même leurs emplois¹³. Mard (2003) a indiqué que les managers qui échouent à maintenir le flux de bénéfices et de dividendes ainsi que le cours boursier sur une tendance croissante s'exposent à des sanctions immédiates. Elles peuvent aller d'une sanction pécuniaire et patrimoniale à une éviction de leur poste avec une perte de notoriété associée.

¹³ Guidry et al. (1999) affirment que les chefs de division d'une grande entreprise multinationale sont susceptibles de reporter le résultat lorsque le résultat fixé n'est pas atteint.

Les managers peuvent également chercher à gérer le résultat pour donner une bonne image de leur travail aux différentes parties prenantes. Ils augmentent ainsi leur chance sur le marché du travail et bénéficient d'une prime ou sursalaire. Ils peuvent aussi participer au capital de l'entreprise s'il existe un système de rémunération basé sur les résultats réalisés au sein de l'entreprise. Dechow et Skinner (2000) ont affirmé que les dirigeants ont recours à la gestion des résultats afin de négocier des primes et des salaires plus avantageux.

En effet, dotés d'un système de rémunération fondé sur des bonus obtenus grâce à la réalisation de certains seuils de performance financière de l'entreprise, les managers peuvent gérer le résultat afin de profiter au maximum de ce système de rémunération. Ce qui, en définitive, augmente leurs richesses personnelles. McNichols et Wilson (1988), Graver et al. (1995) et Mard (2004) ont trouvé que les entreprises qui émettent des prévisions et qui offrent un régime incitatif de rémunération à leurs cadres, gèrent leur résultat de façon plus importante que les entreprises qui n'offrent pas de tel régime de rémunération.

Dans son étude effectuée sur les entreprises cotées à la bourse de Paris, Jeanjean (2001) a trouvé que la présence d'actionnaire-dirigeant au sein de l'entreprise constitue une incitation à la gestion des résultats. L'auteur a présenté deux explications à ce résultat qui prouve que le recours à la gestion des résultats n'a pas toujours pour objectif de tromper les autres parties prenantes. Tout d'abord, se trouvant dans une position d'actionnaire, les dirigeants-actionnaires peuvent signaler à travers la gestion des résultats des informations privées au marché, sans être soupçonnés d'opportunisme. Ensuite, soucieux de leur image de dirigeant, les dirigeants-actionnaires ont la volonté de justifier leur bonne gestion auprès des autres actionnaires.

De plus, d'après la théorie financière, les dirigeants cherchent à maximiser la richesse des actionnaires. En conséquence, pour bien veiller à la réalisation des objectifs de ces derniers, les dirigeants peuvent faire appel à la gestion des résultats. Toute chose étant égale par ailleurs, la satisfaction des besoins des actionnaires traduite par l'augmentation des bénéfices engendre une croissance des salaires des dirigeants.

Aussi, la manipulation comptable peut être observée par les nouveaux dirigeants (Murphy et Zimmerman, 1993 ; Pourciau, 1993) qui peuvent avoir recours à la gestion des résultats, à la baisse, en enregistrant le maximum de perte afin de porter la responsabilité aux anciens dirigeants et commencer leurs travaux sur des bases solides.

2. Les incitations liées à l'entreprise

La gestion des résultats peut être influencée par des variables endogènes liées à l'entreprise elle-même. Parmi ces facteurs nous pouvons citer ; la performance de l'entreprise et sa capacité d'atteindre les objectifs fixés, la fiscalité, l'endettement et certaines opérations sur le capital telles que l'augmentation du capital, les rachats d'actions ou encore les fusions-acquisitions.

Le résultat comptable constitue un élément important qui peut inciter les dirigeants à gérer le résultat pour refléter une bonne santé de l'entreprise. Lakhal (2006) a avancé que le résultat comptable est une composante essentielle de l'information qui est diffusée aux marchés financiers. De la même manière, Mard (2003) a affirmé que les dirigeants d'une société seront incités à gérer leurs résultats lorsque les résultats comptables sont inférieurs à leurs attentes. Cela leur permettra d'atteindre certains objectifs fixés et communiquer une bonne image de performance de l'entreprise au marché. La gestion des résultats présente un moyen de cacher et masquer la phase de décroissance et la situation difficile de l'entreprise. Etant donné que le marché sanctionne sévèrement les entreprises qui réalisent des résultats inférieurs aux prévisions, certains dirigeants adoptent la technique de gestion des résultats afin d'atteindre les résultats prévus et éviter ainsi les pénalités du marché (Skinner et Sloan, 2002).

Les contrôleurs de gestion considèrent la gestion des résultats comme une solution nécessaire pour un bon fonctionnement des entreprises. Elle donne aux dirigeants les flexibilités nécessaires pour faire face aux attentes des marchés financiers. De cette manière, la gestion des résultats permet de prendre des risques nécessaires pour le bien de l'entreprise sans discréditer les dirigeants (Lambert et Sponem, 2005). En effet, pour améliorer la situation de l'entreprise, les dirigeants fixent certains objectifs à atteindre durant leur mandat au sein de la société. La non réalisation de ces objectifs peut nuire à la réputation et la situation aussi bien de l'entreprise que des dirigeants, ce qui les oblige à recourir à la gestion des résultats.

Mard (2003) a évoqué quatre principaux objectifs qui incitent à la gestion des résultats ;

a- Eviter les pertes : certaines études ont montré que les dirigeants qui réalisent un résultat négatif proche de zéro cherchent à éviter ces pertes par le recours à la gestion des résultats (McNichols, 2003). En effet, un résultat égal à zéro ou légèrement positif sera mieux apprécié

qu'une légère perte. Leuz et al. (2003) ont affirmé que les dirigeants évitent de publier les pertes même si elles sont négligeables pour éviter une réaction négative du marché à une telle information.

b- Eviter les baisses du résultat : La volonté de présenter une suite croissante de résultats constitue une motivation aux dirigeants pour gérer le résultat. Ce comportement est expliqué par la prime attribuée par le marché pour les sociétés qui présentent des résultats croissants de façon régulière (Myers et Skinner, 1999).

c- Atteindre les prévisions de résultat : cet objectif constitue une incitation aux dirigeants pour gérer le résultat afin de corriger les erreurs quant à la fixation des prévisions. Le recours à la gestion des résultats comme outil de correction des prévisions établies par les dirigeants, permet de limiter les pertes que peuvent engendrer ces prévisions non réalisées (Kaszniak, 1999).

d- Atteindre un résultat psychologique : cette hypothèse prend son inspiration du domaine de marketing. En effet, selon Mard (2003), c'est plus attractif d'attribuer le prix de 199 à un produit que le prix de 201. Mard a utilisé ce même principe de jeu de chiffre pour le résultat de l'entreprise tout en inversant le processus, c'est-à-dire l'annonce d'un résultat de 201 au lieu de 199 sera mieux appréciée sur le marché. Il explique cette influence par le fait que les individus mémorisent en priorité le premier chiffre du résultat. Ainsi les dirigeants font recours à la gestion des résultats à la hausse afin d'atteindre un résultat psychologique.

Selon Waterhouse et al. (1993), certaines entreprises recourent à la gestion des résultats pour échapper à l'augmentation des salaires et évitent ainsi une confrontation avec les syndicats. En effet, une diminution des bénéfices réalisés permet à l'entreprise de maintenir une rémunération constante de ses salariés voire même une diminution. Ce comportement est observé surtout au niveau des entreprises pour qui le salaire et les avantages sociaux présentent les principaux coûts supportés au cours d'un exercice comptable (Breton et Schatt, 2003).

De même, le recours à la gestion des résultats est observable surtout avant les négociations salariales. Le risque de demander une augmentation de salaire est moins important pour les entreprises qui annoncent des pertes (D'Souza et al. 2001). Cependant, ce comportement peut engendrer des effets néfastes sur le futur de l'entreprise en la rendant moins attractive pour les investisseurs.

La gestion du résultat est aussi motivée par le niveau de la dette. Nous pouvons évoquer deux principales raisons. En premier lieu, les clauses restrictives des contrats de dettes¹⁴ poussent les gestionnaires à augmenter le résultat de l'entreprise pour éviter les coûts de violation du contrat. En second lieu, les dirigeants d'une entreprise en difficulté peuvent procéder à une gestion des résultats afin de montrer que la situation financière de l'entreprise est saine et facilite ainsi l'obtention de crédit de la part des institutions financières. En effet, les banques utilisent l'information comptable pour ces décisions d'octroi de crédit bancaire. La gestion des résultats permet effectivement de présenter l'entreprise dans une bonne situation financière puisqu'elle réduit la probabilité de défaillance et permet à l'entreprise de profiter d'un financement à coût réduit. Cormier et Magnam (1995) ont étudié la gestion des résultats de 85 entreprises qui ont fait un appel public à l'épargne au Québec pour la période allant de 1985 à 1991. Les résultats ont montré que les entreprises avec un niveau d'endettement élevé et qui ont émis des prévisions du résultat, montre une gestion des résultats plus importante que les entreprises qui ont un niveau faible d'endettement.

Ben Othman et al. (2007) ont effectué une étude comparative portant sur des environnements socio-économiques différents en termes, de structure de marché. L'étude a porté sur la France et la Tunisie, des pays issus du modèle comptable Euro-Continental qui est caractérisé par le contrôle de l'État et par une aversion au risque. Et un pays Anglo-américain, le Canada, où la comptabilité est indépendante de la fiscalité et où le marché financier joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie. Les résultats ont montré que sur un marché caractérisé par un modèle de gouvernance partenariale, tels que le marché français et le marché tunisien, la principale motivation à la gestion des résultats est liée aux coûts contractuels d'endettement. Tandis que pour les entreprises canadiennes où le modèle de gouvernance est le modèle actionnarial, les incitations sont liées aux pressions exigées par le marché financier. En effet, dans leurs travaux ces auteurs ont trouvé que l'endettement constitue une motivation excessive à la hausse de la gestion des résultats chez les firmes françaises et tunisiennes afin de bénéficier d'un soutien des organismes prêteurs. Contrairement aux firmes canadiennes où le niveau d'endettement n'a pas un impact majeur sur la gestion des résultats.

¹⁴ Ce point sera traité dans la deuxième section au niveau de la théorie politico-contractuelle.

Breton et schatt (2003) ont montré qu'une baisse du coût de financement s'avère avantageuse pour les actionnaires puisque le financement par dette implique la conservation de leurs bénéfices privés.

Les prélèvements d'impôts peuvent également constituer une motivation à la gestion des résultats. Ainsi, les dirigeants des entreprises peuvent gérer le résultat mais cette fois à la baisse afin de payer moins d'impôts. L'étude de Roubi et Richardson (1998) a montré que les dirigeants gèrent les résultats comptables à la baisse en présence de taux d'impôt élevé. De plus, selon Breton et Schatt (2003), les dirigeants peuvent recourir à la gestion des résultats à travers une augmentation des charges constatées afin de réduire le montant d'impôt. Ce comportement peut être observé surtout dans les pays où la comptabilité et la fiscalité sont étroitement liées. C'est évidemment le cas de la France. Par exemple, en augmentant les créances douteuses, les dirigeants arrivent à augmenter les flux de liquidité disponible (diminution des impôts à payer) et donc à maximiser la valeur de l'entreprise et par conséquent la richesse des actionnaires.

Toutefois, il faut signaler que le recours à la gestion des résultats pour des raisons fiscales s'avère limité à cause des poursuites et des pénalités qui peuvent découler d'un contrôle fiscal découvrant de telles manipulations.

De plus, les entreprises sont incitées à sous-estimer la valeur de leurs actions avant des opérations de rachat d'actions. Ceci s'effectue à travers une gestion du résultat à la baisse afin d'influencer le cours de ces actions (Perry et Williams, 1994 ; Gong et al. 2008). Un tel comportement s'avère bénéfique puisqu'il permet à l'entreprise de racheter ces actions à moindre coût. Néanmoins, cela peut engendrer une altération de la notoriété de l'entreprise sur le marché financier et peut même générer un effet négatif sur sa réputation.

Finalement, certaines entreprises gèrent leurs résultats avant des opérations de fusions-acquisitions. En effet, les dirigeants des entreprises cibles et acquéreuses adoptent des choix comptables avant des fusions-acquisitions afin d'influencer le prix de l'opération (Erickson et Wang, 1999 ; North et O'connel, 2002). En outre, le recours à la gestion des résultats est motivé par l'amélioration de la valorisation des actions de l'entreprise (cible ou acquéreuse). Ces pratiques sont le plus souvent observées dans le cas de fusions-acquisitions par échange d'actions.

La parité d'échange est déterminée par rapport aux valeurs relatives des sociétés qui participent à l'opération. Cette parité influence les dilutions des pouvoirs au sein des entreprises. Afin de préserver leur pouvoir, certaines entreprises gèrent leurs résultats pour améliorer leurs valeurs et obtenir une parité d'échange plus avantageuse. En augmentant la valeur de ces actions, l'entreprise acquéreuse (cible) maximise (minimise) le nombre d'actions à avoir (à émettre).

Les travaux d'Erickson et Wang (1999), Djama et Boutant (2006) et Francoeur et al. (2012) ont validé cette hypothèse et une gestion des résultats à la hausse est observée avant les opérations de fusions-acquisitions.

3. Les incitations liées aux investisseurs et analystes financiers

Dans certaines situations, les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour ne pas décevoir les investisseurs. Ce comportement se justifie par l'envie de sauver et conserver une bonne réputation de l'entreprise en essayant de bien remplir ses engagements envers les différentes parties prenantes¹⁵. Face à des prévisions du résultat, les dirigeants se trouvent obligés de s'engager dans certaines actions de gestion des résultats afin de rassurer les investisseurs quant aux attentes de croissance future. En ayant recours à la gestion des résultats, les dirigeants tentent de cacher la valeur réelle de leur entreprise afin d'encourager les pourvoyeurs de fonds à investir dans l'entreprise, soit en tant qu'actionnaires, soit en tant que créanciers. Dechow et al. (1996) affirment que l'une des motivations de l'utilisation de la gestion des résultats est d'attirer des sources de financement externes à moindres coûts. En gérant le résultat, les dirigeants parviennent à influencer les investisseurs quant aux perspectives actuelles et futures de l'entreprise.

Enfin, selon Lamrani (2012), les analystes financiers sont considérés comme experts des marchés financiers et des entreprises. Grâce aux informations qu'ils détiennent sur les entreprises et leurs environnements. Ils jouent le rôle de prescripteurs et des intermédiaires auprès des investisseurs. Ils donnent des conseils et des recommandations à ces derniers concernant l'achat, la conservation ou la vente des titres. D'où les dirigeants seront incités à

¹⁵ D'après Breton et Schatt (2003) ; les parties prenantes en plus des actionnaires, sont également les banquiers, les salariés, les clients, les fournisseurs ou encore les pouvoirs publics et l'ensemble des citoyens.

prendre des décisions à court terme à travers une gestion des résultats afin d'influencer ces analystes.

Section 4 : Les fondements théoriques de la gestion des résultats

La gestion des résultats est de plus en plus utilisée par les dirigeants au sein de leurs entreprises. D'après une étude de Sellami et Adjaoud (2010), 23% des entreprises françaises gèrent réellement leurs résultats¹⁶. Affectant aussi bien la richesse des dirigeants que celle de l'entreprise et des autres intervenants sur le marché, la gestion des résultats n'est plus un simple outil mais aussi un élément stratégique influençant la décision d'investissement et d'allocation de ressources des différentes parties prenantes. Plusieurs courants théoriques ont tenté d'expliquer le recours à cet outil stratégique. En effet une revue de la littérature nous a permis de dégager cinq théories explicatives des motivations à la gestion des résultats. Il s'agit de la théorie de l'agence, la théorie politico-contractuelle de la comptabilité, la théorie de gestion des seuils, la théorie de l'enracinement des dirigeants et la théorie du signal.

1. La théorie de l'agence

Depuis Berle et Means (1932), plusieurs chercheurs ont fourni un nombre important d'études afin d'établir une relation entre la séparation des fonctions de propriété, de direction et de performance des firmes. La rupture entre propriété / direction entraînerait des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants qui poursuivent des objectifs différents. Ainsi, la réalisation de certains investissements et/ou la non-performance de certaines entreprises nous conduisent à s'interroger sur la rationalité des décisions prises par les dirigeants.

Traitant la relation principal/agent, la théorie de l'agence a été présentée pour la première fois par Ross (1973) puis développée par Jensen et Meckling (1976)¹⁷. Elle est fondée sur la divergence des intérêts et de l'asymétrie d'information entre ces deux parties prenantes. En effet, l'agent (dirigeant), agit d'une manière égocentrique afin de maximiser sa

¹⁶ L'étude de Sellami et Adjaoud (2010) a porté sur 1771 observations (entreprises-années) représentant les entreprises françaises cotées sur la période allant de 1996 à 2001 et a révélé une évolution remarquable du nombre des entreprises pratiquant la gestion des résultats passant de 33 entreprises (8,37%) en 1997 à 134 (33%) en 2001.

¹⁷ Jensen et Meckling (1976) définissent la théorie de l'agence comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision de l'agent. »

richesse au détriment de celui du principal (actionnaire). Il y a donc un transfert de richesse de l'entreprise vers le dirigeant (Jensen et Meckling, 1976).

Jensen et Smith (1985) ont déterminé trois principales raisons du caractère conflictuel de la relation de l'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Premièrement, les dirigeants investissent dans des projets à valeur actuelle nette négative (bureaux spacieux, avion ou voiture de la société, déjeuners d'affaires somptueux...) étant donné qu'ils sont sensibles aux avantages non pécuniaires prélevés sur la valeur du patrimoine des actionnaires. En plus, les dirigeants sont incités à investir dans des projets d'un niveau de risque inférieur à celui qu'auraient souhaité les actionnaires puisqu'ils investissent leur capital humain dans l'entreprise. Enfin, ils privilégient les investissements à court terme, tant que leur horizon est limité à leur présence dans l'entreprise.

Ces divergences d'intérêt provenant de la relation de l'agence engendrent des coûts qui sont définis comme coûts de l'agence. En effet, différentes dépenses sont engagées et de nombreux mécanismes externes ou internes à l'entreprise peuvent être utilisés afin de réduire ces coûts. En outre, selon la théorie de l'agence, il est nécessaire d'accroître l'attachement du dirigeant à ses actionnaires en rendant sa richesse dépendante de la valeur boursière de l'entreprise.

D'une manière générale, les dirigeants cherchent à optimiser leurs utilités personnelles au détriment des autres parties prenantes. Pour réduire ce comportement, les dirigeants sont soumis à une rémunération qui est fonction du résultat réalisé. La mise en place de diverses formes d'intéressement (stock-options, bonus plans) doit les conduire à veiller sur la bonne gestion de l'entreprise. Ce type de mécanisme peut les inciter à gérer le résultat à des fins d'enrichissement personnel puisque le résultat dépendra du choix des méthodes comptables utilisées par les dirigeants¹⁸. Selon Jensen et Meckling (1976), la présence de dirigeants-actionnaires incite ces derniers à maximiser la valeur de l'entreprise et la rend plus performante. De plus, Graham et al. (2005) ont trouvé que sur le marché américain 40% des dirigeants cherche à atteindre les objectifs pour bénéficier des bonus.

Toutefois, se concentrant sur leurs propres intérêts, le dirigeant peut gérer le résultat pour renforcer sa position en négligeant les intérêts des autres investisseurs internes et

¹⁸ La théorie de l'agence inspire la première hypothèse de rémunération de la théorie politico-contractuelle.

externes. Cela peut aggraver les conflits entre les dirigeants et les actionnaires au lieu de les atténuer. Pour augmenter leurs rémunérations basées sur le résultat réalisé, les dirigeants ont tendance à gérer leurs résultats à la hausse et maximiser leur bien être en présentant aux actionnaires un résultat qui correspond à leurs attentes.

Afin de limiter les dépenses et les gaspillages inutiles des dirigeants, les actionnaires procèdent le plus souvent à répartir les charges dépensées par ces derniers. Cette répartition permet de contrôler l'activité des dirigeants et limiter leurs comportements aberrants. Ceci entraîne donc une pression supplémentaire et poussent ces managers à prendre des mesures leur permettant de réduire les coûts. La gestion des résultats permet aux dirigeants de reporter certaines de ces charges et de montrer une bonne gestion de leur part.

2. La théorie politico-contractuelle

Pour expliquer certains choix comptable, Watts et Zimmerman (1978, 1986), ont étudié l'importance de la motivation des dirigeants ainsi que les coûts contractuels et politiques au sein de l'entreprise. Cette approche est très couramment appelée « la théorie-positive de la comptabilité ». Cependant, le terme « la théorie politico-contractuelle » est le plus adéquat (Raffournier, 1990 ; Cormier, 2002). Cette théorie est constituée par les différentes pratiques comptables utilisées pour affecter le résultat de l'entreprise. Ainsi les dirigeants peuvent adopter deux types de comportement : un comportement opportuniste en privilégiant leurs intérêts par rapport à ceux des autres intervenants au sein de l'entreprise et un comportement visant à appliquer les normes comptables de façon efficiente afin de maximiser la valeur de l'entreprise.

Watts et Zimmerman (1986) ont avancé trois facteurs qui expliquent le recours à la gestion des résultats : la rémunération, l'endettement et la taille.

a/ La rémunération

Selon le critère de rémunération, les dirigeants choisissent d'accélérer et d'augmenter le résultat afin de maximiser leurs richesses surtout si la rémunération est une fonction croissante des résultats réalisés. Jeanjean (2002) a indiqué que de telles actions sont censées améliorer le bien-être du manager même si l'utilité des autres parties prenantes peut être affectée.

b/ L'endettement

Le deuxième critère abordé par la théorie politico-contractuelle est le critère d'endettement. En effet, en instaurant des systèmes d'incitations aux dirigeants, basés sur une rémunération indexée sur le résultat des entreprises, les actionnaires cherchent à aligner leurs intérêts avec ceux des managers. Ce comportement peut nuire aux créanciers puisqu'il peut engendrer un transfert de richesse au profit des actionnaires et donc au détriment des créanciers. Ces derniers peuvent se protéger contre ce comportement opportuniste des actionnaires, par l'intermédiaire des dirigeants, en mettant au niveau des contrats d'endettement des clauses limitatives (telles que la limitation de la politique de distribution de dividende, le niveau de ratio d'endettement ou encore la mise en réserve de fonds destinés à rembourser la dette). Ainsi deux explications justifient l'instauration des clauses contractuelles : (1) éviter le transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires à travers la limitation du taux de dividendes et (2) empêcher le transfert de richesse des anciens créanciers vers des nouveaux par un niveau maximal d'endettement (Avelé, 2013).

D'après Duke et al. (1995), trois principales clauses contractuelles sont fréquentes aux États-Unis : (1) exiger un niveau minimal de résultat non-distribuable, (2) exiger un niveau minimal de fonds de roulement, (3) exiger un niveau maximal d'endettement (mesuré par la dette à long terme par rapport aux capitaux propres), en dessous desquels aucune nouvelle dette ne peut être souscrite. Le dépassement de ces clauses entraîne la renégociation de la dette ce qui engendre des coûts supplémentaires aux deux parties ou peut même donner la possibilité aux créanciers de prendre le contrôle de l'entreprise. Ainsi, pour s'éloigner d'une situation proche des limites contractuelles, les dirigeants ont recours à la gestion des résultats. Ils sélectionnent des procédures comptables qui leurs permettent d'éviter la violation de ces clauses.

L'étude de Dechow et al. (1996) a montré que les deux principales motivations à l'utilisation de la gestion des résultats sont le désir d'obtenir un financement externe aux moindres coûts et le souhait d'éviter les clauses restrictives de la dette. Ces auteurs ont trouvé que les entreprises de leur échantillon de base sont fortement endettées en les comparant aux entreprises de contrôles et que 19,6% de ces entreprises ont violé les clauses contractuelles de la dette. Toutefois, selon DeFond et Jiambalvo (1994), même si les clauses restrictives du contrat de la dette ne sont pas violées, les dirigeants peuvent recourir à la gestion des résultats pour améliorer le pouvoir de négociation après violation. De même, DeAngelo et al. (1994)

ont affirmé que les dirigeants peuvent gérer le résultat à la baisse en cas de violation des clauses contractuelles afin de dramatiser la situation de l'entreprise et de bénéficier ainsi d'une renégociation des clauses.

c/ La taille

Le troisième critère fait référence à la « taille » de l'entreprise qui est souvent mesurée par le logarithme naturel de l'actif total de la firme (Jeanjean, 2001 ; Ben Othman et al. 2007). Cette dernière a été considérée par plusieurs études comme étant un facteur motivant les dirigeants à gérer le résultat à la baisse. En effet, dans leurs travaux, Watts et Zimmerman (1978 et 1986) et Healy et Whalen (1999) ont affirmé que les entreprises de grande taille pourraient dégager des résultats assez importants. De ce fait, elles sont plus susceptibles d'être surveillées. Ainsi, pour éviter de transgresser la loi *anti-trust*¹⁹ et subir des sanctions de la part de l'État, les entreprises de grandes tailles se trouvent dans l'obligation de surveiller voire même réduire leurs résultats à travers le recours à la gestion des résultats. De même, selon Healy et Wahlen (1998), les dirigeants des entreprises susceptibles de subir une enquête anti-trust sont incités à gérer leur résultat afin d'apparaître moins rentables et échapper à la pénalisation par l'État. En effet, les entreprises caractérisées par une taille importante ou appartenant à certains secteurs sont plus surveillées et plus sujettes à des coûts politiques que d'autres (Zimmerman, 1983)²⁰.

Dans son étude portant sur 48 entreprises faisant l'objet d'une investigation anti-trust, Cahan (1992) a trouvé une baisse anormale des revenus pour l'année de l'investigation. De même, Dumontier et Raffournier (1999) considèrent que les politiciens doivent distribuer à leurs électeurs une partie de la richesse nationale, sous forme de services publics gratuits tels que l'éducation, la santé ou sous forme des subventions et des tarifs protégés, afin d'être réélus. Ces ressources proviennent des prélèvements d'impôt effectués sur les entreprises selon leurs niveaux de résultat. Dumontier et Raffournier (1999) ont affirmé qu'un résultat important est considéré par la classe politique comme « *la manifestation d'une rente monopolistique ou oligopolistique* » ce qui leur permettra de procéder à un prélèvement complémentaire. Afin d'éviter cette situation et échapper aux sanctions de l'État, les

¹⁹ La loi anti-trust est une loi visant à réduire la concentration économique afin de limiter la puissance des grandes entreprises.

²⁰ Selon Han et Wang (1998), les entreprises pétrolières ont subi des coûts politiques importants pendant la guerre du golfe. De même pour les entreprises de l'industrie de la télévision câblée pendant des périodes de régularisation (Key, 1997).

entreprises utilisent la gestion des résultats qui leur permet le retardement de la comptabilisation des bénéfices et la présentation d'un résultat moins attractif.

Toutefois, certaines critiques ont été attribuées à la théorie politico-contractuelle. En effet, la rémunération ne constitue plus un facteur d'incitation à la gestion des résultats une fois que le résultat maximal est atteint et que les dirigeants ne perçoivent plus de bonus pour le résultat réalisé. En effet, selon Healy (1985), l'hypothèse de rémunération n'est plus automatique une fois que le paiement des dirigeants est plafonné. Dumontier et Raffournier (1999) ont même affirmé que la motivation à augmenter les résultats n'existe que si les bénéfices sont dans un intervalle bien déterminé au-delà duquel les dirigeants ne perçoivent plus de bonus de rémunération. Ainsi, ces derniers auront tendance à reporter la comptabilisation des résultats pour des exercices postérieurs.

La négligence de la dimension temporelle, constitue également une critique de la théorie politico-contractuelle (Jeanjean, 2001). L'augmentation du résultat de l'année N ne reste pas sans effet sur les années à venir. Elle provoque une baisse des résultats des exercices suivants ce qui peut nuire aux dirigeants.

L'hypothèse d'endettement a également été remise en cause par Jeanjean (1999) car elle repose sur des clauses contractuelles d'endettement qui dépendent des créanciers. Par ailleurs, cette théorie ne prend pas en compte le contexte culturel des pays. En effet, dans certains pays d'Europe, ces clauses contractuelles ne sont pas d'un usage courant. Par exemple, le recours aux clauses contractuelles d'endettement est très rare en France contrairement aux États-Unis où il est très répandu. Ainsi, l'étude de Jeanjean (2001) effectuée sur des entreprises cotées sur la bourse de Paris n'a pas validé la théorie politico-contractuelle. L'auteur explique ce résultat par la différence du contexte économique et social entre les États-Unis²¹ et la France.

Selon la théorie politico-contractuelle, la taille de l'entreprise constitue un indicateur de la visibilité politique de la firme incitant les dirigeants à une gestion des résultats. Ainsi, les coûts politiques sont d'autant plus importants que les entreprises sont visibles sur le marché politique. Cependant, Jeanjean (1999) attribue des critiques à cette hypothèse : tout d'abord, outre qu'un indicateur de présence ou non de coût politique, la taille de l'entreprise

²¹ L'étude de Zimmerman (1978 et 1986) validant la théorie politico-contractuelle a porté sur le marché américain.

peut représenter d'autres aspects tels qu'une bonne gestion prouvant la compétence des dirigeants. De plus, Jeanjean (1999) critique l'outil de mesure de la taille de l'entreprise (actif total) en considérant qu'il dépend du mode d'évaluation comptable et des stratégies de financement. De plus, selon Bowen et al. (1981), l'hypothèse des coûts politiques (ou charges subies par les entreprises suite à l'intervention des pouvoirs publics) n'est valable que pour les entreprises pétrolières.

Sur le plan empirique, Ben Othman et al. (2007) ont trouvé que la taille contribue à une gestion modérée des bénéfices aussi bien sur le marché français, canadien ou tunisien ; ils expliquent ce résultat par la mise en place de contrôle supplémentaire au niveau des entreprises de grande taille afin de réduire la latitude des dirigeants en matière de gestion des résultats abusive.

De même, l'étude de Turki et Abdelmoula (2007) sur le marché tunisien a remis en cause l'hypothèse des coûts politiques. En effet, les résultats ont révélé que les entreprises de grande taille ne cherchent pas à diminuer leur visibilité politique par la réduction de leurs résultats, mais tout au contraire elles se montrent indifférentes au risque des coûts politiques. Ils expliquent la non validation de cette hypothèse par l'occupation de ces entreprises par d'autres motivations telles que la réduction du risque de violation des contraintes d'endettements (*debt covenants*).

3. La théorie de la gestion des seuils

Selon la théorie de la gestion des seuils de Burgstahler et Dichev (1997), les dirigeants de l'entreprise recourent à la gestion des résultats pour atteindre un niveau déterminé de résultat anticipé appelé « seuil ». Burgstahler et Dichev (1997) sont les premiers auteurs qui ont examiné les irrégularités dans les distributions des résultats comptables. Ils constatent l'existence de deux types de seuils : le seuil du résultat nul (éviter les pertes) et le seuil de variation nulle de résultat (éviter la diminution du résultat). L'étude de Degeorge et al. (1999) vient corroborer celle de Burgstahler et Dichev (1997) en ajoutant un nouveau seuil : le seuil des anticipations des analystes. Les analystes sur le marché financier utilisent ces seuils comme un outil pour évaluer la performance des entreprises. La présence des irrégularités autour de ces seuils a été interprétée comme une manipulation du résultat comptable. Les entreprises gèrent leurs résultats afin d'atteindre ou même dépasser ces seuils. En effet, les dirigeants des entreprises évitent de publier une perte et préfèrent afficher un résultat nul voir

même un résultat faiblement positif. Burgstahler et Dichev (1997) ont estimé qu'entre 30% et 40% des entreprises avant des petites pertes manipulent leurs bénéfices pour créer des gains positifs.

Dans son étude menée sur le marché français, Jeanjean (2001) a validé l'hypothèse selon laquelle la théorie de gestion par les seuils explique d'une façon significative la gestion des résultats. Il trouve que, lorsque le résultat de l'année N-1 est atteint, l'entreprise gère son résultat à la baisse. Donc, la gestion des résultats se fait en fonction d'un aménagement futur des résultats. Kasznik et McNichols (2002) affirment que la réalisation ou le dépassement des résultats prévus (prévisions des analystes) sont récompensés par un rendement du bénéfice plus élevé.

En plus d'obtenir une rémunération maximale, les dirigeants ont intérêt à donner une bonne image de leurs gestions. Ils sont ainsi incités à gérer le résultat afin de réaliser ou dépasser les objectifs (seuils) fixés. Cela permet de maintenir la bonne réputation des dirigeants et d'augmenter leur demande sur le marché du travail. En effet, Kasznik (1999) considère que la non réalisation des prévisions constitue une source de coût pour les dirigeants (perte de notoriété).

Mard (2003) a testé la théorie de la gestion des seuils sur un échantillon de 294 entreprises françaises cotées. Il montre que sur la période s'étalant de 1990 à 1998, 35% à 48% des entreprises françaises concernées par un risque de perte ont eu recours à des méthodes comptables pour échapper à des baisses de résultat. Selon l'auteur, la gestion des résultats ne peut pas masquer durablement une diminution de la performance d'une entreprise. Assurément, les firmes qui ont gonflé le résultat de l'exercice N subissent une chute de performance comptable en N+1. En effet, à travers son étude sur le marché français, Mard (2003) a trouvé que certaines entreprises ont subi une diminution du résultat en N+1 mais cette baisse paraît plus nette surtout pour les entreprises qui ont connu une faible augmentation de leurs résultats en N. Cette preuve empirique valide l'étude de Degeorge et al. (1999) réalisée sur le marché américain.

Degeorge, et al. (1999) ont essayé de hiérarchiser les trois seuils évoqués dans la littérature en traitant l'effet psychologique des chiffres négatifs sur les investisseurs. Ces auteurs ont considéré une préférence tout d'abord pour un résultat faiblement positif ensuite un résultat en croissance et enfin le respect des prévisions. En effet, partant du principe

psychologique selon lequel l'esprit humain éprouve une aversion naturelle pour les nombres négatifs, il est plus plaisant aux dirigeants d'annoncer des résultats positifs en hausse ou conformes aux prévisions que d'annoncer un résultat négatif, nul ou en baisse. Ce comportement a été expliqué par la théorie cognitive de Schelling (1960) qui a affirmé que l'esprit humain fait une grande différence entre les chiffres positifs et les chiffres négatifs. En se basant sur cette théorie, les dirigeants seront gênés de publier des résultats négatifs et seront incités à trouver des outils comptables qui leur évitent un tel résultat.

Contrairement aux résultats de Degeorge et al. (1999), Payne et Thomas (2011) ont considéré que le dépassement des prévisions des analystes est le principal objectif à réaliser.

De plus, l'atteinte des seuils indique la stabilité et la croissance de la performance financière de l'entreprise (Jiang, 2007). Cela permet une possibilité d'obtenir une réduction du coût de la dette. Ainsi, Draief-Chouaya (2008) a étudié si la réalisation des benchmarks est appréciée par les créanciers. Ces recherches portant sur 380 entreprises américaines sur une période de neuf ans ont révélé des résultats significatifs confirmant l'appréciation du marché des firmes qui atteignent leurs objectifs fixés en leur accordant un coût d'endettement moins élevé.

Enfin, le recours à la théorie de la gestion des seuils pour expliquer la gestion des résultats se trouve dans son contenu informationnel qui permet en quelque sorte de simplifier le processus de prise de décision tel que l'accord d'un prêt, l'achat ou la vente de certains titres.

4. La théorie de l'enracinement des dirigeants

L'enracinement consiste à renforcer et valoriser la présence des dirigeants au sein de l'entreprise en rendant coûteux et difficile leurs remplacements. A travers leurs gestions, les dirigeants vont essayer d'augmenter leur espace discrétionnaire afin de maximiser leur bien-être et de se procurer une rémunération importante. Ainsi, grâce à des stratégies d'enracinement, la présence du dirigeant devient indispensable. La littérature a distingué trois stratégies principales de l'enracinement à savoir :

Les investissements idiosyncratiques : sont des investissements spécifiques aux dirigeants, qui subissent une perte en absence ou licenciement des dirigeants. Ainsi, les actionnaires seront obligés de garder ces dirigeants afin d'éviter d'énormes dégâts. De tels investissements

permettent aux dirigeants de préserver leurs postes au sein de l'entreprise et le cas échéant, profiter de certaines primes et sursalaires.

La manipulation de l'information : en se basant sur l'asymétrie d'information, les dirigeants cherchent à accroître leurs positions en s'appropriant le maximum de rente et en évitant d'être révoqué. En effet, en investissant dans des projets où la rentabilité dépend d'informations spécifiques contrôlées par les dirigeants ou dans des activités à forte asymétrie d'information, les dirigeants cherchent à s'enraciner encore plus dans l'entreprise. Privés de ces informations, les actionnaires vont chercher à garder les dirigeants dans leurs positions pour préserver les pertes qui peuvent découler d'un licenciement de ces derniers.

Les réseaux relationnels : un autre moyen d'enracinement du dirigeant c'est le réseau relationnel. En accordant plusieurs avantages en nature, en sursalaire ou en promotions, les dirigeants peuvent nouer des relations avec les différentes parties prenantes au sein de l'entreprise. Ce comportement conduit à une augmentation de la taille de l'entreprise allant même jusqu'à une amélioration de la situation financière de l'entreprise. Ce qui contribue au renforcement de la réputation du dirigeant. D'où, les salariés, les administrateurs et les actionnaires auront intérêt à garder le dirigeant au sein de leur entreprise, voire même empêcher toute tentative de licenciement. Par ailleurs, le dirigeant peut tisser un réseau relationnel avec des parties externes à l'entreprise comme les fournisseurs et/ou les clients. De ce fait, le dirigeant veillera à ce que la continuation de ces relations dépende de sa présence dans l'entreprise, rendant par conséquent son licenciement très coûteux.

La gestion des résultats repose sur la théorie de l'enracinement des dirigeants. En effet, en détenant des actions de l'entreprise, l'intérêt du dirigeant converge avec celui des actionnaires. Dès lors, nous suspectons une gestion disciplinée du résultat. Toutefois, selon la théorie de l'enracinement, l'actionnaire-dirigeant peut agir pour son propre compte en cherchant à augmenter sa part du capital au moyen de la gestion des résultats (Fama et Jensen, 1983 ; Mard et Marsat, 2009). L'étude de Klein (2002) a montré une relation positive entre la gestion des résultats et la participation des dirigeants au capital. Ces derniers gèrent leurs résultats pour approuver et augmenter leur part de capital détenu.

Ce type de comportement a été observé surtout avant des opérations sur le capital comme l'augmentation du capital par émission de nouvelles actions, l'achat d'actions ou l'attribution du plan d'option sur action (Stolowy et Breton, 2003). Aboody et Kasznik (2000) ont observé que les dirigeants procèdent à une diminution au niveau du résultat avant une opération de

stock option afin de dissimuler momentanément les cours des actions et profiter ainsi de l'opération à moindre coût. Le recours à la gestion des résultats peut se justifier par la réduction des coûts de financement, permettant ainsi aux dirigeants de s'enraciner et devenir actionnaires majoritaires au sein de l'entreprise avec des coûts minimaux.

Par ailleurs, les dirigeants peuvent tenter de gérer le résultat pour influencer l'évaluation de leur entreprise. Ce comportement est observé lors de propositions de rachat des actions de l'entreprise par ces cadres dirigeants. En effet, les tribunaux utilisent les résultats comptables pour évaluer les entreprises (Missonier-Piera et Ben Amar, 2005). Plus récemment, Mard et Marsat (2009) ont avancé une autre incitation à la gestion des résultats dans une optique d'enracinement. En effet, si le dirigeant soupçonne un départ forcé, suite à une faute de non performance, ce dernier peut essayer de gérer le résultat pour limiter le risque d'être démis de ses fonctions et sauver ainsi sa réputation.

5. La théorie du signal

La théorie du signal « *part du constat que la même information n'est pas partagée par tous et que l'asymétrie d'information est la règle* »²². En effet, les dirigeants d'une entreprise peuvent avoir des informations dont les investisseurs ne disposent pas. Dans la réalité des économies de marché, il existe bien une information imparfaite et asymétrique entre les différentes parties prenantes au sein de l'entreprise (Myers et Majluf, 1984). Ainsi, les dirigeants sont considérés comme la partie la plus informée sur les perspectives futures de l'entreprise. Ils disposent de certaines informations privilégiées qui leurs permettent d'émettre un signal aux différents investisseurs et intervenants sur le marché. Initiée par Spence (1973), la théorie du signal a été développée par la suite par Ross (1977) qui a examiné la relation entre les dirigeants et les investisseurs dans un contexte d'asymétrie d'information. L'auteur montre que le niveau d'endettement et la politique de dividende constituent des signaux relatifs aux opportunités d'investissement.

En effet, l'endettement et les dividendes constituent deux types de signaux révélant la situation financière de l'entreprise. Selon Miller et Modigliani (1961) les dividendes sont considérés comme une source d'information sur les perspectives futures de l'entreprise. Toute augmentation du taux de distribution de dividende est perçue par l'investisseur comme une

²² Vernimmen Pierre, 5^{ème} édition Quiry Pascal et Le Fur Yann (2005), « Finance d'entreprise » ; Dalloz.

anticipation à la hausse des bénéfices futurs de l'entreprise de la part du dirigeant. De plus, la continuité dans la distribution du dividende, même lorsque le résultat décroît, prouve que cette diminution est passagère. Inversement, une réduction du taux de distribution de dividende reflète une situation difficile et des perspectives médiocres de l'entreprise.

L'endettement constitue aussi un signal sur la situation de l'entreprise. Ayant une information complète sur les valeurs des projets, les dirigeants peuvent recourir à l'endettement pour financer tout ou partie d'un projet d'investissement. Ce comportement est apprécié par le marché financier qui considère l'endettement comme un bon signal quant aux investissements de l'entreprise. En outre, un niveau d'endettement assez élevé peut être interprété de deux façons différentes par le marché : (1) l'entreprise passe par une période assez difficile qui peut mener à la faillite, ou (2) la firme est en bonne situation car seules les entreprises performantes peuvent supporter un endettement assez élevé.

Disposant d'informations internes propres aux anticipations et aux perspectives futures de l'entreprise, les dirigeants peuvent utiliser la gestion des résultats en augmentant les bénéfices publiés et signaler ainsi la bonne performance de la société. Privé de ces informations, le marché devient tributaire du comportement des dirigeants et des résultats publiés pour formuler ses propres anticipations. Ainsi, à travers ces pratiques comptables, les dirigeants signalent et partagent des informations privées de la performance future de l'entreprise. Gunny (2010) et Zhao et al. (2012) ont étudié les rendements futurs des entreprises qui ont géré leurs résultats à la hausse. Ils ont trouvé que la gestion des résultats est positivement associée aux futurs rendements de l'entreprise.

Il existe deux types d'asymétrie d'information : une asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs (actuels ou potentiels) qui considèrent que les dirigeants détiennent des informations dont les investisseurs sont privés. Et une asymétrie d'information entre investisseurs eux-mêmes caractérisée par l'existence d'investisseurs informés et d'autres non informés. La théorie du signal constitue un moyen pour résoudre ces asymétries par la délivrance des informations à travers les signaux émis par les entreprises cotées. En effet selon Lakhal (2006), certains dirigeants divulguent leurs anticipations volontairement dont le but de minimiser l'asymétrie d'information. Dès lors, l'annonce des résultats faites par les dirigeants participe à une minimisation de l'ampleur des écarts d'information entre les différents investisseurs.

A travers la gestion des résultats, les dirigeants signalent et révèlent les perspectives futures de l'entreprise. Ce qui entraîne l'alignement des anticipations du marché avec ceux des dirigeants. D'après McNichols (2000) et Xue (2004), les entreprises qui ont des opportunités de croissance gèrent leurs résultats afin d'émettre des signaux au marché et aux investisseurs. Dans la même logique, Altamuro et al. (2005) et Graham et al. (2005) ont indiqué que le recours à la gestion des résultats est expliqué par le fait que les dirigeants veulent donner des informations pertinentes quant à la performance future de l'entreprise.

Toutefois, la revue de la littérature sur la théorie du signal dans le cadre de la gestion des résultats a révélé deux types de signaux : un signal informationnel et un autre opportuniste. Le premier type soutient l'idée selon laquelle les dirigeants, disposant d'informations privilégiées par rapport aux autres parties prenantes, choisissent de les communiquer sur le marché des capitaux. Ils permettent donc de corriger les valeurs des titres et de refléter ainsi la vraie valeur de l'entreprise sur le marché. Ce qui réduit l'asymétrie d'information entre les différents acteurs sur le marché des capitaux. D'après Ahmed et al. (1999), les entreprises présentant des perspectives de croissances élevées utilisent la gestion des résultats pour signaler ces opportunités d'investissement.

Le second type de signal, opportuniste, considère que les dirigeants peuvent utiliser ce type d'opération pour camoufler les investissements non rentables et induire les investisseurs en erreur. Ce qui leurs procure des gains personnels tels que la sécurité de l'emploi ou la maximisation de leur richesse grâce au bonus de rémunération indexé sur le résultat. Ce type de comportement nous renvoie à la théorie de la gestion des seuils qui peut expliquer les faux signaux émis par les dirigeants pour atteindre certains seuils de résultat.

Enfin, d'autres recherches considèrent que les firmes choisissent de réduire ou d'augmenter leurs résultats pour ressembler à d'autres firmes ou, au contraire, pour se distinguer des autres (Chalayer et al. 2001). Donc, à travers la gestion des résultats, l'entreprise émet certains signaux pour se situer par rapport aux autres entreprises du secteur.

Différentes définitions de la gestion des résultats ont été citées dans la littérature. Certaines la qualifie comme opportuniste et d'autres comme informative mais les deux aspects affirment le côté discret de l'application de cette stratégie. Plusieurs auteurs ont essayé de développer différents modèles afin de détecter et de mesurer la gestion des

résultats. Dans ce qui suit, nous présentons les principaux outils de mesure de la gestion des résultats.

Section 5 : Les outils de mesure de la gestion des résultats

L'examen de la littérature a montré plusieurs outils utilisés pour mesurer la gestion des résultats. Initié par l'observation de la variation du résultat face aux changements de choix de méthode comptable, les études portant sur la détection de la gestion des résultats se sont bien développées et différentes mesures ont vu le jour. Stolowy et Breton (2000) classent ces outils en trois types de mesure à savoir ; (1) des entretiens, des questionnaires ou une observation du comportement des dirigeants, (2) la collecte de données auprès des auditeurs et d'autres parties prenantes, (3) l'analyse de documents comptables et/ou de rapports d'organisations officielles.

Lambert et Sponem (2003) répartissent la détection de la gestion des résultats de deux façons. La première est objective obtenue à partir des documents comptables et la deuxième est déclarative à partir des affirmations des managers, des comptables ou des auditeurs. En se basant sur ce dernier classement, nous nous concentrons sur la manière objective traitant et analysant les documents comptables. Deux méthodes sont observées pour examiner et calculer la gestion des résultats. La première repose sur l'utilisation des *accruals* comme outils de mesure de gestion des résultats et la deuxième étudie la distribution des résultats.

Nous établissons, dans ce qui suit, une synthèse de la littérature des différentes méthodologies utilisées qui permettent de mesurer la gestion des résultats.

1. Mesure de la gestion des résultats par le recours aux *accruals*

La majorité des études empiriques utilisent les *accruals* pour mesurer et détecter la gestion des résultats. Apparue pour la première fois comme un indicateur de gestion des résultats dans l'étude de Healy (1985), les *accruals* sont définis comme l'ensemble des ajustements comptables effectués sur les cash-flows de l'entreprise et qui apportent des modifications temporelles au résultat de l'entreprise. Cette idée a été confirmée par Cormier et Magnan (1995) qui considèrent que les *accruals* permettent de mesurer la gestion des résultats suite aux différents choix comptables effectués par les dirigeants. Néanmoins, McNichols (2000) considère que le calcul de la gestion des résultats à travers la méthodologie des *accruals* est toujours délicat.

En effet, les *accruals*, appelés aussi variables comptables de régularisation, ne sont pas totalement dépendants des choix comptables des dirigeants. Les *accruals* totaux sont répartis en *accruals* non discrétionnaires liés au niveau d'activité de la firme et les *accruals* discrétionnaires relatifs à la gestion des résultats. Ainsi, les *accruals* discrétionnaires représentent la partie sujette à la manipulation comptable (qui peut être influencée par les décisions des dirigeants) tandis que les *accruals* non discrétionnaires (appelés aussi *accruals* normaux) représentent la partie qui ne peut pas être manipulée et qui est liée à une application fidèle des principes comptables (Boutant, 2010).

Ainsi, le modèle s'écrit comme suit :

$$AT_{it} = AND_{it} + AD_{it} \quad (1.1)$$

Pour toute société *i* à l'année *t*,

AT: Les *accruals* totaux,

AND: Les *accruals* non discrétionnaires,

AD: Les *accruals* discrétionnaires.

D'où, les *accruals* discrétionnaires sont obtenus par soustraction des *accruals* non discrétionnaires des *accruals* totaux.

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it} \quad (1.2)$$

Deux méthodes sont avancées pour calculer les *accruals* totaux. Une première dite additive qui repose sur les besoins de fonds de roulement (BFR) et qui se calcule comme suit :

$$AT_{it} = \Delta BFR_{it} + PTC_{it} - CC_{it} \quad (1.3)$$

Avec, pour toute entreprise *i* à la période *t* :

AT: *Accruals* totaux,

ΔBFR : Variation du besoin en fonds de roulement,

PTC : Les produits calculés de l'entreprise,

CC : Les charges calculées de l'entreprise.

La deuxième méthode, dite soustractive, est basée sur le résultat net :

$$AT_{it} = R_{it} - FTE_{it} \quad (1.4)$$

Avec,

AT_{it} : *Accruals* totaux de l'entreprise i à la date t,

R_{it} : Résultat net (hors élément extraordinaire) de l'entreprise i à la date t,

FTE_{it} : Flux de trésorerie d'exploitation de l'entreprise i à la date t.

Afin de détecter la gestion des résultats qui intervient au niveau de la partie discrétionnaire des *accruals*, les *accruals* totaux sont ainsi décomposés en *accruals* discrétionnaires et *accruals* non discrétionnaires. Plusieurs modèles ont été élaborés pour le calcul des *accruals* discrétionnaires considérés comme une mesure de la discrétion managériale. Parmi ces modèles, nous citons les plus reconnus et utilisés dans les études empiriques : le modèle de Healy (1985), le modèle de DeAngelo (1986), le modèle des secteurs d'activités de Dechow et Sloan (1991), celui de Jones (1991), le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995), le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), celui de Kothari et al. (2005), le modèle de Cormier et Martinez (2006) et enfin celui de Raman et Shahrur (2008). Nous présentons, dans ce qui suit, chacun d'entre eux en spécifiant leurs caractéristiques.

1.1. Le modèle de Healy (1985)

Le calcul des *accruals* a débuté avec les modèles de Healy (1985) qui considère les *accruals* non discrétionnaires comme la moyenne des *accruals* totaux de la période d'estimation²³.

Ainsi, le calcul des *accruals* non discrétionnaires s'effectue comme suit :

$$AND_{\tau} = \frac{1}{T} \sum_t AT_t \quad (1.5)$$

Avec :

AND_{τ} : Estimation des *accruals* non discrétionnaires à l'année τ divisée par l'actif total du début de période,

AT : *Accruals* totaux divisés par le total actif du début de la période,

²³ La période d'estimation est la période antérieure à la période examinée.

τ : indice représentant l'année dans laquelle nous soupçonnons une gestion des résultats,

T : nombre d'années de la période d'estimation,

t : indice représentant les années de la période d'estimation, $t = 1, 2 \dots T$.

Le calcul de la différence entre les *accruals* totaux et les *accruals* non discrétionnaires nous donne les *accruals* discrétionnaires.

La limite majeure de la méthode de Healy (1985) réside dans le fait que les *accruals* non discrétionnaires sont constants puisqu'ils sont égaux à la moyenne des *accruals* totaux. Alors qu'en réalité les *accruals* discrétionnaires varient dans le temps selon les facteurs économiques (l'importance du chiffre d'affaires, des immobilisations...).

1.2. Le modèle de DeAngelo (1986)

En prenant le cas où $T=1$, DeAngelo (1986) considère que le résultat d'une année est lié à celui de l'année précédente avec une marche aléatoire. D'où :

$$R_t = R_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{avec } \varepsilon_t \sim N(0, \sigma) \quad (1.6)$$

Les composantes du résultat suivent le même principe. D'où, les *accruals* totaux de l'année t dépendent des *accruals* totaux de l'année t-1.

Ainsi, le modèle de DeAngelo (1986) se présente comme suit :

$$AND_t = AT_{t-1} \quad (1.7)$$

Avec ;

AND_t : Les *accruals* non discrétionnaires estimés à la date t,

AT_{t-1} : Les *accruals* totaux de l'année t-1 divisé par l'actif total de l'année t-2.

Le Nadant (1999) a utilisé le modèle de DeAngelo (1986) pour calculer les *accruals* discrétionnaires. L'auteur a examiné 118 opérations de LBO (Leveraged buy-out) sur le marché français entre 1994 et 1997. L'étude a montré une amélioration des résultats avant les opérations de LBO. Cependant, les résultats empiriques ne permettent pas d'affirmer la présence de manipulations comptables une année avant ces opérations. Ainsi, cette augmentation des résultats est expliquée par une amélioration réelle de la rentabilité de

l'entreprise. Le Nadant (1999) a considéré que le modèle utilisé pour calculer les *accruals* n'est pas assez approprié pour détecter la gestion des résultats. En effet, le modèle de DeAngelo (1986) subit la même critique attribuée au modèle de Healy (1985) puisqu'il ne prend pas en considération les facteurs économiques qui affectent les *accruals* non discrétionnaires. De plus, le niveau des *accruals* discrétionnaires est en moyenne égal à zéro sur la période d'estimation.

1.3. Le modèle des secteurs d'activités de Dechow et Sloan (1991)

Un autre modèle de calcul des *accruals* a été proposé par Dechow et Sloan (1991) qui considère que la variable secteur d'activité de l'entreprise influence les différents éléments du fonds de roulement. Prenant en considération cette variabilité sectorielle vis-à-vis du fonds de roulement, les auteurs supposent que la variation dans les déterminants des *accruals* non discrétionnaires est la même pour toutes les entreprises du même secteur.

Le modèle se présente comme suit :

$$AND_t = \alpha_1 + \alpha_2 Median_I(AT_t) \quad (1.8)$$

Avec ;

AND_t : Les *accruals* non discrétionnaires à la date t,

$Median_I(AT_t)$: La valeur médiane des *accruals* totaux standardisée par l'actif total pour toutes les entreprises ne faisant pas partie de l'échantillon et appartenant au secteur d'activité I.

α_1 et α_2 : Représente les paramètres spécifiques à l'entreprise estimés par la méthode des MCO à travers le modèle de calcul des *accruals* totaux :

$$\frac{AT_t}{TA_{t-1}} = a_1 + a_2 Median_I\left(\frac{AT_t}{TA_{t-1}}\right) + \varepsilon_t \quad (1.9)$$

Avec ε_t : le résidu de la régression qui correspond aux *accruals* discrétionnaires.

Ayant considéré le secteur économique comme le seul facteur de différenciation des *accruals*, Jeanjean (2003) considère que ce modèle ne peut être appliqué que « si l'actif économique des firmes au sein d'un même secteur est homogène ».

1.4. Le modèle de Jones (1991)

Qualifiés de « naïfs », les modèles de Healy (1985) et de DeAngelo (1986) omettent les facteurs économiques relatifs aux *accruals*. Jones (1991) fut la première à proposer un nouveau modèle en introduisant les facteurs économiques. En effet, la détermination de la partie non discrétionnaire est effectuée en fonction de la croissance du chiffre d'affaires et de la taille des actifs immobilisés de l'entreprise. Ce modèle a été largement utilisé par les chercheurs (Warfield et al. 1995 ; Xie et al. 2003 ; Haw et al. 2004) dans le domaine de la gestion des résultats. Ainsi, le modèle des *accruals* non discrétionnaires de Jones (1991) se présente comme suit :

$$AND_t = \alpha_1 + \alpha_2 \times \Delta CA_t + \alpha_3 \times PPE_t \quad (1.10)$$

Avec ;

AND_t : Les *accruals* non discrétionnaires relatifs à l'année t,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

α_1, α_2 et α_3 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Pour atténuer les problèmes d'hétéroscédasticité, toutes les variables sont standardisées par le total actif à la fin de l'année t-1 (TA_{t-1}).

De ce fait, les paramètres spécifiques de l'entreprise sont obtenus en utilisant le modèle suivant de la période d'estimation :

$$AT_t = a_1 + a_2 \times \Delta CA_t + a_3 \times PPE_t + \varepsilon_t \quad (1.11)$$

Avec ;

AT_t : Les *accruals* totaux de l'année t,

a_1, a_2 et a_3 : Les estimateurs de α_1, α_2 et α_3 obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

Néanmoins, nous remarquons que, d'après Jones (1991), le chiffre d'affaires est considéré comme non discrétionnaire, ce qui n'est pas toujours le cas puisque certains éléments peuvent être influencés par les dirigeants tels que les délais de règlement clients. En

effet, selon Dechow et al. (1995), toute variation du chiffre d'affaires influence ou modifie nécessairement les *accruals* normaux et donc les *accruals* discrétionnaires. Pour combler cette faiblesse, Dechow et al. (1995) ont apporté certaines modifications au modèle de Jones (1991) en ajustant le chiffre d'affaires aux variations des créances clients.

1.5. Le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995)

Une nouvelle technique de calcul de gestion des résultats est proposée par le recours au modèle d'estimation des *accruals* discrétionnaires inspiré par celui de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). Le modèle de Jones modifié s'écrit donc comme suit :

$$AND_t = \alpha_1 + \alpha_2(\Delta CA_t - \Delta CR_t) + \alpha_3 PPE_t \quad (1.12)$$

Avec ;

AND_t : Les *accruals* non discrétionnaires à la date t,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1,

ΔCR_t : Variation des comptes clients entre l'année t et l'année t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

α_1, α_2 et α_3 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Toutes les variables sont standardisées par le total actif de la fin de l'année t-1.

Draief-Chouaya (2008) a appliqué le modèle de Jones Modifié par Dechow et al. (1995) sur un échantillon de 380 firmes américaines pour la période de 1996 à 2004. L'auteur arrive à la conclusion que les entreprises gèrent leurs résultats à la hausse puisque les résultats obtenus sur la gestion des résultats ont révélé des *accruals* discrétionnaires qui sont en moyenne positifs.

Pour étudier les pratiques de gestion des résultats avant un événement de fusion, Djama et Boutant (2006) ont utilisé un échantillon de 107 fusions-absorptions intervenues entre des sociétés cotées à la bourse de Paris entre 1997 et 2006. Ils ont procédé à deux approches. La première consiste à comparer les moyennes et les composantes des *accruals* sur une période de cinq ans avant l'évènement afin de détecter des variations anormales autour de l'opération de fusion. La seconde approche consiste à estimer la gestion par l'utilisation du modèle de Jones modifié. Les résultats montrent une augmentation significative des *accruals* totaux en t-1 contrairement aux autres exercices antérieurs. En effet, l'étude a révélé une

moyenne d'ajustement discrétionnaire des dirigeants s'élevant à 4,3% du total d'actif en t-1, sachant qu'aucune gestion des résultats n'est observée pour la période t-2. Ce résultat est corroboré par l'étude de Botsari et Meeks (2008) effectuée sur le marché du Royaume-Uni pour la période allant de 1997 à 2001.

Jeanjean (2002) a effectué une comparaison entre les modèles naïfs (Healy, 1985 et DeAngelo, 1986) et les modèles économiques (Jones, 1991 et Jones modifié, 1995). Il a trouvé que les modèles naïfs fournissent des résultats moins précis que les modèles économiques.

De plus, Missonier-Piera et Ben Amar (2007) ont procédé à une comparaison des deux modèles Jones (1991) et Jones modifié (1995) dans le contexte suisse. Ils ont obtenu des résultats similaires par les deux modèles. De même, Shivakumar (2000) considère que les modèles de Jones (1991) et Jones modifié (1995) procurent des estimations des *accruals* non discrétionnaires qui ne sont pas qualitativement différents.

Ben Othman et al. (2007) ont comparé le modèle de Jones (1991) et le modèle de Jones modifié (1995) en utilisant des échantillons composés d'entreprises françaises, tunisiennes et canadiennes entre 1996 et 2002. La comparaison a révélé des résultats similaires. Toutefois, les résultats obtenus par le modèle de Jones modifié sont moins significatifs.

1.6. Le modèle de Kasznik (1999)

Pour améliorer le modèle de Jones modifié et expliquer la corrélation négative entre les cash-flows d'exploitation et les *accruals* totaux, Kasznik (1999) a ajouté la variation des cash-flows d'exploitation comme une nouvelle variable explicative. Ainsi, le modèle de calcul des *accruals* non discrétionnaires se présente comme suit :

$$AND_t = \alpha_1 + \alpha_2(\Delta CA_t - \Delta CR_t) + \alpha_3 PPE_t + \alpha_4 + \Delta CFO_t \quad (1.13)$$

Avec ;

AND_t : Les *accruals* non discrétionnaires à la date t,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1,

ΔCR_t : Variation des comptes clients entre l'année t et l'année t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

ΔCFO_t : Variation des cash-flows d'exploitation entre l'année t et l'année t-1,
 α_1, α_2 et α_3 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Toutes les variables sont standardisées par le total actif de la fin d'année t-1.

Etant donné que le modèle de Kasznik (1999) est une version modifiée du modèle de Jones (1991) et Jones modifié, Matis et al. (2010) ont effectué une étude comparative entre ces trois modèles pour vérifier la gestion des résultats. L'étude effectuée sur des entreprises romaines entre 2007 et 2008, a montré que seul le modèle de Jones (1991) est pertinent pour calculer la gestion des résultats pour l'environnement économique romain.

1.7. Modèle de Dechow et al. (2003)

Dans leur étude, Dechow et al. (2003) ont cherché à développer le modèle de Jones modifié (1995) afin de mettre en place un modèle de calcul des *accruals* plus cohérent. En effet, selon Dechow et al. (2003), la critique majeure attribuée à tous les modèles de calcul des *accruals* totaux est le classement de certains *accruals* non discrétionnaires en *accruals* discrétionnaires. Afin de pallier ce problème, ces auteurs ont introduit deux nouvelles variables dans le modèle de calcul des *accruals* pour tenir compte d'une part, de leur caractère réversible et, d'autre part de la croissance des ventes futures. De cette manière, le modèle de calcul des *accruals* totaux de Dechow et al. (2003) appelé « *forward looking model* » se présente comme suit :

$$AT_t = \alpha_1 + \alpha_2((1+k)\Delta CA_t - \Delta CR_t) + \alpha_3 PPE_t + \alpha_4 LagAT_t + \alpha_5 GR_Sales_t + \varepsilon_t \quad (1.14)$$

Avec,

AT_t : Les *accruals* totaux à la date t,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et t-1,

ΔCR_t : Variation des comptes clients entre l'année t et t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

Ces variables sont standardisées par le total actif de la fin d'année t-1,

$LagAT_t$: Le total des *accruals* de l'année t-1 standardisé par le total actif de l'année t-2,

GR_Sales_t : La variation du chiffre d'affaires entre la période t et t+1 standardisée par le chiffre d'affaires de la période t,

k : Le coefficient k est compris entre 0 et 1 et représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes.

Le coefficient k est déterminé à l'aide de la régression suivante :

$$\Delta CR_t = \alpha + k \times \Delta CA_t + \varepsilon_t \quad (1.15)$$

El Mir et Seboui (2008) considèrent que le modèle de Dechow et al. (2003) est le plus performant pour le calcul des *accruals*. Il semble que ce modèle réponde aux principales critiques adressées à ce dernier.

Dumas (2014) a utilisé les modèles de Jones (1991), Dechow et al. (2003) et Khotari et al. (2005) pour calculer les *accruals* non discrétionnaires sur des entreprises françaises. Les résultats de son étude ont montré que les trois mesures de gestions des résultats fournissent des résultats fortement significatifs au seuil de 1%.

1.8. Modèle de Kothari et al. (2005)

Kothari et al. (2005) proposent un nouveau modèle de calcul des *accruals* appelé : « *performance matched discretionary accruals* ». Ils intègrent ainsi la performance des entreprises, qui a été omise par les études antérieures, dans le modèle de calcul des *accruals* de Jones (1991) et Jones modifié (1995). En effet, ces auteurs considèrent que ces deux modèles ne sont pas efficaces lorsque l'entreprise a une très bonne ou très mauvaise performance.

De ce fait, les modifications apportées aux deux modèles par Kothari et al. (2005) se présentent comme suit :

$$\frac{AT_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{\Delta CA_t}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.16)$$

$$\frac{AT_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_t - \Delta CR_t)}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.17)$$

Avec ;

AT_t : Les *accruals* totaux à la date t ,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année $t-1$,

ΔCR_t : Variation des comptes clients entre l'année t et l'année $t-1$,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,
 ROA_{t-1} : Rendement de l'actif à la date t-1,
 TA_{t-1} : Le total actif de la fin d'année t-1,
 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ et α_4 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Dans leurs travaux, Kothari et al (2005) ont trouvé qu'il existe une relation positive significative avec la performance de l'entreprise. Ils considèrent donc qu'il est important d'introduire le rendement de l'actif afin d'améliorer la qualité d'ajustement des modèles de Jones et Jones modifié.

Louis et Robinson (2005), ont utilisé le modèle de Jones modifié (1995) et le modèle de Kothari et al. (2005) pour tester la gestion des résultats sur le marché américain. L'échantillon est constitué des divisions d'actions entre janvier 1990 et décembre 2002. Les modèles ont montré une gestion des résultats significativement positive au cours du trimestre précédant les annonces de division d'actions.

Boudabbous Gassara et Abaoub (2007) ont testé un échantillon de 97 introductions en bourse sur le marché français effectuées entre la période de 1999 à 2001. Les auteurs ont utilisé deux méthodes différentes de calcul des *accruals* discrétionnaires : le modèle de Dechow et al. (2003) et celui de Kothari et al. (2005). Les résultats montrent que les *accruals* discrétionnaires calculés par les deux modèles atteignent un niveau maximal. Ce qui révèle l'existence de gestion des résultats à l'année de l'introduction en bourse.

Sur la bourse de Tehran, Roodposhti et al. (2012) ont étudié la gestion du résultat entre 2005 et 2010. Leur étude consiste à vérifier s'il y a une différence dans le calcul des *accruals* en utilisant différents modèles (Jones, 1991 ; Jones modifié, 1995 ; Kasznik, 1999 et Kothari et al. 2005). Ils constatent que le modèle le plus efficace est celui de Kothari et al. (2005).

1.9. Modèle de Cormier et Martinez (2006)

Dans leur modèle, Cormier et Martinez (2006) prennent en considération la nature du résultat dégagé par l'entreprise. Ainsi, ils intègrent une variable binaire dans le modèle de calcul des *accruals*. Cette variable prend la valeur 1 si l'entreprise réalise une perte et 0 si le résultat est bénéficiaire. Le modèle de calcul de Cormier et Martinez (2006) se présente comme suit :

$$\frac{AT_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{\Delta CA_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{CF_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 NE(1/0) + \varepsilon_t \quad (1.18)$$

Avec,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise à l'année t,

CF_{t-1} : Cash-flow à l'année t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

$NE(1/0)$: « *Negative Earnings* » ou résultat négatif ; qui est une variable muette égale 1 si l'entreprise dégage une perte et 0 si le résultat est bénéficiaire.

1.10. Modèle de Raman et Shahrur (2008)

Le modèle de Raman et Shahrur (2008) constitue une extension du modèle de Kothari et al. (2005) en intégrant la variable « book to market » pour mesurer les opportunités de croissance de l'entreprise. De ce fait, le modèle se présente comme suit :

$$\frac{AT_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_t - \Delta CR_t)}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_{t-1} + \alpha_5 BM_t + \varepsilon_t \quad (1.19)$$

Avec ;

AT_t : Les *accruals* totaux à la date t,

ΔCA_t : Variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1,

ΔCR_t : Variation des comptes clients entre l'année t et l'année t-1,

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

ROA_{t-1} : Rendement de l'actif à la date t-1,

BM_t : Ratio « book to market » calculé par le rapport entre le total des actifs et le total des actifs moins la valeur comptable des capitaux propres plus la valeur de marché des capitaux propres de l'entreprise à l'année t.

TA_{t-1} : Le total actif de la fin d'année t-1,

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ et α_5 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Raman et Shahrur (2008), ont testé la gestion du résultat en utilisant toutes les entreprises de la base « Compustat » pour la période de 1984-2004. Ils considèrent que les entreprises qui ont des opportunités de croissance élevées ont tendance à avoir des *accruals* assez importants.

Hrichi (2013) a étudié la gestion des résultats sur le marché français. Pour estimer les *accruals* discrétionnaires, l'auteur a utilisé 5 modèles : Jones (1991), Jones modifié (1995), Kothari et al. (2005), Cormier et Martinez (2006) et Raman et Shahrur (2008). Les résultats ont montré une préférence pour le modèle de Cormier et Martinez (2006). Ce modèle a présenté des coefficients plus significatifs ainsi qu'un plus grand pouvoir explicatif de la qualité d'ajustement des modèles (avec $R^2_{ajusté} = 0,72$).

2. Mesure de la gestion des résultats à travers la distribution du résultat ou l'approche par les seuils

Selon la théorie de gestion des seuils, les dirigeants gèrent le résultat de l'entreprise pour atteindre un niveau déterminé du résultat anticipé. Ainsi, le calcul des gestions des résultats en utilisant l'approche par les seuils est une application empirique de cette théorie. Cette méthode consiste à étudier les variations du résultat en essayant de détecter des discontinuités dans la distribution de ce dernier. L'observation de ces irrégularités confirme l'existence de la gestion des résultats.

Inspiré par la méthodologie de Burgstahler et Dichev (1997) et Degeorge et al. (1999), Mard (2003) a utilisé la méthodologie fondée sur l'étude des distributions de résultat. Cette méthode est effectuée en trois étapes.

a/ une première qui consiste à visualiser la distribution des résultats afin de mettre une éventuelle discontinuité au voisinage de zéro. Pour tester l'hypothèse de gestion des résultats Mard (2003) a considéré l'hypothèse selon laquelle la présence de régularité des distributions de résultat implique une absence de gestion des résultats²⁴.

b/ une fois que l'anomalie est détectée, elle sera testée statistiquement.

c/ La dernière étape consiste à étudier les performances comptables ultérieures (détection d'une chute de performance surtout si l'entreprise a effectué une gestion des résultats afin d'éviter les pertes).

En effet, Burgstahler et Dichev (1997) ont analysé les résultats des entreprises de la base des données compustat de 1977 à 1994 et ont trouvé que les dirigeants gèrent leurs résultats à travers les cash-flows pour éviter de déclarer une diminution ou une perte du résultat. Dans leur

²⁴ Selon Mard (2003), en absence de gestion des résultats le nombre d'observations attendues dans l'intervalle i doit être compris entre le nombre d'observations constaté dans l'intervalle $i-1$ et le nombre d'observations constatées dans l'intervalle $i+1$. Pour Burgstahler et Dichev (1997), le nombre d'observation attendu dans l'intervalle i est égal à la moyenne arithmétique entre le nombre d'observation de l'intervalle $i-1$ et celui de $i+1$.

étude, Burgstahler et Dichev (1997) ont trouvé que 30% à 44% des entreprises dont le résultat est légèrement négatif utilisent la gestion des résultats pour déclarer un résultat positif. Et 8% à 12% des entreprises le font pour cacher une diminution en affichant un résultat à la hausse. Selon ces auteurs, la gestion des résultats permet de réduire les coûts imposés à la société suite à une diminution ou à une perte.

De la même manière, Mard (2004) a cherché à vérifier l'hypothèse selon laquelle, la révélation d'une certaine discontinuité dans les distributions des résultats implique la présence de gestion des résultats pour éviter une diminution ou un résultat négatif. Ainsi, il a utilisé un échantillon composé de 294 entreprises françaises cotées pour la période allant de 1990 à 1998. Les données comptables sont issues des bases de données DAFSA et DIANE. La distribution des résultats a montré une irrégularité pour les valeurs légèrement inférieures à zéro ce qui confirme la présence de gestion des résultats pour éviter les pertes. Mard (2004) a trouvé qu'entre 12% et 18% des entreprises gèrent leurs résultats à la hausse pour éviter les baisses des résultats et entre 35% et 48% y procèdent afin d'éviter les pertes.

Ces irrégularités au niveau des résultats ont été confirmées par différents travaux : Burgstahler et Dichev (1997) et Degeorge et al. (1999) aux États-Unis, Vidal (2008) en France et Shuto (2009) sur le marché Japonais.

Dans leur étude, Das et Zhang (2003) ont examiné les arrondissements des résultats pour vérifier la présence de gestion des résultats. Ils ont montré que les entreprises arrondi leurs résultats au centime supérieur afin d'atteindre les seuils (les prévisions des analystes, un résultat nul...).

Jackson et Lui (2010) et Cazavan-Jeny et al. (2011) considèrent que les dirigeants utilisent certains choix comptables tels que la gestion des dépenses de R&D ainsi que les reprises sur les provisions pour atteindre certains résultats cibles. Ces choix expliquent les différentes irrégularités observées au niveau des résultats.

Kaszniak et McNicols (2002) et Brown et Caylor (2005), ont étudié les causes qui encouragent les dirigeants à adopter un tel comportement de gestion des résultats. Ils ont trouvé que le marché récompense les entreprises qui atteignent les seuils et il sanctionne celles qui les ratent.

Malgré les différences qui existent entre les deux méthodes de calcul de gestion des résultats, la méthodologie d'étude des distributions des résultats ne contredit pas la méthodologie des *accruals*. Tout au contraire, Chalayer et al. (2001) et Mard (2004) ont affirmé que ces deux méthodes sont complémentaires.

Mard (2004) considère même que la méthode de distribution de résultat est plus avantageuse. Ainsi, le recours à cette méthode évite le calcul des *accruals* qui est dans le plus souvent compliqué et délicat à obtenir. De plus, cette méthodologie permet de mesurer la proportion des entreprises concernées par la gestion des résultats.

Toutefois, l'utilisation de la distribution des résultats comme outil de détection de gestion des résultats présente certains inconvénients. En effet, elle permet seulement de détecter la présence ou l'absence de la gestion des résultats sans mesurer son ampleur. De plus, la méthodologie considère que le résultat visé par la direction de l'entreprise est connu ; pourtant cela n'est pas vrai. Enfin, l'étude de la distribution du résultat permet de détecter la présence ou non de la gestion des résultats sans identifier les entreprises optant pour cette stratégie ni les outils employés (Mard 2004 ; Healy et Wahlen 1999).

Conclusion

Les recherches sur la qualité des informations comptables se sont développées suite à l'augmentation du nombre de scandales financiers au début du vingt-et-unième siècle. L'objet de ce chapitre était de présenter une revue de la littérature de la gestion stratégique du résultat aussi bien sur le plan théorique ; à travers une revue des fondements théoriques de la gestion des résultats. Et sur le plan empirique par la présentation des différents modèles de calculs des *accruals*.

Sur le plan théorique, plusieurs types de gestion des données comptables ont été traités dans la littérature académique à savoir ; le nettoyage des comptes, l'habillage des comptes, la comptabilité créative, le lissage des résultats et la gestion des résultats.

En basant nos recherches sur la gestion des résultats, les travaux antérieurs se sont articulés autour de cinq principales motivations incitant les dirigeants à adopter un tel comportement. La première théorie est la théorie d'agence. La mise en place de plans d'intéressement aux dirigeants est considérée comme l'une des incitations à la gestion des résultats. Ensuite, nous avons la théorie politico-contractuelle. Elle constitue une des premières motivations avancées par les chercheurs pour expliquer le recours à des décisions comptables affectant le résultat de

l'entreprise. La gestion des résultats pour atteindre les seuils est la troisième théorie. Elle consiste à utiliser les outils comptables nécessaires pour atteindre un niveau déterminé de résultat anticipé.

La quatrième théorie est celle de l'enracinement des dirigeants. Elle considère que les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour augmenter leurs parts et s'enraciner encore plus au sein de l'entreprise.

La dernière théorie est celle du signal. Deux types de signal ont été utilisés pour expliquer le recours à la gestion des résultats : un signal informationnel et un signal opportuniste.

L'examen des différentes méthodes de calcul de la gestion des résultats a montré que, la majorité des études empiriques recourent aux *accruals*, appelés aussi variables comptables de régularisation, pour détecter la présence de la gestion des résultats.

En décomposant les *accruals* totaux en *accruals* discrétionnaires et *accruals* non discrétionnaires, plusieurs modèles ont été élaborés pour le calcul des *accruals* discrétionnaires qui sont considérés comme une mesure de la discrétion managériale.

Nous distinguons deux types de modèles : les modèles dits naïfs et les modèles économiques. Les études portant sur la gestion des résultats sont tous d'accord sur l'importance de l'utilisation des modèles économiques. Toutefois il n'y a pas d'unanimité tranchant sur le modèle le plus efficace pour vérifier et calculer la gestion du résultat. Ainsi, dans le chapitre suivant nous effectuerons une étude comparative entre les différents modèles sur le marché français.

Chapitre II :

Choix du modèle de calcul de gestion des résultats

Introduction

Les opérations de fusions-acquisitions constituent un mode de croissance externe utilisé assez souvent par les entreprises. Elles permettent aux entreprises de réaliser des synergies de croissance grâce à une meilleure utilisation des ressources, une augmentation des compétences internes et une amélioration de la position de l'entreprise sur les marchés. Selon cette idée, la combinaison de deux organisations crée plus de valeur que si nous considérons chaque entité indépendamment.

De plus, ces opérations de fusions-acquisitions contribuent au développement des activités des entreprises par la restructuration des systèmes productif et financier. En effet, face à une concurrence accrue et suite à la globalisation des marchés, les firmes ont adopté les opérations de fusions-acquisitions. Ce qui leurs permettent de consolider leurs positions et d'avoir un accès plus facile à de nouveaux marchés en contournant les barrières à l'entrée. D'après Buckley et Hashai (2009), l'internationalisation permet de contourner les coûts de transactions élevés dus aux transferts de savoir-faire entre les entreprises.

Toutefois, ces opérations entraînent des modifications au niveau de la structure des entreprises et provoquent ainsi la dilution du pouvoir et du capital des sociétés acheteuses. Etant donné que la parité d'échanges est une fonction inverse de la valeur des titres des sociétés acquéreuses (Erickson et Wang, 1999 ; Djama et Boutant, 2006 ; Francoeur et al. 2012), les dirigeants peuvent influencer les cours de leurs actions afin de minimiser cette perte. Pour ce faire, les dirigeants des entreprises absorbantes sont incités à gérer leurs résultats à la hausse avant des opérations de fusions-acquisitions afin de réduire le coût d'achat des entreprises cibles et de minimiser les effets de dilutions.

Plusieurs recherches académiques ont étudié la relation entre gestion des résultats et fusions-acquisitions, et ont utilisé différents modèles pour mesurer la gestion des résultats. Après avoir présenté une revue de la littérature sur la gestion des résultats, il nous semble pertinent de comparer les différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires afin de

choisir le modèle le plus efficace. En effet, les recherches antérieures font recours à un ou deux modèles pour calculer la gestion des résultats. L'originalité de notre étude est qu'aucune d'entre elles n'a effectué une étude comparative des différents modèles sur le marché français²⁵ en utilisant aussi bien la méthode comptable et la méthode des cash-flows pour le calcul des *accruals* totaux.

Ainsi, ce chapitre vise à effectuer des comparaisons entre les différents modèles de calcul de gestion des résultats des entreprises avant l'annonce des opérations de fusions-acquisitions. Pour cela, il sera composé de quatre sections : dans la première section, nous examinerons le cadre institutionnel des fusions-acquisitions. La deuxième section portera sur la présentation de la base de données ainsi qu'une description statistique de l'échantillon. Nous exposerons, dans la troisième section, les différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires en utilisant la méthode comptable. Nous procéderons dans un premier temps, au calcul des *accruals* totaux en utilisant la méthode additive dite aussi méthode comptable. Dans un second temps nous calculons les *accruals* non discrétionnaires en utilisant différents modèles. Cette étape est cruciale pour le calcul des *accruals* discrétionnaires car elle permet de détecter l'existence de gestion des résultats avant l'annonce des opérations de fusions-acquisitions. Nous traiterons, dans la quatrième et dernière section, la gestion des résultats selon la méthode soustractive dite méthode des cash-flows. Une fois les *accruals* totaux obtenus, il conviendra de réaliser les calculs relatifs aux *accruals* non discrétionnaires en utilisant les différents modèles utilisés dans la troisième section. Une comparaison entre les différents résultats nous permettra de présenter le modèle le plus fiable et le plus significatif pour calculer les *accruals* non discrétionnaires.

Section 1 : Le cadre institutionnel des Fusions-acquisitions

Le terme fusion est un terme physique et qui « *désigne un passage d'un corps solide à l'état liquide sous l'action du feu. Sous l'influence de cette force extérieure, l'apparence du corps change mais sa substance n'est pas altérée. Il existe toujours mais sous une autre forme* », Mestdagh (1930).

Dans le domaine de finance d'entreprise, les opérations de fusions-acquisitions recouvrent tous les aspects possibles du rachat d'une entreprise par une autre. Elles

²⁵ Certaines études ont comparé entre 2 ou 3 modèles mais aucunes comparaisons n'a été faite sur ces 7 modèles.

représentent un enjeu de croissance important pour toute firme pour assurer sa pérennité et son développement. Ces opérations constituent un moyen de restructuration des industries en permettant aux entreprises d'accroître leurs activités et d'augmenter leurs profits grâce aux parts de marché gagnés.

En France les opérations de fusions-acquisitions ont été créées au début par la jurisprudence et c'est la loi du 24 juillet 1966 qui a permis d'introduire les dispositions légales propres à ces opérations. L'article L.236-1²⁶ du code de commerce et l'article 1844-4 du code civil, considèrent la fusion comme une technique qui permet d'aborder une société au profit d'une autre ou d'une nouvelle entité juridique. Ainsi selon le droit français cette fusion peut se faire de deux façons. Le premier type concerne la fusion-absorption qui correspond à une entreprise qui absorbe une autre et conduit à la disparition de cette dernière. Le deuxième type de fusion est réalisé lorsque toute entreprise participant à cette opération fusionne et disparaît au profit de la création d'une nouvelle entité. Pour l'opération d'acquisition ; il s'agit plutôt de l'acquisition du contrôle d'une société. Selon, l'article L.233-3 du code de commerce, une entreprise est considérée en contrôler une autre si elle dispose d'un pouvoir de décision en droit et en fait. L'acquisition peut être effectuée soit par achat d'actions (OPA) soit par échange d'actions (OPE).

La première vague de fusions-acquisitions en Europe, plus précisément en Allemagne et en France, a débuté à la fin des années 60. Durant cette période, les États-Unis en étaient à leur troisième vague. Cette première vague en Europe était marquée par une dominance des fusions-acquisitions de type horizontal avec un pourcentage de 70% des opérations (Briciu et Nivoix, 2009) et par un nombre faible d'opérations internationales. La deuxième vague en Europe a commencé vers le début des années 80 avec la signature en 1986 de l'acte unique pour la construction d'un marché intérieur européen unique et donc par la libéralisation et la déréglementation de l'activité économique des états membres de la communauté économique européenne (CEE). Cette vague a été caractérisée par une dominance des opérations amicales qui représentaient 75% des opérations totales de fusions-acquisitions (Briciu et Nivoix, 2009). Ainsi, avec l'Union Européenne et l'élimination des barrières à l'entrée, l'assouplissement du cadre légal des opérations de fusions-acquisitions a permis le développement et le recours plus fréquent à ce type d'opération. La troisième vague des fusions-acquisitions a été

²⁶ Voir annexes 1,2 et 3.

déclenchée vers la fin des années 90 avec toujours une dominance du caractère amical de ces opérations et un accroissement des opérations de fusions-acquisitions par échange d'actions.

Selon Jemison et Sitkin (1986b), l'opération de fusions-acquisitions est effectuée en quatre phases principales. Tout d'abord, il faut chercher la cible qui répond aux objectifs stratégiques de l'acquéreur. La deuxième étape consiste en une analyse stratégique et financière de la cible. Ensuite vient la phase de la négociation et de conclusion d'un accord. C'est à partir de la troisième phase que l'opération est annoncée à l'ensemble des parties prenantes. Enfin, la dernière phase correspond à l'intégration par le regroupement de la cible et de l'acquéreur²⁷.

Pour Cavalier et Straub (2010), la réalisation des opérations de fusions-acquisitions nécessite le passage par neuf étapes principales. La première, c'est la phase d'information préliminaire qui commence avec les premiers contacts formels avec la cible et se termine avec la signature de l'accord de confidentialité. La deuxième étape, celle de la signature de la lettre d'intention, correspond aux premières implications juridiques, ainsi qu'à la proposition de la structure de l'opération.

La troisième étape est la phase d'audit. Il s'agit de l'examen juridique et financier de la cible. Cette phase prend fin juste avant la signature du contrat d'acquisition. L'étape suivante est l'étape de négociation du contrat d'acquisition, elle se termine avec la signature de ce dernier. Ensuite, nous retrouvons la phase des documents annexes, c'est-à-dire, la négociation de certains documents tels que les contrats de financement et les pactes des actionnaires. Elle prend fin avec la signature de ces documents annexes.

La sixième étape est celle des autorisations réglementaires qui regroupe toutes les procédures nécessaires à l'obtention des autorisations utiles pour la mise en œuvre de la transaction. La septième étape correspond à la réalisation des conditions suspensives. Au cours de cette phase, le paiement est effectué et la propriété des actions est transférée. Une fois les conditions suspensives réalisées, nous observons la phase « *post-closing* » caractérisée par les ajustements sur les prix et la mise en œuvre de la garantie du passif. La dernière étape relative à la phase des litiges permet de vérifier leurs existences suite à des opérations de fusions-acquisitions.

²⁷ Trois types d'intégrations sont observés après des opérations de fusions-acquisitions : l'intégration administrative ou procédurale (système d'information et de gestion), l'intégration physique (les actifs de l'entreprise) et l'intégration managériale et culturelle. Cette dernière regroupe les deux premières intégrations et représente ainsi le développement d'une culture d'entreprise commune (Shrivastava, 1986).

Après avoir présenté le cadre légal des opérations de fusions-acquisitions, nous comparons dans ce qui suit, les différents modèles de calcul de gestion des résultats. Pour ce faire nous utilisons un échantillon d'entreprises françaises qui ont effectuées des opérations de fusions-acquisitions durant la période 1999-2014.

Section 2 : Echantillon et collecte des données

Afin de comparer les différents modèles de calcul de gestion des résultats, nous avons constitué un échantillon comportant les opérations de fusions-acquisitions effectuées sur les entreprises françaises sur la période allant de 1999 à 2014. Ces opérations sont collectées auprès de la base de données « Thomson one ».

Notre étude porte uniquement les opérations pour lesquelles l'acquéreur et la cible sont des entreprises françaises. Ainsi, notre échantillon initial est constitué de 2830 opérations de fusions-acquisitions. Nous avons aussi éliminé les entreprises ayant des activités financières et d'assurances (code NAF qui commence par 64, 65 et 66) puisqu'elles ont des caractéristiques singulières. En effet, les entreprises financières présentent des règles comptables et des publications des informations financières différentes par rapport aux autres entreprises, impliquant que l'interprétation des résultats peut-être relativement différente. Notre échantillon de départ s'est donc réduit à 2345 opérations de fusions-acquisitions.

Pour calculer la gestion des résultats, nous avons utilisé : le modèle de Jones (1991), le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995), le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle de Kothari et al. (2005) et le modèle de Cormier et Martinez (2006). Le choix de ces modèles repose sur la revue de la littérature ainsi que la disponibilité des données. Nous avons aussi calculé la gestion des résultats en utilisant le modèle de Raman et Shahrur (2008), toutefois, la non disponibilité de certaines données a conduit à un échantillon restreint qui n'est pas exhaustif avec le reste des modèles utilisés. Ainsi, les résultats de ce modèle ne seront pas exploités dans ce chapitre²⁸.

Pour comparer entre les différents modèles de calcul des *accruals*, il est nécessaire d'avoir un échantillon commun pour les différents outils utilisés. Après toutes ces restrictions et en éliminant les données manquantes, nous avons retenu un échantillon final de 1547 annonces d'opération de fusions-acquisitions pour la méthode additive et un échantillon final

²⁸ Nous invitons le lecteur à découvrir les résultats relatifs à ce modèle au niveau des annexes.

de 1710 annonces de fusions-acquisitions pour la méthode soustractive. La détermination de l'échantillon étudié est reportée dans le tableau 2.1.

Tableau 2. 1: Détermination de l'échantillon

	Nombre d'observations pour le premier échantillon	Nombre d'observations pour le deuxième échantillon
Nombre d'opérations de Fusions-acquisitions de départ	2830	2830
- Opérations concernant des entreprises appartenant au secteur financier	485	485
- Opérations présentant des données manquantes	798	635
= Echantillon final	1547	1710

Afin de détecter la présence de la gestion des résultats, nous devons disposer de certaines données comptables et financières concernant les entreprises qui ont annoncé des opérations de fusions-acquisitions. Ainsi, pour mener à bien l'analyse, nous avons collecté les variables nécessaires pour calculer la gestion des résultats. Ces données sont extraites de la base de données « Thomson Financial ».

Dans le tableau 2.2 ci-dessous, nous présentons les différentes variables nécessaires pour le calcul des *accruals* et la détection de la gestion des résultats.

Tableau 2. 2: Les variables nécessaires pour le calcul des accruals (pour les entreprises acquéreuses)

<p>Les variables utilisées pour le calcul des <i>accruals</i> totaux selon la méthode comptable.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Actif courant à t-1 et t. • Trésorerie à la date t-1 et t. • Passif courant à la date t-1 et t. • Dette incluse dans le passif courant à la date t-1 et t. • Les dotations aux amortissements et aux provisions à la date t.
<p>Les variables utilisées pour le calcul des <i>accruals</i> totaux selon la méthode des cash-flows.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Le résultat net à la date t. • Les cash-flows d'exploitation²⁹ à la date t.
<p>Les variables utilisées pour le calcul des <i>accruals</i> non-discrétionnaires selon les différents modèles utilisés</p>	<ul style="list-style-type: none"> • L'actif total à la date t-2 et t-1. • Chiffre d'affaires à t-1, t et t+1. • Valeur brute des immobilisations corporelles à t. • Compte client à t-1 et t. • Cash-flow d'exploitation à t-1. • Résultat net à t-1 et t. • Dotations aux amortissements et aux provisions à t-1. • Plus-value de cession d'actif à t-1. • Moins-value de cession d'actif à t-1. • Actif courant à t-2. • Passifs courant à t-2.

L'analyse de nos deux échantillons montre que le premier est constitué de 1547 annonces d'opérations de fusions-acquisitions ; 26,50% des opérations sont effectuées entre 1999 et 2003, 42,34% entre 2004 et 2008 et 31,16% entre 2009 et 2014. Pour le second échantillon (1710 annonces d'opérations de fusions-acquisitions), 30,53% des opérations sont effectuées entre 1999 et 2003, 40,12% entre 2004 et 2008 et 29,6% entre 2009 et 2014. De plus, seulement 38 et 47 opérations sont effectuées par échange d'actions respectivement pour le premier et le second échantillon. Une analyse plus approfondie des deux échantillons nous permet d'obtenir les éléments présents dans le tableau 2.3 ci-dessous :

²⁹ Le cash-flow d'exploitation est calculé selon la base de donnée Thomson one et qui correspond au solde d'entrées et de sorties de flux liées à l'activité d'exploitation.

Tableau 2. 3: Statistiques descriptives selon le statut de l'opération de fusions-acquisitions

Statut	Nombre des opérations (échantillon 1)*	Pourcentage des opérations	Nombre des opérations (échantillon 2)	Pourcentage des opérations
Complétée	1115	72,07%	1247	72,92%
Annulée	15	0,97%	15	0,88%
Prévue	169	10,92%	181	10,58%
Rumeur	3	0,19%	3	0,19%
Suspendue	227	14,67%	246	14,39%
Autre	18	1,16%	18	1,05%
Total	1547	100%	1710	100%

*Le premier échantillon correspond à l'échantillon utilisé pour le calcul des *accruals* selon la méthode comptable tandis que le second échantillon est celui utilisé par la méthode des cash-flows.

L'examen des deux échantillons montre que plus que 70% des annonces des opérations de fusions-acquisitions ont été complétées et que le reste c'est-à-dire environ 30% n'ont pas été réalisées. Soit, parce qu'elles ont été suspendues (14%), soit, elles sont prévues mais pas encore réalisées (11%) ou pour d'autres raisons. Ainsi, nous pouvons dire que 1/3 des opérations d'annonces de fusions-acquisitions sont plutôt des opérations non réalisées, ce qui nous amène à penser que les dirigeants des entreprises acquéreuses peuvent utiliser ces annonces d'opérations afin d'influencer le marché sur la bonne situation de leur entreprise et gérer ainsi leurs résultats à la hausse.

Tableau 2. 4: Répartition selon la nature de l'opération de fusions-acquisitions

Attitude	Nombre des opérations (échantillon 1)	Pourcentage des opérations	Nombre des opérations (échantillon 2)	Pourcentage des opérations
Amicale	1234	79,77%	1379	80,64%
Hostile	1	0,06%	1	0,06%
Neutre	65	4,20%	69	4,04%
Autre	247	15,97%	261	15,26%
Total	1547	100%	1710	100%

D'après le tableau 2.4, 80% des opérations de fusions-acquisitions (FA) sont des opérations qui ont été effectuées suite à un accord bilatéral entre les deux parties prenantes ; c'est-à-dire, l'entreprise cible et l'entreprise acquéreuse. Une seule opération parmi les 1547 opérations (et 1710 opérations pour l'échantillon 2) est caractérisée par une opération de FA hostile, qui correspond à une proposition unilatérale de l'une des entreprises aux actionnaires de l'autre entreprise. Ainsi, notre échantillon est constitué d'un nombre important de FA amicales, donc nous pouvons nous attendre à voir une gestion des résultats dans ce type de

fusions-acquisitions plutôt que dans le cas de FA hostile puisque l'objectif de ce dernier type est d'acquérir la majorité du capital d'une entreprise plutôt que de gérer le résultat.

Tableau 2. 5: Répartition selon l'industrie de l'entreprise acquéreuse

Industrie	Nombre des opérations (échantillon 1)	Pourcentage des opérations	Nombre des opérations (échantillon 2)	Pourcentage des opérations
Fabrication	708	45,77%	738	43,16%
Ressources Naturelles	23	1,49%	24	1,40%
Services	665	42,99%	783	45,79%
Commerce	151	9,76%	165	9,65%
Total	1547	100%	1710	100%

Le tableau ci-dessus, montre que les entreprises appartiennent surtout à des entreprises de fabrication avec environ 45% pour le premier échantillon (et 738 sur 1710 pour le deuxième) et à des entreprises de services pour 43% (783 pour le second échantillon soit environ 46%). Le reste des entreprises appartiennent aux entreprises de ressources naturelles et entreprises de commerce³⁰.

Après avoir précisé les différents critères de collecte de données, ainsi qu'une présentation des statistiques descriptives de notre échantillon, la section 3 sera consacrée aux différentes étapes de calcul des *accruals* totaux, non discrétionnaires et discrétionnaires.

Section 3 : calcul de gestion des résultats du premier échantillon

Conformément aux travaux empiriques portant sur la gestion des résultats, nous devons tout d'abord calculer les *accruals* totaux. Ensuite, nous procédons au calcul des *accruals* non discrétionnaires, afin d'analyser la présence de la gestion des résultats dans les *accruals* discrétionnaire. En effet nous avons :

$$AT_i = AND_i + AD_i \quad (2.1)$$

Avec pour toute société *i* à la date d'annonce de fusions-acquisitions (FA),

AT: Les *accruals* totaux,

³⁰ La répartition par secteur d'activité est effectuée en se référant au système de classification des industries, SIC (Standard Industrial Classification), utilisé au niveau de la base de données « Thomson one ».

AND: Les *accruals* non discrétionnaires,

AD: Les *accruals* discrétionnaires.

Ainsi, les *accruals* discrétionnaires, sont obtenus par soustraction des *accruals* non discrétionnaires des *accruals* totaux.

$$AD_i = AT_i - AND_i \quad (2.2)$$

Deux méthodes de calcul des *accruals* totaux sont possibles ; la méthode comptable et la méthode des cash-flows³¹. Au niveau de cette section, nous allons calculer les *accruals* totaux en utilisant la méthode dite additive ou encore la méthode comptable, elle repose sur les besoins de fonds de roulement (BFR) et se calcul comme suit :

$$AT_i = \Delta BFR_i + PTC_i - CC_i \quad (2.3)$$

Avec pour toute entreprise *i* :

AT: *Accruals* totaux,

ΔBFR : Variation du besoin en fonds de roulement,

PTC : Les produits calculés de l'entreprise,

CC : Les charges calculées de l'entreprise.

Il est à rappeler que l'objectif de ce chapitre est le choix du modèle de mesure de gestion des résultats le plus efficace. Pour ce faire, nous allons utiliser le logiciel d'analyse de données STATA. Dans ce chapitre, notre démarche empirique sera faite en 3 étapes³² : (1) Etudier la corrélation entre les différentes variables. (2) Effectuer les régressions en utilisant les différents modèles de calcul de gestion des résultats. (3) Comparer et choisir le modèle le plus efficace.

1. Analyse des corrélations

Avant d'utiliser la méthode des MCO pour estimer les coefficients relatifs à nos modèles, il faut d'abord déceler le phénomène de multi-colinéarité qui peut biaiser les résultats de nos estimations³³. Pour cela nous avons utilisé deux techniques pour vérifier

³¹ Ces méthodes sont présentées au niveau du premier chapitre

³² Cette démarche sera appliquée sur le premier et le deuxième échantillon

³³ Nous présentons dans cette section les résultats du premier échantillon et nous rapportons ceux du deuxième échantillon dans les annexes.

l'existence ou non d'un problème de colinéarité. La première technique est la réalisation de la matrice des corrélations des différentes variables explicatives. La deuxième consiste à calculer les VIF (« *variance inflation factor* » ou facteur d'inflation de la variance).

Tableau 2. 6: Matrices des corrélations

Modèle de Jones (1991)			
	TA	ΔCA	PPE
TA	1		
ΔCA	0,312	1	
PPE	-0,112	0,108	1

Jones modifié (1995)			
	TA	PPE	$\Delta CA-\Delta CR$
TA	1		
PPE	-0,1120	1	
$\Delta CA-\Delta CR$	0,160	0,155	1

Modèle de kasznik (1999)				
	TA	PPE	$\Delta CA-\Delta CR$	ΔCFO
TA	1			
PPE	-0,112	1		
$\Delta CA-\Delta CR$	0,16	0,155	1	
ΔCFO	0,083	0,130	0,042	1

Modèle de Dechow et al. (2003)					
	TA	PPE	Lag AT	GR_Sales	$(1+K)\Delta CA-\Delta CR$
TA	1				
PPE	-0,112	1			
Lag AT	-0,225	-0,16	1		
GR_Sales	-0,306	-0,069	0,425	1	
$(1+K)\Delta CA-\Delta CR$	-0,046	0,059	-0,001	0,023	1

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones (1991)

	TA	ΔCA	PPE	ROA
TA	1			
ΔCA	0,312	1		
PPE	-0,112	0,108	1	
ROA	-0,012	0,097	-0,007	1

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones modifié (1995)

	TA	PPE	$\Delta CA - \Delta CR$	ROA
TA	1			
PPE	-0,112	1		
$\Delta CA - \Delta CR$	0,160	0,155	1	
ROA	-0,012	-0,007	0,083	1

Modèle de Cormier et Martinez (2006)

	TA	ΔCA	PPE	NE	CF
TA	1				
ΔCA	0,312	1			
PPE	-0,112	0,108	1		
NE	0,177	-0,077	0,026	1	
CF	-0,040	0,019	0,142	-0,253	1

Ce tableau rapporte les matrices de corrélations du premier échantillon. *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE*: Valeur brute des immobilisations corporelles, ΔCFO : Variation des cash-flows d'exploitation, *TA*: 1/ total actif, *LagAT*: Le total des *accruals* de l'année t-1 standardisé par le total actif de l'année t-2, *GR_Sales*: La variation du chiffre d'affaires entre la période t et t+1 standardisée par le chiffre d'affaires de la période t, *k*: Le coefficient *k* représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes. *ROA*: Rendement de l'actif de l'entreprise. *CF*: Cash-flow de l'entreprise, *NE (10)*: « *Negative Earnings* » ou résultat négatif.

Le tableau 2.6 représente les matrices de corrélations des variables des différents modèles de calcul de gestion des résultats. Ce tableau montre des coefficients inférieurs à 0,5 ; valeur à partir de laquelle on peut soupçonner la présence d'un problème de multicolinéarité (De Bourmont, 2012).

De plus, nous avons utilisé le VIF pour tester la colinéarité. Les résultats reportés dans les annexes montrent des valeurs très faibles et qui sont inférieures à 10, valeur révélatrice de

problème de colinéarité (Chatterjee et al. 2000). Ces résultats confirment l'absence de multicollinéarité entre les différentes variables. D'où, on peut effectuer les régressions des différents modèles de calcul de gestion des résultats.

2. Calcul des accruals discrétionnaires

Une fois l'*accrual* total calculé, nous procédons au calcul des *accruals* non discrétionnaires afin de déterminer les *accruals* discrétionnaires. La revue de la littérature effectuée au niveau du premier chapitre a montré qu'il existe plusieurs méthodes pour mesurer la gestion des résultats. Ainsi, dans ce qui suit, nous calculons les *accruals* discrétionnaires en utilisant plusieurs modèles³⁴ de calcul. Une comparaison des résultats obtenus sera par la suite effectuée afin de mettre en exergue le modèle qui procure les meilleurs résultats. Ce modèle sera par la suite retenu pour le reste de notre étude empirique.

1.1. Le modèle de Jones (1991)

Afin de comparer les différents modèles de calcul de la gestion des résultats, nous commençons par l'estimation des *accruals* discrétionnaires en utilisant le modèle de Jones (1991) qui se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \times \frac{\Delta CA_i}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \times \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.4)$$

Avec ;

AT_i : Les *accruals* totaux relatifs à l'entreprise i,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i entre l'année t (l'année d'annonce de fusions-acquisitions) et l'année t-1,

PPE_i : Valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i,

α_0, α_1 et α_2 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

ε_i : Le terme d'erreur pour l'entreprise i.

Toutes les variables sont standardisées par le total actif de la fin de l'année t-1 (t étant la date d'annonce de fusions-acquisitions) de l'entreprise i afin de réduire le problème

³⁴ Les modèles qui seront traités dans cette étude sont le modèle de Jones (1991), le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995), le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle de Kothari et al. (2005) et le modèle de Cormier et Martinez (2006). Le choix de ces modèles repose sur la revue de la littérature ainsi que la disponibilité des données.

d'hétéroscédasticité. D'après Kmenta (1986), pour atténuer le problème d'hétéroscédasticité dans une régression, nous pouvons diviser les deux côtés de l'équation de la régression par un estimateur de la variance du terme d'erreur. Selon Jones (1991), nous pouvons utiliser l'actif total de l'année t-1 étant donné qu'il est positivement associé avec la variance du terme d'erreur.

Une fois que les estimateurs de α_0, α_1 et α_2 sont obtenus en appliquant la méthode d'estimation des moindres carrés ordinaires (MCO), ils seront utilisés pour calculer les *accruals* non discrétionnaires qui se présentent comme suit :

$$\frac{AND_i}{TA_{it-1}} = \hat{\alpha}_0 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \hat{\alpha}_1 \times \frac{\Delta CA_i}{TA_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \times \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} \quad (2.5)$$

Par conséquent, l'évaluation de la gestion des résultats est déterminée par la différence entre les *accruals* totaux et les *accruals* non discrétionnaires. Entre autres, Jones considère que les *accruals* discrétionnaires correspondent aux termes d'erreurs du modèle estimé par le MCO³⁵.

Les résultats de la régression selon le modèle de Jones (1991) sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 7: Les résultats de la régression selon la méthode de Jones (1991)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-10,804***	(0,000)	[-12,150 ; -9,457]
ΔCA	0,254***	(0,000)	[0,179 ; 0,328]
PPE	-0,076**	(0,023)	[-0,142 ; -0,010]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Le modèle de Jones (1991) utilise la variation du chiffre d'affaires et la valeur brute des immobilisations corporelles comme des variables explicatives des *accruals* non discrétionnaires. Cette partie des *accruals* discrétionnaires ne peut pas être gérée par les dirigeants. Les résultats de la régression, en utilisant le MCO, exhibent des coefficients qui sont significatifs au seuil de 1% et 5%. La variable, valeur brute des immobilisations corporelles (noté PPE), réagit négativement avec les *accruals* totaux. Une augmentation des investissements de PPE, qui sont considérés comme des dépenses, affecte négativement le

³⁵ Le calcul des *accruals* non discrétionnaires sera effectué selon cette méthodologie quel que soit le modèle utilisé et donc le terme d'erreur représentera les *accruals* discrétionnaires

résultat et entraîne donc, une diminution des *accruals* totaux. Par définition, le résultat net est la somme des *accruals* totaux et des flux de trésorerie. Toute chose étant égale par ailleurs, une augmentation des *accruals* totaux entraîne une croissance du résultat. La deuxième variable indépendante, la variation du chiffre d'affaires (ΔCA), varie positivement avec la variable dépendante. La croissance au niveau du chiffre d'affaires engendre une amélioration du résultat de l'entreprise et donc une augmentation des *accruals* totaux.

1.2. Le modèle de Dechow et al. (1995)

Le modèle d'estimation des *accruals* totaux inspiré par celui de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995) se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CR_i)}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.6)$$

Avec ;

AT_i : Les *accruals* non discrétionnaires de l'entreprise i ,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i entre l'année t (date d'annonce de FA) et l'année $t-1$,

ΔCR_i : Variation des comptes clients de l'entreprise i entre l'année t (date de d'annonce de FA) et l'année $t-1$,

PPE_i : Valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i ,

α_1, α_2 et α_3 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

TA_{it-1} : Le total actif de la fin d'année $t-1$ (t étant la date d'annonce de FA) de l'entreprise i .

ε_i : Le terme d'erreur pour l'entreprise i .

Les résultats de la régression selon le MCO sont présentés dans le tableau 2.8 :

Tableau 2. 8: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones modifié (1995)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-10,108***	(0,000)	[-11,422 ; -8,793]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,286***	(0,000)	[0,186 ; 0,385]
PPE	-0,071**	(0,038)	[-0,137 ; -0,004]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La seule différence entre le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) par rapport au modèle de base, est que la variation du compte client est soustraite de la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise pendant la période de l'évènement.

D'après Jeanjean (2003), si une entreprise augmente ses ventes en accordant des modes de paiement plus souples à ces clients, les *accruals* non discrétionnaires vont augmenter et donc les *accruals* discrétionnaires (qui représentent la gestion des résultats) vont diminuer. Ce qui implique une gestion des résultats à la baisse alors qu'en réalité il s'agit d'une gestion des résultats à la hausse. En effet, le modèle de Jones (1991) suppose implicitement que la variation du chiffre d'affaires n'est pas discrétionnaire et donc tout changement dans le chiffre d'affaires modifie le niveau des *accruals* non discrétionnaires et donc les *accruals* discrétionnaires. Pour pallier à cette critique, Dechow et al. (1995), ont présenté une version modifiée du modèle de Jones. Ces auteurs ont éliminé le montant de la variation du compte client du total de la variation du chiffre d'affaires et donc seule l'augmentation des ventes qui n'ont pas de contrepartie immédiate dans les créances clients est considérée comme gestion des résultats³⁶ (Jeanjean, 2003).

Ainsi, la régression, selon le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) rapporté dans le tableau 2.8, montre des résultats qui se rapprochent de ceux trouvés en utilisant le modèle de Jones (1991). En effet, les coefficients correspondants à la constante ainsi que la valeur brute des immobilisations corporelles sont significativement négatifs au seuil de 1% et 5%. Et la variable $(\Delta CA - \Delta CR)$ est significativement positive.

1.3. Le modèle de Kasznik (1999)

Le modèle de calcul des *accruals* totaux se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{it-1}} = \alpha_1 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_i - \Delta CR_i)}{TA_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \alpha_4 \times \frac{\Delta CFO_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.7)$$

Avec ;

AT_i : Les *accruals* totaux de l'entreprise i ,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i ,

ΔCR_i : Variation des comptes clients de l'entreprise i ,

³⁶ Selon Dechow et al. (1995), il est plus facile de gérer le résultat sur des ventes à crédit plutôt que sur des ventes au comptant.

PPE_i : Valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i ,

ΔCFO_i : Variation des cash-flows d'exploitation entre l'année t , date d'annonce de FA, et l'année $t-1$ pour l'entreprise i ,

α_1, α_2 et α_3 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

ε_i : Terme d'erreur qui représente les *accruals* discrétionnaires.

Toutes les variables sont standardisées par le total actif de la fin d'année $t-1$.

Les résultats de la régression selon le modèle de Kasznik (1999) sont exposés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 9: Les résultats de la régression selon le modèle de Kasznik (1999)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-9,969***	(0,000)	[-11,238 ; -8,699]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,261***	(0,000)	[0,164 ; 0,357]
PPE	-0,033	(0,235)	[-0,097 ; 0,032]
ΔCFO	-1,211***	(0,000)	[-1,479 ; -0,942]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Kasznik (1999) part du modèle de Jones modifié (1995) en ajoutant une nouvelle variable qui est la variation des cash-flows d'exploitation entre l'année t (année à laquelle nous vérifions l'existence ou non de gestion des résultats) et l'année $t-1$. En effet, Kasznik (1999) ajoute cette nouvelle variable explicative en s'appuyant sur les travaux de Dechow (1994) qui a trouvé que la variation des cash-flows est négativement corrélée avec les *accruals* totaux.

Nos résultats corroborent ces affirmations puisque la nouvelle variable indépendante, variation des cash-flows (ΔCFO), présente un coefficient négatif statistiquement significatif au seuil de 5%. Toutefois, nous ne pouvons pas exploiter ce modèle dans la mesure où la variable correspondante à la valeur brute des immobilisations corporelles n'est pas significative.

1.4. Modèle de Dechow et al. (2003)

Ainsi, le modèle de calcul des *accruals* totaux de Dechow et al. (2003) se présente comme suit :

$$AT_i = \alpha_1 + \alpha_2((1 + k)\Delta CA_i - \Delta CR_i) + \alpha_3 PPE_i + \alpha_4 LagAT_i + \alpha_5 GR_Sales_i + \varepsilon_i \quad (2.8)$$

Avec,

AT_i : Les *accruals* totaux de l'entreprise i ,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i ,

ΔCR_i : Variation des comptes clients de l'entreprise i ,

PPE_i : Valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i ,

Ces variables sont standardisées par le total actif de la fin d'année $t-1$,

$LagAT_i$: Le total des *accruals* de l'entreprise i de l'année $t-1$ standardisé par le total actif de l'année $t-2$ (t étant la date d'annonce de FA),

GR_Sales_i : La variation du chiffre d'affaires entre la période t et $t+1$ standardisée par le chiffre d'affaires de la période t (t correspond à la date d'annonce de FA),

k : Le coefficient k est compris entre 0 et 1 et représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes.

ε_i : Le terme d'erreur représentant les *accruals* discrétionnaires.

Le coefficient k est déterminé à l'aide de la régression suivante :

$$\Delta CR_i = \alpha + k \times \Delta CA_i + \varepsilon_i \quad (2.9)$$

Nous commençons d'abord, par l'estimation du coefficient k en effectuant une régression simple par MCO sur STATA. Les résultats sont donnés dans le tableau 2.10 ci-dessous :

Tableau 2. 10: Les résultats de la régression pour l'estimation du coefficient k

ΔCR	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	40,318**	(0,039)	[2,039 ; 8,598]
ΔCA	0,072***	(0,000)	[0,059 ; 0,084]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Les résultats montrent que k est positivement significatif au seuil de 1%. Ainsi, une augmentation dans les variations des ventes entraîne une augmentation au niveau des variations des créances clients. Une fois que k est remplacé dans la formule, nous passons à

l'estimation de nos coefficients dans le modèle de Dechow et al. (2003), en utilisant le MCO. Les résultats de cette régression sont résumés dans le tableau 2.11:

Tableau 2. 11: Les résultats de la régression selon le modèle de dechow et al. (2003)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-12,126***	(0,000)	[-13,508 ; -10,743]
(1+k) Δ CA- Δ CR	0,307***	(0,000)	[0,217 ; 0,396]
PPE	-0,101***	(0,003)	[-0,168 ; -0,034]
LagAT	-0,100***	(0,000)	[-0,138 ; -0,062]
GR_Sales	-0,130***	(0,001)	[-0,208 ; -0,051]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Selon Dechow et al. (2003), tous les modèles peuvent être critiqués en considérant qu'il existe une faute de classification des *accruals* non discrétionnaires comme des *accruals* discrétionnaires. Afin d'améliorer les modèles existants, Dechow et al. (2003) proposent un nouveau modèle pour mesurer les *accruals* totaux. Ils amendent celui de Jones (1991) en ajoutant de nouvelles variables qui sont supposées varier avec les *accruals* non discrétionnaires. Ainsi, un coefficient k est ajouté à la variation du chiffre d'affaires afin de détecter le changement dans le compte clients suite à un changement dans le chiffre d'affaires.

De plus, Dechow et al. (2003) considèrent qu'une partie des *accruals* est prévisible sur les *accruals* totaux de l'année antérieure. C'est pourquoi ils ajoutent les *accruals* totaux de l'année t-1 comme variable explicative afin de capturer la composante prévisible. Une dernière variable indépendante est ajoutée au modèle de Dechow et al. (2003) et qui correspond à la croissance future du chiffre d'affaires.

Les résultats dans le tableau 2.11, montrent que tous les coefficients de cette régression sont significatifs au seuil de 1%. Les deux nouvelles variables indépendantes sont négativement associées avec les *accruals* totaux, ce qui signifie qu'une diminution des *accruals* totaux de l'année t-1 engendre une augmentation des *accruals* totaux de l'année t et donc une gestion des résultats à la baisse (puisque les *accruals* discrétionnaires vont diminuer). De la même façon, une augmentation de la variation du chiffre d'affaires future entraîne une diminution des *accruals* totaux et donc une gestion des résultats à la hausse.

1.5. Modèle de Kothari et al. (2005)

Kothari et al. (2005) proposent un nouveau modèle de calcul des *accruals* appelé : «performance matched discretionary *accruals* ». Ce modèle se présente sous différentes formes. La première version est basée sur le modèle de Jones (1991) et se présentent comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{\Delta CA_i}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_i + \varepsilon_i \quad (2.10)$$

Avec ;

AT_i : Les *accruals* totaux de l'entreprise i ,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i ,

PPE_i : Valeur brute des immobilisations corporelles de l'entreprise i ,

ROA_i : Rendement de l'actif de l'entreprise i à la date $t-1$ (t étant la date d'annonce de FA),

TA_{t-1} : Le total actif de la fin d'année $t-1$,

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ et α_4 : Représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Dans le tableau 2.12, nous présentons les résultats de la régression de la première forme du modèle de Kothari qui se base sur le modèle de Jones (1991).

Tableau 2. 12: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-10,750***	(0,000)	[-12,089 ; -9,410]
ΔCA	0,269***	(0,000)	[0,194 ; 0,343]
PPE	-0,043	(0,210)	[-0,111 ; 0,024]
ROA	-0,007***	(0,000)	[-0,010 ; -0,003]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Partant du modèle de Jones (1991), Kothari et al. (2005) ont intégré une nouvelle variable indépendante ; le rendement de l'actif de l'entreprise, pour mieux expliquer la nature de la gestion des résultats.

Les résultats de la régression montrent que le rendement de l'actif (ROA), réagit d'une façon significativement négative au seuil de 1% (-0,006) par rapport à la variable à expliquer l'*accrual* total. Cependant, ce modèle n'est pas performant et donc ne peut être

utilisé puisque le coefficient relatif à la valeur brute des immobilisations corporelles n'est pas significatif.

Kothari et al. (2005), ont proposé d'ajouter une constante au modèle pour améliorer la qualité de l'estimation. Ainsi, les résultats de cette régression sont donnés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 13: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005), (avec constante)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	0,215***	(0,000)	[0,159 ; 0,271]
TA	-12,599***	(0,000)	[-13,990 ; -11,208]
ΔCA	0,269***	(0,000)	[0,196 ; 0,341]
PPE	-0,269***	(0,000)	[-0,357 ; -0,180]
ROA	-0,012***	(0,000)	[-0,015 ; -0,008]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

En ajoutant la constante au modèle de Kothari et al. (2005), nous remarquons que tous les coefficients deviennent significatifs au seuil de 1%. La variable représentant le rendement de l'actif de l'entreprise à la date t-1 (ROA) est associée négativement avec les *accruals* totaux, ce qui implique une gestion des résultats à la hausse pour toute augmentation du rendement des actifs de l'entreprise.

Une deuxième forme du modèle de Kothari et al. (2005), qui est basé sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995), se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_i - \Delta CR_i)}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_i + \varepsilon_i \quad (2.11)$$

Les résultats de la régression sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 14: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-10,016***	(0,000)	[-11,326 ; -8,706]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,299***	(0,000)	[0,199 ; 0,398]
PPE	-0,040	(0,256)	[-0,108 ; 0,028]
ROA	-0,006***	(0,001)	[-0,010 ; -0,002]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Kothari et al. (2005) présente une deuxième forme de leur modèle qui repose sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995). Ainsi, la variation du compte client est soustraite de la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise pendant la période de l'évènement. Les résultats de la régression selon cette nouvelle forme fournissent les mêmes interprétations que la première forme du modèle. Le rendement de l'actif de l'entreprise est significativement négatif au seuil de 1% mais le modèle n'est pas efficace puisque tous les coefficients ne sont pas significatifs.

Comme dans la première forme du modèle, Kothari et al. (2005) ajoute une constante pour améliorer la qualité de l'estimation. Le tableau 2.15 présente les principaux résultats de cette régression.

Tableau 2. 15: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005), (avec constante)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	0,218***	(0,000)	[0,162 ; 0,274]
TA	-11,905***	(0,000)	[-13,270 ; -10,538]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,306***	(0,000)	[0,209 ; 0,403]
PPE	-0,270***	(0,000)	[-0,359 ; -0,180]
ROA	-0,011***	(0,000)	[-0,015 ; -0,007]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

L'ajout de la constante a amélioré la qualité du modèle puisque les résultats de la régression ont montré que toutes les variables explicatives sont significatives au seuil de 1%. Donc le modèle de Kothari et al. (2005) est efficace pour mesurer les *accruals* totaux et par la suite, détecter la gestion des résultats.

1.6. Modèle de Cormier et Martinez (2006)

Dans leur modèle, Cormier et Martinez (2006) prennent en considération la nature du résultat dégagé par l'entreprise. Le modèle se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta CA_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{CF_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 NE(1/0) + \varepsilon_i \quad (2.12)$$

Avec,

ΔCA_i : Variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i,

CF_i : Cash-flow de l'entreprise i à l'année t-1 (t étant la date d'annonce de FA),

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t,

NE (1/0) : « *Negative Earnings* » ou résultat négatif ; qui est une variable muette égale à 1 si l'entreprise dégage une perte et 0 si le résultat est bénéficiaire.

Les résultats de la régression de ce modèle en utilisant le MCO sont donnés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 2. 16: Les résultats de la régression selon le modèle de Cormier et Martinez (2006)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-11,590***	(0,000)	[-13 ; -10,179]
Δ CA	0,280***	(0,000)	[0,205 ; 0,354]
CF	-0,351*	(0,059)	[-0,715 ; 0,012]
PPE	-0,082**	(0,040)	[-0,160 ; -0,003]
NE	0,209***	(0,000)	[0,111 ; 0,306]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Cormier et Martinez (2006) ajoutent deux nouvelles variables par rapport au modèle de Jones (1991), afin de mieux expliquer la gestion des résultats. Il s'agit du cash-flow de l'entreprise à t-1 et la variable dichotomique NE qui prend la valeur 1 si l'entreprise réalise un résultat négatif et zéro sinon.

Les résultats de la régression de ce modèle montrent que tous les coefficients sont significatifs. Ainsi, le cash-flow et la valeur brute des immobilisations corporelles sont associés d'une façon négative à la variable dépendante, l'*accrual* total : CF= - 0,351 et PPE= -0,082. Ainsi, la diminution du cash-flow de t-1 ou/et de la valeur brute des immobilisations corporelles entraîne une gestion des résultats à la hausse.

3. Comparaison entre les différents modèles

Afin de comparer les différents modèles entre eux et choisir le plus performant, nous utilisons les deux critères d'information les plus utilisés et les plus appliqués pour la sélection de modèle : le critère d'information d'Akaike et le critère d'information Bayésienne (Lebarbier et Mary-Huard, 2004). Ces critères permettent de sélectionner le modèle qui minimise la perte d'information en choisissant celui avec le critère d'information le plus faible. Le tableau suivant présente une synthèse des régressions selon les différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires.

Tableau 2. 17: Synthèse des résultats en utilisant la méthode comptable

	Jones (1991)	Jones Modifié (1995)	Kaszniak (1999)	Dechow et al. (2003)	(1)	Kothari et al. (2005)		(4)	Cormier et Martinez (2006)
						(2)	(3)		
Cons						0,215*** (0,000)		0,218*** (0,000)	
TA	-10,804*** (0,000)	-10,108*** (0,000)	-9,969*** (0,000)	-12,126*** (0,000)	-10,750*** (0,000)	-12,599*** (0,000)	-10,016*** (0,000)	-11,905*** (0,000)	-11,590*** (0,000)
ΔCA	0,254*** (0,000)				0,269*** (0,000)	0,269*** (0,000)			0,280*** (0,000)
ΔCA- ΔCR		0,285*** (0,000)	0,261*** (0,000)				0,299*** (0,000)	0,306*** (0,000)	
(1+k) ΔCA- ΔCR				0,307*** (0,000)					
PPE	-0,076** (0,023)	-0,071** (0,038)	-0,033 (0,325)	-0,101*** (0,003)	-0,043 (0,210)	-0,269*** (0,000)	-0,040 (0,256)	-0,270*** (0,000)	-0,082** (0,040)
ΔCFO			-1,211*** (0,000)						
LagAT				-0,100*** (0,000)					
GR_Sales				-0,130*** (0,001)					
ROA					-0,007*** (0,000)	-0,012*** (0,000)	-0,006*** (0,001)	-0,011*** (0,000)	
CF									-0,351* (0,059)
NE									0,209*** (0,000)
AIC	1894,634	1907,295	1833,438	1850,121	1883,798	1829,892	1898,574	1843,888	1874,406
BIC	1909,557	1922,219	1853,336	1874,993	1903,696	1854,765	1918,472	1868,76	1899,278

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%. Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student.

(1) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones (1991). (2) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones (1991) en ajoutant une constante. (3) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995). (4) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) en ajoutant une constante.

Avant de comparer la qualité du modèle en utilisant le critère AIC, nous devons d'abord, retenir seulement les modèles qui représentent des coefficients significatifs. En observant les régressions utilisées par le MCO, nous remarquons que les modèles de Kasznik (1999) et le modèle (1) et (3) de Kothari et al. (2005) contiennent des coefficients non significatifs. Ainsi, ces 3 modèles ne seront pas comparés avec les autres modèles.

En utilisant le critère d'information d'Akaike pour comparer les modèles retenus, nous remarquons que c'est le modèle (2) de Kothari et al. (2005), (modèle reposant sur celui de Jones, 1991) qui représente le critère le plus faible. En effet, le modèle (2) de Kothari et al. (2005) a un AIC qui est égal à 1829,892 comparé au modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) avec un AIC de 1907,295 ou celui de Cormier et Martinez (2006) qui montre un AIC de 1874,406.

Nous pouvons aussi comparer la qualité des modèles en utilisant le critère d'information bayésienne (Bayesian Information Criterion ou encore BIC) qui est un critère d'information dérivé du critère d'information d'Akaike proposé par Gideon Schwarz en (1978). Ce critère de BIC confirme le résultat retenu par le critère d'information d'Akaike. En effet, les résultats montrent que le modèle (2) de Kothari et al. (2005) est celui qui a le BIC le moins élevé et donc ce modèle est considéré comme le meilleur pour estimer la gestion des résultats.

En utilisant la méthode comptable pour calculer les *accruals* totaux, le modèle (2) de Kothari et al. (2005) est le modèle qui minimise la perte d'information et d'où, il est considéré comme le modèle le plus efficace pour mesurer les *accruals* non discrétionnaires et donc, la gestion des résultats.

Face au nombre important des modèles de calcul des *accruals* non discrétionnaires, il n'y a pas de consensus sur le modèle le plus efficace pour calculer la gestion des résultats. Nos conclusions permettront d'apporter des réponses intéressantes aux questions relatives aux choix du modèle de calcul de la gestion des résultats. A la lumière de nos résultats, les chercheurs utiliseront le modèle de Kothari et al.(2005) comme référence pour mesurer la gestion des résultats selon la méthode comptable. Ce modèle permettra de bien mesurer la gestion des résultats et donc, mieux identifier les déterminants liés à la manipulation du résultat.

Section 4 : calcul de gestion des résultats du deuxième échantillon

Dans la section ci-dessous, nous suivrons la même démarche effectuée dans la section 3 en utilisant la deuxième méthode de calcul des *accruals* totaux qui est la méthode des cash-flows dite aussi méthode soustractive. Elle est basée sur le résultat net :

$$AT_{it} = R_{it} - FTE_{it} \quad (2.13)$$

Avec,

AT_{it} : *Accruals* totaux de l'entreprise i à la date t ,

R_{it} : Résultat net (hors élément extraordinaire) de l'entreprise i à la date t ,

FTE_{it} : Flux de trésorerie d'exploitation de l'entreprise i à la date t .

1. Le calcul des *accruals* non discrétionnaires

Six modèles sont adoptés pour calculer les *accruals*. Ce sont les mêmes modèles utilisés dans la deuxième section à savoir le modèle de Jones (1991), le modèle de Jones modifié, Le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle de Kothari et al. (2005) (en utilisant les quatre formes de ce modèle) et le modèle de Cormier et Martinez (2006).

1.1. Le modèle de Jones (1991)

De cette manière, nous allons recourir à la même procédure utilisée dans la section 3 en remplaçant la méthode de calcul des *accruals* totaux de la méthode comptable par la méthode des cash-flows.

Reprenant le modèle de Jones (1991)

$$\frac{AT_i}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \times \frac{\Delta CA_i}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \times \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.14)$$

Les résultats de cette régression sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 18: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones (1991)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,454***	(0,004)	[-0,760 ; -0,147]
ΔCA	0,056***	(0,000)	[0,036 ; 0,074]
PPE	-0,100***	(0,000)	[-0,116 ; -0,083]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Les résultats de la régression, selon le modèle de Jones (1991), montrent que tous les coefficients de ce modèle sont significatifs au seuil de 1%. La variation du chiffre d'affaires varie positivement avec la variable dépendante, tandis que, la valeur brute des immobilisations corporelles présente un coefficient négatif. En effet, une augmentation des dépenses par l'accroissement des immobilisations corporelles affecte le résultat à la baisse. Et une amélioration du chiffre d'affaires (une ressource pour l'entreprise) améliore le résultat.

1.2. Le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995)

Le modèle d'estimation des *accruals* discrétionnaires inspiré par celui de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995) se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CR_i)}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.15)$$

Le tableau 2.19 représente les résultats de la régression en utilisant le moindre carrée ordinaire.

Tableau 2. 19: Les résultats de la régression selon le modèle de Jones modifié (1995)

AT	Coefficient	P. Critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,258*	(0,090)	[-0,556 ; 0,040]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,041***	(0,001)	[0,016 ; 0,065]
PPE	-0,094***	(0,000)	[-0,110 ; -0,077]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La modification du modèle de Jones (1991) en ajustant la variation du chiffre d'affaires à la variation du compte clients nous donne des résultats proches de ceux obtenus dans le tableau 2.18. En effet, tous les coefficients sont significatifs au seuil de 1% et 10%. De plus, la variable indépendante relative à la valeur brute des immobilisations corporelles varient d'une façon négative avec l'*accrual* total contrairement à la variable ($\Delta CA - \Delta CR$) qui varie positivement avec la variable à expliquer et donc avec la gestion des résultats.

1.3. Le modèle de Kasznik (1999)

Le modèle de calcul des *accruals* non discrétionnaires se présente comme suit :

$$\frac{\Delta T_i}{TA_{it-1}} = \alpha_1 \times \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_i - \Delta CR_i)}{TA_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{it-1}} + \alpha_4 \times \frac{\Delta CFO_i}{TA_{it-1}} + \varepsilon_i \quad (2.16)$$

Tableau 2. 20: Les résultats de la régression selon le modèle de Kasznik (1999)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,309***	(0,008)	[-0,538 ; -0,079]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,035***	(0,000)	[0,016 ; 0,053]
PPE	-0,081***	(0,000)	[-0,093 ; -0,068]
ΔCFO	-0,748***	(0,000)	[-0,799 ; -0,696]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La régression par le MCO du modèle de Kasznik (1999), présente des coefficients qui sont significatifs au seuil de 1%. Les variables ($\Delta CA - \Delta CR$) et PPE varient d'une façon similaire à celles observées dans le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) ($\Delta CA - \Delta CR = 0,034$ et $PPE = -0,080$). Cependant, une nouvelle variable est ajoutée qui correspond à la variation des cash-flows d'exploitation entre t et t-1. Cette variable indépendante varie négativement et significativement avec l'*accrual* total, $\Delta CFO = -0,747$ avec un t de student qui est égal à -28,66, ce qui signifie qu'une diminution de la variation du cash-flow d'exploitation implique une gestion des résultats à la hausse.

1.4. Modèle de Dechow et al. (2003)

Le modèle de calcul des *accruals* totaux de Dechow et al. (2003) se présente comme suit :

$$\Delta T_i = \alpha_1 + \alpha_2((1 + k)\Delta CA_i - \Delta CR_i) + \alpha_3 PPE_i + \alpha_4 LagAT_i + \alpha_5 GR_Sales_i + \varepsilon_i \quad (2.17)$$

Le coefficient *k* est déterminé à l'aide de la régression suivante :

$$\Delta CR_t = \alpha + k \times \Delta CA_t + \varepsilon_t \quad (2.18)$$

Nous commençons par estimer le coefficient K en effectuant une régression simple par MCO.

Les résultats de cette première régression sont donnés dans le tableau 2.21 :

Tableau 2. 21: Les résultats de la régression pour l'estimation du coefficient k

ΔCR	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	39,346**	(0,040)	[1,714 ; 76,978]
ΔCA	0,070***	(0,000)	[0,058 ; 0,083]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La régression montre que la variable variation du chiffre d'affaires varie positivement avec la variable dépendante. Ainsi, une fois k est remplacé dans la formule, nous passons à l'estimation de nos coefficients. Les résultats de cette régression sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 2. 22: Les résultats de la régression selon le modèle de Dechow et al. (2003)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,494***	(0,002)	[-0,807 ; -0,181]
$(1+K)\Delta CA - \Delta CR$	0,050***	(0,000)	[0,027 ; 0,072]
PPE	-0,104***	(0,000)	[-0,122 ; -0,086]
Lag AT	0,055	(0,132)	[-0,016 ; 0,126]
GR_Sales	-0,041***	(0,000)	[-0,057 ; -0,025]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La régression, selon le modèle de Dechow et al. (2003) en utilisant la méthode des cash-flows, présente certaines variables qui ne sont pas significatives au seuil de 1%, 5% et 10%, contrairement aux résultats retrouvés en utilisant la méthode comptable. En effet, la variable indépendante relative aux *accruals* totaux de l'entreprise à la date t-1 varie positivement avec la variable dépendante mais n'est pas significative. Ainsi, selon la méthode des cash-flows, nous ne pouvons pas utiliser ce modèle dans notre étude puisque certaines variables ne peuvent pas expliquer efficacement la gestion des résultats.

1.5. Modèle de Kothari et al. (2005)

Kothari et al. (2005) proposent un nouveau modèle de calcul des *accruals* se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{\Delta CA_i}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_i + \varepsilon_i \quad (2.19)$$

Le tableau 2.23 expose les principaux résultats de cette régression :

Tableau 2. 23: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,476***	(0,002)	[-0,781 ; -0,171]
Δ CA	0,050***	(0,000)	[0,031 ; 0,069]
PPE	-0,108***	(0,000)	[-0,125 ; -0,091]
ROA	0,002***	(0,000)	[0,001 ; 0,002]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Les résultats de cette régression indiquent des variables qui sont significatifs au seuil de 1%. En effet, La variation du chiffre d'affaires (CA) ainsi que le rendement de l'actif de l'entreprise à la date t-1 (ROA), sont significativement positifs au seuil de 1%, ce qui implique qu'une augmentation de la valeur de CA et/ ou ROA incite à une gestion des résultats à la hausse.

Pour améliorer la qualité d'estimation des variables, une constante est ajoutée à ce modèle. Le tableau 2.24 présente les régressions obtenues.

Tableau 2. 24: Les résultats de la régression selon le modèle(1) de Kothari et al. (2005) (avec constante)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	-0,019***	(0,010)	[-0,033 ; -0,004]
TA	-0,337**	(0,041)	[-0,658 ; -0,014]
Δ CA	0,051***	(0,000)	[0,032 ; 0,070]
PPE	-0,090***	(0,000)	[-0,111 ; -0,067]
ROA	0,002***	(0,000)	[0,001 ; 0,003]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

En ajoutant une constante au modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones (1991), les variables indépendantes restent toujours significatives au seuil de 1% et 5% et nous obtenons des résultats qui se rapprochent à la première forme de ce modèle.

Une autre forme du modèle de Kothari et al. (2005) basée sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) sera présentée dans ce qui suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta CA_i - \Delta CR_i)}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_i}{TA_{t-1}} + \alpha_4 ROA_i + \varepsilon_i \quad (2.20)$$

Le tableau suivant résume les principaux résultats de cette régression :

Tableau 2. 25: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,298**	(0,049)	[-0,594 ; -0,000]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,034***	(0,006)	[0,009 ; 0,058]
PPE	-0,104***	(0,000)	[-0,120 ; -0,086]
ROA	0,002***	(0,000)	[0,001 ; 0,003]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

La deuxième forme du modèle de Kothari et al. (2005), qui se base sur le modèle de Jones modifié, présente des variables qui sont significatifs au seuil de 1% et 5%. Ainsi, le rendement de l'actif de l'entreprise ainsi que la variable ($\Delta CA - \Delta CR$) varient positivement avec la variable dépendante. Ce qui implique qu'une augmentation de ces variables conduit à une augmentation de la gestion des résultats. Toutefois, selon la méthode comptable, nous observons une réaction opposée du rendement de l'actif par rapport à la gestion des résultats. Pour la valeur brute des immobilisations corporelles, la variation est négative quelle que soit la méthode de calcul utilisée ; comptable ou de cash-flows.

Comme dans la première forme du modèle de Kothari et al. (2005), nous ajouterons une constante. Le tableau suivant résume les résultats de cette régression :

Tableau 2. 26: Les résultats de la régression selon le modèle(2) de Kothari et al. (2005) (avec constante)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
Cons	-0,017**	(0,018)	[-0,031 ; -0,003]
TA	-0,164	(0,307)	[-0,480 ; 0,151]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,035***	(0,005)	[0,010 ; 0,059]
PPE	-0,086***	(0,000)	[-0,108 ; -0,064]
ROA	0,002***	(0,000)	[0,001 ; 0,003]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Kothari et al. (2005) ont ajouté une constante à leur modèle afin d'améliorer la qualité des estimations des variables. Cependant, les résultats du tableau 2.26 indiquent que l'introduction de cette constante conduit à diminuer l'efficacité de ce modèle.

1.6. Modèle de Cormier et Martinez (2006)

Dans leur modèle, Cormier et Martinez (2006) prennent en considération la nature du résultat dégagé par l'entreprise. Le modèle se présente comme suit :

$$\frac{AT_i}{TA_{t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta CA_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{CF_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_i}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 NE(1/0) + \varepsilon_i \quad (2.21)$$

Le tableau 2.27, reprend les principaux résultats.

Contrairement à la méthode comptable selon laquelle la régression a indiqué des résultats significatifs, l'utilisation de la méthode des cash-flows ne montre pas des résultats significatifs. En effet, Le coefficient relatif au cash-flow de l'entreprise à la date t-1 présente une valeur positive mais qui n'est pas significative (t de student est de 0,19). Ainsi, le modèle de Cormier et Martinez (2006) ne peut pas être utilisé pour mesurer les *accruals* non discrétionnaires et par conséquent, la gestion des résultats.

Tableau 2. 27: Les résultats de la régression selon le modèle Cormier et Martinez (2006)

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-0,134	(0,405)	[-0,449 ; 0,181]
ΔCA	0,048***	(0,000)	[-0,449 ; 0,181]
CF	0,009	(0,847)	[-0,079 ; 0,096]
PPE	-0,085***	(0,000)	[-0,104 ; -0,066]
NE	-0,088***	(0,000)	[-0,111 ; -0,063]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

2. comparaison entre les différents modèles

Le tableau suivant présente une synthèse des régressions selon les différents modèles de calcul des *accruals* discrétionnaires.

En examinant les différents modèles de calculs des *accruals* discrétionnaires, nous remarquons que, parmi ces neuf régressions, seules six peuvent être utilisées pour calculer la gestion des résultats. En effet, le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle (4) de Kothari et al. (2005) et le modèle de Cormier et Martinez (2006) ont certains coefficients qui ne sont pas significatifs.

Nous comparons seulement les six modèles restant en vérifiant celui qui a le critère d'information d'Akaike le moins élevé. L'examen du tableau 2.28 montre que c'est le modèle

de Kasznik (1999) qui minimise la perte d'information en indiquant un AIC le moins élevé. Ce même résultat est confirmé par le critère d'information bayésienne où nous trouvons un BIC égal à -1571,882.

Ainsi en utilisant la méthode des cash-flows pour le calcul des *accruals* totaux, le modèle de Kasznik (1999) est considéré comme le modèle le plus efficace pour détecter la gestion des résultats au sein des entreprises françaises qui annoncent des opérations de fusions-acquisitions, puisqu'il est considéré comme le modèle le plus performant qui minimise la perte d'information.

Tableau 2. 28: Synthèse des résultats en utilisant la méthode des cash-flows

	Jones (1991)	Jones Modifié (1995)	Kasznik (1999)	Dechow et al. (2003)	(1)	Kothari et al. (2005)		(4)	Cormier et Martinez (2006)
						(2)	(3)		
Cons						-0,019*** (0,010)		-0,017** (0,018)	
TA	-0,454*** (0,004)	-0,258* (0,090)	-0,309*** (0,008)	-0,494*** (0,002)	-0,476*** (0,002)	-0,337** (0,041)	-0,298** (0,049)	-0,164 (0,307)	-0,134 (0,405)
ΔCA	0,056*** (0,000)				0,050*** (0,000)	0,051*** (0,000)			0,048*** (0,000)
$\Delta CA - \Delta CR$		0,041*** (0,001)	0,035*** (0,000)				0,034*** (0,006)	0,035*** (0,005)	
$(1+k)\Delta CA - \Delta CR$				0,050*** (0,000)					
PPE	-0,100*** (0,000)	-0,094*** (0,000)	-0,081*** (0,000)	-0,104*** (0,000)	-0,108*** (0,000)	-0,090*** (0,000)	-0,104*** (0,000)	-0,086*** (0,000)	-0,085*** (0,000)
ΔCFO			-0,748*** (0,000)						
LagAT				0,055 (0,132)					
GR_Sales				-0,041*** (0,000)					
ROA					0,002*** (0,000)	0,002*** (0,000)	0,002*** (0,000)	0,002*** (0,000)	
CF									0,009 (0,000)
NE									-0,088*** (0,000)
AIC	-990,986	-969,3915	-1592,168	-996,2464	-1005,394	-1010,118	-986,4475	-990,1189	-1038,237
BIC	-975,7713	-954,1767	-1571,882	-970,8886	-985,108	-984,7597	-966,1612	-964,761	-1012,879

***, **, *, respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%. Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student. (1) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones (1991). (2) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones (1991) en ajoutant une constante. (3) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995). (4) : c'est le modèle de Kothari et al. (2005) qui se base sur le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) en ajoutant une constante.

Conclusion

Dans ce chapitre, différents modèles ont été utilisés afin de calculer la gestion des résultats. Contrairement aux études de Djama et Boutant (2006), Hamza et Lakhali (2010) et Boutant et Verdier (2015), nous avons suivi deux méthodologies pour calculer les *accruals* totaux : la méthode comptable et la méthode des cash-flows. Ainsi, nous avons vérifié si l'utilisation de l'une de ces deux méthodes de calcul des *accruals* totaux modifie le résultat quant au choix du modèle le plus efficace pour calculer la gestion des résultats.

En effet, pour chacune de ces deux méthodes, nous avons utilisé six modèles pour calculer la gestion des résultats. Les régressions de ces modèles ont montré des résultats différents. Ainsi, pour le calcul des *accruals* totaux selon la méthode comptable, le modèle (2) de Kothari et al. (2005) représente le modèle le plus efficace puisqu'il représente le modèle qui minimise la perte d'information. Ce résultat corrobore les études de Boudabbous Gassara et Abaoub (2007) et Roodposhti et al. (2012) qui ont trouvé que le modèle de Kothari est considéré comme le modèle le plus efficace pour calculer la gestion des résultats.

Le calcul des *accruals* totaux selon la méthode des cash-flows a montré des résultats différents. En effet, le modèle retenu pour calculer les *accruals* non discrétionnaires est le modèle de Kasznik (1999) selon le critère d'information AIC et BIC.

Ainsi ces deux modèles, modèle (2) de Kothari et al. (2005) (pour la méthode comptable) et le modèle de Kasznik (1999) (pour la méthode des cash-flows), seront utilisés dans le chapitre 4 pour expliquer la gestion des résultats des entreprises françaises qui ont annoncé des opérations de fusions-acquisitions.

Deuxième partie :

**Gestion des résultats avant les annonces de fusions-
acquisitions : Outils de manipulations**

La gestion des résultats est considérée comme une des formes les plus utilisées par les dirigeants pour parvenir à réaliser certains de leurs objectifs. Elle peut être influencée par différents facteurs, tels que la performance de l'entreprise, sa capacité à atteindre les objectifs fixés et certaines opérations sur le capital. Par exemples certaines entreprises sont incitées à sous-estimer la valeur de leurs actions avant des opérations de rachat d'actions en utilisant la gestion des résultats afin d'influencer le marché et racheter ses actions à moindre coût. De même, lors d'une opération de fusion-acquisition, les dirigeants d'une entreprise acquéreuse seront motivés à gérer le résultat. L'amélioration de la valorisation des actions rapportera un maximum de gain à l'entreprise.

Les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations sur le capital. Elles n'apportent aucune ressource nouvelle à l'entreprise, cependant, les dirigeants recourent fréquemment à ces opérations dites blanches. Il existe plusieurs théories qui expliquent l'utilisation de ce type d'opérations, telles que la théorie du signal, la théorie de « tick size » et la théorie de manipulation de valeur avant des opérations de fusions-acquisitions.

Ainsi, dans cette deuxième partie, nous considérons les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions comme deux outils de gestion des résultats. En utilisant ces deux opérations, les dirigeants de l'entreprise acheteuse cherchent à augmenter la valeur de leurs actions pour minimiser le nombre de titres à émettre et maximiser le nombre d'actions à recevoir.

Pour ce faire, cette partie est constituée, également, de deux chapitres. Dans le premier, nous présentons les apports théoriques des opérations sur le capital à savoir les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions. De plus, nous exposons les motivations qui conduisent les entreprises à annoncer des opérations de division d'actions et d'attribution d'actions gratuites avant des fusions-acquisitions.

A l'issue de la première partie, nous avons montré que le modèle (2) de Kothari et al. (2005) et le modèle de Kasznik (1999) représentent les deux modèles les plus efficaces pour calculer la gestion des résultats. En utilisant ces deux modèles, nous testons dans le deuxième chapitre de cette partie, si les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites sont considérées comme un outil de gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions sur le marché français.

Chapitre III :

Les opérations sur le capital dans le cadre des fusions-acquisitions

Introduction

Les opérations de division d'actions et des attributions d'actions gratuites entraînent la multiplication du nombre d'actions en circulation d'une entreprise sans affecter ses actifs ou passifs et sans apporter des avantages apparents à l'entreprise. Dans un marché parfait, ces opérations qualifiées d'opérations blanches ne devraient ni créer ni détruire de la valeur. En outre, selon la logique financière classique, une opération qui ne modifie pas la richesse d'une société ne devrait pas avoir d'impact sur sa valeur boursière. La valeur d'une société est considérée comme indépendante du nombre des titres qui compose son capital. Toutefois, dans la pratique, les décisions visant à augmenter le nombre de titres d'une société (sans création ou destruction de richesse) affectent les cours boursiers de manière significative. Deux types d'opérations de cette nature sont observés sur le marché : les divisions du nominal et les attributions d'actions gratuites.

Les études antérieures ont montré que ces deux opérations ne sont pas sans effet puisqu'elles engendrent un impact positif sur les marchés boursiers. Les chercheurs tentent de plus en plus d'étudier et de tester les hypothèses liées à ces événements. Ils utilisent différents échantillons et différents marchés pour expliquer les motivations qui conduisent les dirigeants à diviser et à attribuer des actions gratuites.

Ces deux opérations sont considérées comme deux événements similaires. En effet, elles sont effectuées sur le capital et permettent à chaque actionnaire de recevoir un certain nombre d'actions, sans un nouvel apport du capital, tout en diminuant le cours des actions. Toutefois, certaines différences sont observées. Les actions gratuites, sont distribuées suite à une incorporation des réserves dans le capital de l'entreprise alors que l'opération de division d'actions est la division du nominal d'une action afin de rendre la valeur unitaire de l'action plus faible.

Dans ce chapitre, nous examinons ces deux opérations sur capital : actions gratuites et division d'actions et leur relation dans le cadre de fusions-acquisitions. Ainsi, la revue de la littérature a révélé quatre principales hypothèses pour expliquer les effets des opérations de division d'actions et d'actions gratuites. (1) L'hypothèse du signal (Fama et al. 1969 ; Brennan et Copeland, 1988 ; McNichols et Dravid, 1990), (2) l'hypothèse de « *optimal trading range* » (Lakonishok et Lev, 1987 ; McNichols et Dravid, 1990), (3) l'hypothèse « *tick size* » (Angel, 1997 ; Harris, 1994) et (4) l'hypothèse de manipulation de valeur proposée par Guo et al. (2008).

Dans la première section, nous traiterons les opérations sur le capital (les opérations dites blanches) ainsi que les apports théoriques liés à ces opérations. Dans la deuxième section, nous présenterons les opérations de fusions-acquisitions et leurs relations avec la gestion des résultats.

Section 1 : Les opérations sur le capital : « Les opérations blanches »

Les actions gratuites et la modification du nominal des actions (division ou multiplication de la valeur nominale) sont des opérations qui permettent aux entreprises de gérer leurs relations avec le marché et de renforcer le lien entre entreprise et actionnaires. Ces opérations s'inscrivent dans la politique financière suivie par les entreprises.

Qualifiées d'opérations blanches, elles entraînent soit une augmentation soit une diminution du nombre des titres en circulation mais la situation patrimoniale de chaque actionnaire ainsi que la valeur intrinsèque de l'entreprise restent les mêmes. Seule la structure du capital change (nombre d'actions et valeur unitaire).

Suite à ces opérations, l'entreprise procède à une création de nouvelles actions, une division ou une multiplication de la valeur nominale des titres, sans pour autant affecter la situation patrimoniale des investisseurs. Ginglinger (1991) considère que ces opérations sont génératrices « d'illusions ».

Cette section sera présentée comme suit : tout d'abord, nous aborderons les différentes opérations blanches effectuées sur le capital. Ensuite, nous exposerons le cadre théorique lié à ces opérations.

1. Présentation des opérations dites « blanches »

Les opérations « blanches » sont considérées comme des opérations sur le capital caractérisées par leur aspect cosmétique. Elles sont souvent appelées des opérations blanches étant donné qu'elles n'affectent pas la richesse des actionnaires. Ces opérations consistent à diviser ou à multiplier le nombre d'actions qui constituent le capital d'une entreprise tout en divisant ou multipliant la valeur unitaire de chaque action par le même quotient. Suite à ces opérations, les droits de votes et les dividendes seront aussi modifiés au prorata. Ces opérations sont les actions gratuites, les divisions d'actions et la multiplication du nominal.

Il existe deux modalités pour multiplier le nominal des actions. La première est effectuée à travers une capitalisation des réserves. La deuxième modalité consiste à un regroupement des actions. On observe donc une certaine ressemblance entre l'attribution d'actions gratuites et la modification du nominal des titres. Tout d'abord, l'incorporation des réserves peut s'effectuer soit par attribution d'actions gratuites soit par l'augmentation du nominal des actions. Mais contrairement aux actions gratuites, qui impliquent une augmentation des actions en circulation, la multiplication du nominal ne modifie pas le nombre d'actions de la société (Gringlinger, 1991). D'où, la multiplication du nominal des actions représente une solution alternative à la distribution d'actions gratuites en incorporant les réserves dans les capitaux propres. De plus, la division d'actions implique des résultats proches de ceux provoqués par les distributions d'actions gratuites à travers une augmentation du nombre d'actions en circulation.

Aux États-Unis, les actions gratuites « *stock dividends* » et les divisions d'actions « *stock split* » sont considérées comme un même type d'opération. La distinction entre ces deux opérations se fait à travers le facteur de division. En effet, si le facteur de division du nominal de l'action est supérieur ou égal à 25%, l'opération est considérée comme une division d'actions, sinon l'opération est classée comme attribution d'actions gratuites. Sur le marché français, ces deux opérations sont différentes et couvrent des procédures diverses.

1.1. La politique d'attribution d'actions gratuites

Il existe plusieurs manières de procéder à l'augmentation du capital d'une entreprise, l'une d'entre elles se fait par incorporation des réserves. Deux possibilités sont offertes à l'entreprise pour capitaliser ses réserves : la création de nouvelles actions distribuées aux

actionnaires (attribution des actions gratuites) et l'élévation du nominal des actions (appelée aussi la multiplication du nominal).

Cette opération de capitalisation des réserves par attribution d'actions gratuites se traduit par un changement purement comptable, elle est ainsi qualifiée d'opération blanche qui modifie la structure de capital (débiter le compte 106 « réserves » et créditer le compte 101 « capital social » au niveau du bilan) de la société sans accroître son moyen de financement.

Dans ce qui suit, nous expliquons le concept d'actions gratuites ainsi que les différentes modalités associées. L'opération de multiplication du nominal sera traitée ultérieurement.

1.1.1. Définitions

L'opération d'actions gratuites est qualifiée comme une opération neutre puisqu'elle ne modifie pas la richesse totale de l'actionnaire. Toutefois, cette opération ne passe pas sans effet étant donné qu'elle affecte le cours des actions. Nous définirons dans ce qui suit l'ensemble des concepts nécessaires à la compréhension de cette opération.

a/ Les réserves :

Les réserves correspondent aux bénéfices réalisés et non distribués ; elles peuvent résulter de l'application d'une obligation légale (réserves légales), d'une obligation prévue dans les statuts de la société (réserves statutaires) ou être librement décidées par l'assemblée générale des associés (réserves facultatives).

Les réserves légales sont obtenues par prélèvements successifs, de 5% sur le montant des bénéfices de la période, diminués des pertes antérieures. Son montant maximum légal est de 10% du capital social. Ce type de réserves peut être incorporé au capital.

Les réserves statutaires ne peuvent être distribuées, ni servir au remboursement des actions ou des parts sociales (c'est réciproque pour les réserves légales), en revanche, elles peuvent être incorporées au capital social ou être utilisées pour apurer les pertes.

Contrairement aux réserves légales et statutaires, les réserves facultatives peuvent servir au rachat ou au remboursement d'actions ou parts sociales ; elles peuvent aussi être distribuées, utilisées pour apurer les pertes ou incorporées au capital social.

b/ L'action gratuite :

Il existe deux types d'attribution d'actions gratuites. Les actions gratuites données aux salariés dans le cadre d'une émission de nouvelles actions ou suite au rachat des actions de la société. Et les actions gratuites attribuées aux actionnaires au prorata des actions qu'ils détiennent suite à une incorporation des réserves. Seul le deuxième type est considéré comme une opération blanche et sera traité dans notre étude.

L'opération d'attribution d'actions gratuites résulte d'une variation bilancielle qui se traduit par un changement purement comptable suite à l'augmentation de capital par incorporation des réserves. L'opération consiste uniquement à faire remonter le poste réserve au poste capital social et donnant ainsi des nouvelles actions, dites gratuites, aux anciens actionnaires. Ainsi, chaque actionnaire disposera d'actions gratuites selon une quotité déterminée par le rapport entre le nombre d'anciennes actions et le nombre de nouvelles actions ainsi qu'un droit d'attribution attaché.

Cette opération est théoriquement neutre pour les actionnaires qui se partagent le même *gâteau* avec un nombre de parts plus important. L'attribution d'actions gratuites est suivie par un ajustement mécanique du cours boursier à la baisse. Cet ajustement est effectué de sorte que le nombre d'actions avant l'opération multiplié par la valeur unitaire de l'action soit égal au nouveau nombre d'actions multiplié par la nouvelle valeur de l'action.

Soit;

C_0 : Cours avant l'opération,

n_0 : Nombre initial des actions,

C_1 : Cours après l'attribution d'actions gratuites

n_1 : Nombre d'actions après l'attribution d'actions gratuites.

Nous avons ;

$$C_0 \times n_0 = C_1 \times n_1 \quad (3.1)$$

Certes le nombre d'actions a augmenté mais la capitalisation boursière reste inchangée puisque la valeur unitaire de l'action a diminué³⁷.

Pour mieux comprendre le mécanisme des actions gratuites, nous prendrons un exemple.

Soit ; $C_0 = 30\text{€}$ le cours de l'action d'une société X à l'instant t_0 (avant l'attribution d'actions gratuites), $n_0 = 50$ le nombre d'actions détenues par un actionnaire A à l'instant t_0 . La société X a décidé de distribuer une action gratuite pour chaque cinq actions détenues. Ainsi, l'actionnaire A détiendra un nombre d'actions qui passera de 50 à 60 actions ($50 + \frac{50}{5} = 60$). Pour retrouver le nouveau cours théorique, nous devons respecter l'égalité ci-dessus. D'où ;

$$C_1 = \frac{30 \times 50}{60} = 25\text{€} \quad (3.2)$$

c/ Le droit d'attribution :

L'attribution d'actions gratuites entraîne la création de droit d'attribution pour les actionnaires. Il représente le droit que détient tout ancien actionnaire de recevoir des titres gratuits. Ces droits sont négociables et permettent à certains actionnaires ne possédant pas le nombre exact d'actions de participer à l'opération d'acheter les droits manquants.

Ainsi, si une entreprise attribue une action gratuite pour cinq anciennes actions détenues. Pour bénéficier de cette opération, un actionnaire doit avoir cinq droits d'attribution (ou un nombre multiple). D'où, un actionnaire possédant quatre actions doit acheter un droit d'attribution³⁸ pour recevoir une action gratuite et avoir à la fin cinq actions.

Il est alors possible de calculer un droit d'attribution. La valeur théorique de ce droit est la différence entre la valeur de l'action avant et après incorporation de réserves.

Soit ; n : le nombre d'anciennes actions,

N : le nombre de nouvelles actions,

C : le dernier cours coté de l'action avant l'émission,

D : le droit préférentiel de souscription.

³⁷ Au niveau des dividendes, le résultat sera réparti sur un nombre plus élevé des actions, mais le paiement global reçu pour chaque actionnaire sera le même.

³⁸ Ce droit d'attribution est appelé dans ce cas « rompu ».

Le cours « ex-droit » est déterminé par la capitalisation boursière de l'action ;

$$\frac{C \times n}{n + N} \quad (3.3)$$

La valeur théorique du droit d'attribution est la différence entre le cours de l'ancienne action et le cours théorique ex-droit ;

$$D = C - \{C \times n / (n + N)\} \quad (3.4)$$

Ou

$$D = C \times N / n + N \quad (3.5)$$

Un actionnaire ne disposant pas de la quotité d'actions exacte a le choix entre : soit acquérir avant l'émission une action afin d'avoir la quotité, soit acheter un droit d'attribution.

1.1.2. L'aspect pratique de l'augmentation du capital par attribution d'actions gratuites

L'augmentation du capital par incorporation des réserves via l'attribution d'actions gratuites est décidée par l'assemblée générale extraordinaire statuant aux conditions de quorum³⁹ et de majorité des assemblées ordinaires. Ce type d'augmentation ne nécessite pas une libération intégrale de l'ancien capital. Contrairement à l'augmentation de capital en numéraire, l'augmentation par distribution d'actions nouvelles s'accompagne de l'attribution aux anciens actionnaires d'un droit d'attribution en plus d'un droit d'enregistrement fixe à la charge de la société.

Il existe trois modalités de réalisation des attributions d'actions gratuites (Ginglinger, 1991); la première consiste dans l'attribution d'actions indépendamment de toute autre opération. La deuxième c'est l'attribution d'actions et l'augmentation de capital en numéraire qui sont simultanées. Enfin, la troisième modalité c'est l'attribution d'actions qui suit ou précède l'augmentation de capital en numéraire.

³⁹ Le quorum est le nombre d'actions représentées pour que l'assemblée générale extraordinaire puisse délibérer. Dans le cadre d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, le quorum à atteindre est celui d'une assemblée générale ordinaire.

a/ Attribution d'actions gratuites indépendamment des autres opérations

L'attribution d'actions gratuites ne modifie pas la capitalisation boursière totale de l'entreprise puisqu'il n'y a pas de nouvel apport à l'entreprise. Il s'agit tout simplement d'un transfert du compte réserves au compte capitaux propres.

Soit ;

C : Cours de l'action avant l'opération,

N : Nombre d'anciennes actions,

a : Nombre d'actions gratuites attribuées,

C' : Cours de l'action après l'opération.

Étant donné que la capitalisation boursière reste inchangée après l'attribution d'actions gratuites, nous avons :

$$C \times N = C' \times (N + a) \quad (3.6)$$

D'où ;

$$C' = C \times N / N + a \quad (3.7)$$

Ainsi, la capitalisation boursière globale de la firme n'est pas modifiée par l'opération de l'attribution d'actions gratuites. C'est seulement la valeur théorique unitaire des actions qui varie.

L'attribution de ces actions est associée à une création d'un droit d'attribution permettant aux anciens actionnaires de conserver leurs richesses même s'ils ne veulent pas participer à cette opération puisque ce droit est négociable. Ainsi, les anciens actionnaires détiennent une action à C' et un droit d'attribution A .

La valeur théorique de ce droit est calculée comme suit :

$$A = C - C' \quad (3.8)$$

D'où ;

$$A = \frac{C \times a}{N + a} \quad (3.9)$$

b/ Attribution d'actions gratuites et augmentation de capital en numéraire simultanées

L'adoption de ces deux opérations entraîne, contrairement au premier cas, une modification de la capitalisation boursière totale de l'entreprise.

Soit ;

C : Cours de l'action avant l'opération,

N : Nombre d'anciennes actions,

a : Nombre d'actions gratuites attribuées,

n : Nombre des nouvelles actions émises au prix P ,

C' : Cours de l'action après l'opération.

La capitalisation boursière passe de $C \times N$ à $C \times N + n \times P$. D'où la valeur théorique du cours de l'action après les deux opérations sera égale à :

$$C' = \frac{(C \times N + n \times P)}{(N + n + a)} \quad (3.10)$$

Suite à ces deux opérations, les anciens actionnaires disposent d'un droit d'attribution et un droit de souscription. Ces deux droits viennent compenser la perte de valeur de l'action qui est passée de C à C' .

D'où, nous avons :

$$C - C' = A + x \quad (3.11)$$

Avec ;

A : Droit d'attribution,

x : Droit de souscription.

Les investisseurs utilisent les droits d'attribution et de souscription pour participer au capital ainsi :

$$C' = \frac{N}{a} \times A \quad (3.12)$$

Ou

$$C' = \frac{N}{n} \times x + P \quad (3.13)$$

Nous obtenons ainsi les valeurs des droits de souscription et d'attribution :

Nous avons ;

$$A = \frac{C'}{N} \times a \quad (3.14)$$

Ainsi ;

$$A = \frac{a(C \times N + n \times P)}{N(N + n + a)} \quad (3.15)$$

De même pour le droit de souscription.

$$C' = \frac{N}{n} \times x + P \quad (3.16)$$

Ainsi ;

$$x = (C' - P) \times \frac{n}{N} \quad (3.17)$$

D'où :

$$x = \frac{n\{C \times N - P(N + a)\}}{N(N + n + a)} \quad (3.18)$$

c/ Augmentation de capital en numéraire et attribution d'actions gratuites successivement

L'augmentation de capital en numéraire crée de nouvelles actions sur le marché. A ces droits sont attachés des droits d'attributions si l'entreprise procède à une distribution d'actions gratuites successive⁴⁰.

Ainsi, les cours théoriques de ces deux opérations s'établissent comme suit :

C : Cours de l'action avant l'opération,

N : Nombre d'anciennes actions,

n : Nombre des nouvelles actions émises au prix P suite à l'augmentation de capital en numéraire,

⁴⁰ « Il est préférable que l'attribution d'actions gratuites suive l'augmentation de capital. En effet, la première opération conduit à une diminution technique du cours de l'action qui rend la détermination des conditions de l'augmentation de capital en numéraire plus délicate » (Ginglinger, 1991). C'est pour cette raison qu'il est préférable que l'attribution d'actions gratuites suive l'augmentation de capital en numéraire.

Si C' est le cours théorique qui s'établit après une augmentation de capital en numéraire alors C' est calculée comme suit⁴¹ :

$$C' = \frac{(C \times N + n \times P)}{N + n} \quad (3.19)$$

D'où le droit de souscription est égal à :

$$x = C - C' \quad (3.20)$$

D'où

$$x = \frac{n \times (C - C')}{N + n} \quad (3.21)$$

L'attribution d'actions gratuites successive à l'opération d'augmentation de capital en numéraire ramène le cours de l'action à C'' . Ainsi, nous avons :

$$C'' = \frac{C' \times (N + n)}{N + n + a} \quad (3.22)$$

Avec a est le nombre d'actions gratuites attribuées.

La perte de valeur de l'action qui est passée de C' à C'' constitue la valeur du droit d'attribution.

$$A = C' - C'' \quad (3.23)$$

D'où

$$A = \frac{a \times C'}{N + n + a} \quad (3.24)$$

1.2. Modification de la valeur nominale des actions

L'entreprise peut procéder à une modification du nominal de ses actions selon sa situation boursière. Elle procède ainsi, soit à une division, soit à une multiplication du nominal de ses titres. Le principe de ces opérations consiste à diviser ou multiplier la valeur

⁴¹ « C' » est appelé aussi ; le cours ex-droit de souscription de l'action. En effet, Lorsqu'une société décide une augmentation de capital, le terme ex-droit indique que ce droit est détaché de l'action dès que l'opération commence.

unitaire de chaque action tout en divisant ou multipliant le nombre d'actions total qui compose le capital de l'entreprise par le même quotient.

Il existe une nette différence au niveau des cours entre les entreprises qui divisent leurs actions et celles qui effectuent une multiplication du nominal. En effet, d'après Pecchioli (2013), les divisions d'actions ont tendance à ramener le cours à un prix inférieur à 100€. Alors que les multiplications du nominal ont plutôt tendance à augmenter les cours des actions à un prix supérieur à 1€. Selon Pecchioli (2013), les cours inférieurs à 1€ reflètent une mauvaise image de l'entreprise tandis qu'un prix supérieur à 100€ paraît très élevé pour les investisseurs.

1.2.1. Les divisions d'actions

L'opération de division d'actions est la division du nominal d'une action afin de rendre sa valeur unitaire plus faible⁴². Ainsi, les entreprises s'engagent dans des opérations de division d'actions pour diminuer leurs prix tout en augmentant le nombre d'actions en circulation.

Théoriquement la division d'actions est considérée comme une opération blanche. Son principe réside dans la multiplication du nombre total des actions qui constituent le capital social par le facteur de division tout en réduisant la valeur nominale de l'action par ce même ratio. Ainsi, seul le nombre d'actions augmente mais le capital social reste inchangé puisqu'aucune ressource supplémentaire n'est apportée à l'entreprise.

Certes la structure de capital de l'entreprise est modifiée (nombre d'actions et valeur unitaire) mais sans augmenter ni diminuer les moyens de financement, la valeur intrinsèque de l'entreprise ou encore la richesse en portefeuille des actionnaires. Ainsi la quotité de l'entreprise représentée par chaque action est réduite, mais les actionnaires disposent d'un nombre suffisant d'actions afin de maintenir la valeur de leur portefeuille d'actions inchangée.

Le 9 juin 2014, Apple a procédé à une division de ces actions AAPL par 7. En effet, le cours de ces actions a enregistré une croissance importante pendant les dix dernières années. Il est passé d'un cours de 15 dollars en 2004 à un cours égal à 633 dollars en 2014. Ce qui a

⁴² L'opération de diminution de valeur s'accompagne soit d'une réduction de capital soit d'une division des actions. La diminution du nominal par le recours à une réduction de capital est le plus souvent motivée par des pertes subis par l'entreprise. Dans notre étude, nous traitons seulement le deuxième cas qui correspond aux diminutions de la valeur nominale par recours aux divisions des titres.

placé ces actions comme des titres réservées aux investisseurs institutionnels ou aux investisseurs individuels fortunés. Le recours à la division du nominal a entraîné une diminution du cours qui a passé de 633 à 90 dollars. Ainsi, l'aspect psychologique joue un rôle important quant au recours à la division. Une action à 633 dollars est jugée chère ; chose qui n'est plus valable une fois que la division est réalisée puisque le prix passe à 90 dollars. De plus, une augmentation du prix sera moins importante et plus acceptée si la valeur de l'action est basse. Par exemple, un accroissement de 5% ramènera le prix à 664,65 dollars pour le premier cas et ne sera que de 94 dollars pour le deuxième.

Selon Guo et al. (2008), l'opération de division d'actions demeure un des événements les plus répandues et les moins compris sur le marché financier. Elle permet de changer seulement le nombre des actions en circulation sans affecter la valeur intrinsèque ni le cash-flow des parties prenantes de l'entreprises.

L'opération de division d'action la plus utilisée est le « deux-pour-un » pour laquelle chaque action devient deux actions. Cette forme de division n'est pas unique, d'autres ratios de division sont également possibles. Dès lors, le prix par action s'ajuste immédiatement pour refléter la division d'actions de sorte que la capitalisation totale de la société reste inchangée.

Prenons l'exemple d'un ratio de division égal à deux (deux-pour-un). Un investisseur qui détient 50 actions d'une valeur de 100€ l'action avant le split, a un portefeuille d'une valeur de $50 \times 100€ = 5000€$. Après la division du nominal, l'investisseur détiendra 100 actions chacune d'une valeur de 50€. Son patrimoine reste inchangé $100 \times 50€ = 5000€$.

1.2.2. La multiplication du nominal ou regroupement d'actions

Le regroupement d'actions ou la multiplication du nominal est l'opération inverse de la division d'action. Elle consiste à une multiplication du cours par un certain quotient tout en divisant le nombre d'actions en circulation par ce même quotient. Cette opération de multiplication du nominal, « *reverse stock split* », constitue un moyen pour attirer les investisseurs qui jugent que le cours des titre est trop faible.

Cette opération est considérée comme une stratégie adoptée par l'entreprise afin de gérer le cours de ces actions. Elle consiste à augmenter le nominal du titre, non pas par incorporation des réserves, mais par échange de titre (Lamoureux et Percy, 1987). En effet, cette opération permet de diminuer le nombre d'actions en circulation afin d'augmenter leurs

cours boursier. Ainsi, un ratio de « 1 pour 4 » signifie que l'actionnaire échange quatre actions contre une action de sorte que la richesse de son portefeuille reste la même. Toutefois, si l'actionnaire ne possède pas le nombre exact des titres il procédera soit à l'achat soit à la cession d'actions nécessaire pour pouvoir participer au regroupement.

Afin de bien comprendre l'opération de multiplication du nominal, nous prenons l'exemple de Sequana (Acteur global du secteur papetier) qui a décidé de regrouper ces actions afin de stopper la dégradation de son cours boursier. Il a proposé à ces actionnaires l'échange de six actions qui valent chacune 1,5€, contre une action d'une valeur de 9€. Par cette opération le groupe cherche à éviter que ces actions soient classées comme « *penny stocks* »⁴³. Le recours à la multiplication du nominal des actions permet de ramener le cours des actions à un prix plus attractif sans modifier la capitalisation boursière.

2. Le cadre théorique lié aux opérations sur le capital : les opérations dites « blanches »

Selon l'hypothèse d'efficience informationnelle, une opération qui ne modifie pas la richesse d'une société ne doit pas avoir d'incidence sur le cours de son action. D'où on peut considérer que les actions gratuites et les divisions des actions ne devraient ni créer ni détruire la valeur de l'entreprise. Cependant, leurs utilisations ont un impact aussi bien sur la société et sur le marché.

Les opérations dites blanches demeurent un des phénomènes les plus utilisés et les moins compris sur le marché. Quatre hypothèses ont été proposées dans la littérature afin d'expliquer le recours à ces opérations : (1) l'hypothèse du signal qui indique que les dirigeants ont l'intention de transmettre de bonnes nouvelles aux investisseurs sur la performance future de la société, (2) l'hypothèse de « *optimal trading range* » qui affirme que les dirigeants procèdent à ces opérations afin de présenter les cours des actions dans une certaine plage optimale et améliorer ainsi la stabilité et la liquidité des actions. (3) La troisième hypothèse est l'hypothèse de « *tick size hypothesis* » qui permet de maintenir l'échelon de cotation (ou pas de cotation) à un niveau optimal. (4) La dernière hypothèse, est celle de manipulation de valeur « *the value manipulation hypothesis* ». Selon cette hypothèse, peu étudiée dans la littérature, les entreprises acquéreuses divisent leurs actions avant

⁴³ Sur le marché américain, les titres qui ont des cours inférieurs à 1\$ sont appelés « *penny stock* ».

l'annonce d'opération d'acquisition afin de gonfler la valeur marchande de leurs actions. Elle diffère de l'hypothèse du signal étant donné que les divisions d'actions sont liées à la manipulation des prix des actions plutôt qu'à un signal crédible.

2.1. La théorie du signal

La théorie d'asymétrie d'information est considérée comme l'un des piliers sur lesquels repose la théorie du signal. En effet, l'asymétrie d'information implique l'existence de deux parties qui ne disposent pas de la même information sur le marché.

La théorie du signal permet de réduire cette asymétrie d'information en permettant de révéler l'information disponible et affirmer la bonne performance de l'entreprise pour toutes les parties prenantes. Ainsi, selon la théorie du signal, les dirigeants les plus informés sur la situation future de l'entreprise doivent convaincre le marché de la bonne situation de leur entreprise en divulguant des informations privilégiées de leur société.

La littérature a montré plusieurs décisions financières conçus comme un outil pour transmettre des informations et signaler la situation actuelle et future de l'entreprise. Ces décisions qui seront publiques et coûteux⁴⁴ constituent le signal envoyé des dirigeants au marché. A travers ces signaux les agents informés tentent de transmettre l'information aux agents moins/non informés. Ce qui implique une diminution de l'asymétrie d'information qui existe entre les deux.

Il existe plusieurs types de signaux : le niveau d'endettement⁴⁵, la politique de dividende et les opérations sur le capital (attribution d'actions gratuites et modification du nominal des actions).

Ross (1977) et Bhattacharya (1979) sont parmi les premiers chercheurs qui ont appliqué la théorie du signal en finance d'entreprise. Ils considèrent que les décisions financières constituent un moyen pour transmettre des informations concernant la valeur de la firme. En effet, ils utilisent la dette comme outil pour signaler les performances de l'entreprise

⁴⁴ Goffin (2008) considère que l'information seule, transmise par les dirigeants ne peut pas affirmer si une entreprise est performante ou non. Il faut donc distinguer les signaux crédibles de ceux émis juste pour imiter et profiter de la situation. Pour pallier ce problème, le signal doit générer un coût afin d'empêcher une utilisation trompeuse.

⁴⁵ Le taux d'endettement est un signal pour transmettre les informations concernant la situation financière de l'entreprise aux prêteurs (Leland et Pyle, 1977). Certains chercheurs le considèrent comme un bon signal d'autres comme un signal d'une mauvaise performance.

à ces investisseurs. Ross (1977) estime que les entreprises performantes ont un niveau d'endettement plus élevé par rapport à celles qui sont moins performantes⁴⁶. Seules les firmes efficaces peuvent supporter un endettement relativement important (couvrir les charges). Les entreprises les moins rentables seront plus exposées au risque de faillite. Ainsi, l'endettement constitue un moyen pour résoudre l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs. Un niveau élevé est considéré comme une bonne nouvelle signalant la bonne performance ainsi que les opportunités d'investissements dans l'entreprise.

Toutefois, Johnson (1988) et Goffin (2008) ont montré que les rendements des actions sont négativement corrélés avec les réductions des emprunts. D'après ces auteurs, les entreprises les plus endettées sont souvent les moins rentables.

De même, la politique des dividendes constitue un moyen pour révéler la situation de l'entreprise. Modigliani et Miller (1961) ont exposé l'idée selon laquelle les dividendes constituent un signal sur la performance de l'entreprise. En effet, un versement constant et élevé des dividendes constitue un moyen pour informer les investisseurs sur la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows importants⁴⁷.

Les opérations sur le capital (actions gratuites et modification du nominal) sont aussi un moyen pour signaler certaines informations concernant l'entreprise et contribue ainsi à une réduction d'asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes.

2.1.1. Action gratuite et théorie du signal

La présence d'asymétrie d'information entre investisseurs et dirigeants conduit ces derniers à rechercher un signal crédible pour circuler les informations privées sur les perspectives de l'entreprise. Les actions gratuites peuvent être utilisées comme un moyen pour signaler au marché la bonne performance future de l'entreprise.

En effet, l'opération d'attribution d'actions gratuites est considérée comme une action informative puisqu'elle permet de transmettre des informations aux actionnaires (Al-Yahyaee, 2013). Elle peut être assimilée à un signal de confiance émis par les dirigeants de la firme, témoignant de leurs bonnes perspectives futures sur le marché

⁴⁶ La dette est considérée comme un bon signal étant donné que ce signal est coûteux et que chaque imitation par l'émission de faux signaux sera pénalisée.

⁴⁷ Ce type de signe est coûteux pour l'entreprise mais constitue aussi un moyen pour limiter l'utilisation de faux signaux par des entreprises en difficultés.

Certaines études effectuées sur différents marchés ont validé l'hypothèse ci-dessus et ont affirmé que les attributions d'actions gratuites provoquent une réaction positive des cours boursiers. Dans leur étude, Grinblatt et al. (1984) ont examiné l'effet d'annonce de division d'actions et des actions gratuites sur le marché américain sur la période allant de 1967 à 1976. Pour cela ils ont utilisé un échantillon composé « d'évènement pur »⁴⁸, qui ne comporte pas d'autres opérations. Sur un échantillon de 1762 opérations d'actions gratuites et de division d'actions, 328 opérations pures ont été utilisées pour étudier l'effet d'annonce de ces événements indépendamment de toute autre opération. Pour distinguer entre actions gratuites et division d'actions Grinblatt et al. (1984) ont utilisé deux approches. La première repose sur le facteur de division qui définit toute opération qui a un facteur de division supérieur à 25% comme une opération de division d'actions, sinon elle est considérée comme action gratuite. La deuxième méthode repose sur une classification utilisée par le CRSP « *the Center for Research in Security Prices* ». Le rendement moyen de deux jours autour de la date d'annonce pour l'échantillon global constitué de 1762 opérations est de 3,41%. Cette réaction favorable montre que le marché américain apprécie cette nouvelle information. Ainsi les actions gratuites et les divisions d'actions sont considérées comme des bonnes nouvelles. L'examen d'un échantillon constitué d'évènement pur d'actions gratuites montre une réaction positive similaire mais qui est encore plus élevée. En effet, les rendements de deux jours autour de la date d'annonce pour 84 opérations d'actions gratuites est de 5,87%. Ainsi si l'annonce de ces opérations n'a pas d'effet sur le marché, les auteurs n'auraient pas observé dans l'échantillon d'évènement pur un rendement similaire ou même plus élevé que celui de l'échantillon global. Une comparaison de ce résultat avec la moyenne du rendement de deux jours d'une période de référence de 40 jours après les opérations est de 0,14% pour les actions gratuites. Ce qui montre que les résultats trouvés autour de la date d'annonce sont beaucoup plus élevés que ceux du benchmark.

Baker et Philipps (1993) ont utilisé la technique du questionnaire pour étudier l'effet des opérations d'actions gratuites. Ils ont trouvé que les dirigeants américains considèrent que les actions gratuites ont un impact psychologique positif sur les investisseurs. Ces opérations sont utilisées comme un signal positif des opportunités d'investissement futures dans l'entreprise.

⁴⁸ Grinblatt et al. (1984) ont considéré que 80% des opérations de division d'actions et de distributions d'actions gratuites sont annoncées simultanément avec une autre opération telle que les opérations de fusion, l'annonce des dividendes en espèce ou aussi les annonces de rachat d'actions. D'où, la réaction observée sur le marché peut être influencée par l'existence de telles opérations.

L'étude d'Anderson et al. (2011) effectuée sur le marché chinois pour un échantillon constitué de 1993 opérations d'actions gratuites a révélé des résultats similaires à ceux de l'étude de Grinblatt et al.(1984) sur le marché américain. Un rendement anormal positif significatif de 1,49% a été observé autour de la date zéro, date d'annonce d'attribution d'actions gratuites. De même, Nguyen et Wang (2013) ont étudié un échantillon composé de 3006 opérations d'actions gratuites pour la période allant de 1996 à 2010. Les résultats montrent un rendement anormal significatif autour de la date d'annonce qui est égal à 1,21%. Ces résultats montrent une augmentation des cours des actions autour de la date d'annonce des attributions d'actions gratuites. D'où, le marché chinois apprécie les actions gratuites et les considère comme des bonnes nouvelles.

Adaoglu et Lasfer (2011) ont confirmé ce résultat sur le marché turc. Avec un échantillon de 371 opérations d'actions gratuites sur la période 1995-2006, ce marché montre une réaction positive significative à l'annonce de distribution d'actions gratuites avec un rendement anormal de 1,49% à la date zéro ; la date d'annonce.

L'étude d'Al-yahyaee (2013) sur le marché d'Oman a révélé des résultats similaires. L'auteur a trouvé une réaction positive du marché à l'attribution d'actions gratuites. Al-yahyaee (2013) considère que cette réaction positive confirme que l'annonce des actions gratuites constitue un signal qui transmet au marché certaines informations concernant le rendement futur et/ ou l'amélioration de la liquidité. En effet, une augmentation moyenne de la performance d'exploitation de 1,72% est observée avant la distribution des actions gratuites et elle est de 1,92% après l'opération.

En présence d'asymétrie d'information, les dirigeants attribuent des actions gratuites pour signaler aux investisseurs leurs attentes futures et attirer leurs attentions sur leur entreprise jugée sous-évaluée, afin de permettre une réévaluation. Pour que ce signal soit crédible, cette attribution doit être accompagnée par une augmentation des dividendes en espèce (ou au moins maintenir le même montant) D'après Daadaa et Rajhi (2013), 71,91% des entreprises qui ont émis des actions gratuites ont soit augmenté soit maintenu constant le taux de distribution de dividende. En effet, l'attribution d'action gratuite, qui n'est pas accompagnée par une diminution du montant du dividende par action, entraîne une augmentation de la distribution totale et constitue un bon signal de la performance future de

l'entreprise⁴⁹. De plus, l'émission de nouvelles actions peut limiter la capacité de l'entreprise à distribuer des dividendes dans le futur puisqu'il s'agit d'une incorporation des réserves sans apport de fonds. D'où, seules les entreprises qui anticipent une augmentation des bénéfices prennent de telles décisions. Cette hypothèse a été vérifiée surtout sur le marché américain. Parmi ces études nous citons celles de Grinblatt et al. (1984), McNichols et Dravid (1990), Elfakhani et Lung (2003) et Guo et al. (2008).

Sur le marché danois, Bechmann et Raaballe (2007) ont montré que les rendements des actions suite à l'annonce des actions gratuites, dépendent de la distribution des dividendes en espèce. Une annonce des actions gratuites accompagnée par une augmentation du dividende en espèce constitue un bon signal de la bonne performance de la firme. Cette opération implique des rendements anormaux positifs des cours des actions. Tandis que des annonces non accompagnées par une croissance des dividendes en espèce sont considérées comme un faux signal et seront accompagnées par des rendements négatifs.

Au vu des études théoriques évoquées ci-dessus, le marché réagit positivement à l'annonce des attributions d'actions gratuites. Toutefois, cette réaction est controversée. En effet, Jensen (1986) considère que les actions gratuites sont des substituts des dividendes et permettent ainsi de conserver les liquidités de l'entreprise. Ainsi le marché peut mal apprécier cette information qui signifie qu'il existe un problème de flux de trésorerie et de manque de liquidité au sein de l'entreprise. De plus, ces opérations sont souvent accompagnées par d'autres opérations telles que les distributions des dividendes. D'où, ce résultat positif peut être dû à la réaction du marché à ces événements plutôt qu'à l'annonce de distribution d'actions gratuites.

De plus, l'étude de Yon (1987) (qui est parmi les premières études faites sur le marché français) effectuée sur 103 opérations de distributions d'actions gratuites pour la période de 1973 à 1979 sur le marché officiel de Paris ne montre aucune réaction significative des cours à l'annonce de l'opération. Ainsi, contrairement au marché américain il n'y a pas d'accroissement de la capitalisation boursière de l'entreprise après l'opération d'actions gratuites.

⁴⁹ Ce signal est coûteux ce qui confirme sa crédibilité.

Enfin, Lakonishok et Lev (1987) et Kadiyala et Vetsuypens (2002), ont trouvé peu de preuve pour appuyer le fait que les actions gratuites et les divisions des actions donnent des informations sur la rentabilité future à long terme.

2.1.2. Division d'actions et théorie du signal

La théorie du signal de Brennan et Copeland (1988) est considérée comme une des théories majeures qui explique le recours aux divisions d'actions. Elle suppose que dans une situation d'asymétrie d'information entre investisseurs et dirigeants, ces derniers disposent d'informations privées sur les perspectives futures de leur propre entreprise. La communication de ces informations favorables, réduit les asymétries d'information et déplace le cours des actions à des valeurs plus élevées.

D'où, l'annonce de division d'actions constitue un moyen pour divulguer le contenu informationnel favorable sur la situation actuelle et future de l'entreprise et permet la réduction des asymétries d'informations entre les différentes parties prenantes (Grinblatt et al. 1984 ; Brennan et Copeland, 1988 ; Ikenberry et al. 1996). En effet, L'enquête effectuée dans l'étude de Yon (1987) auprès des dirigeants des entreprises françaises, a montré que ces derniers considèrent les divisions d'actions comme un moyen pour divulguer l'information sur le marché. Aussi, ces opérations permettent la réévaluation des entreprises sous-évaluées en attirant des nouveaux investisseurs (Lin et al. 2009).

Les recherches empiriques sur la division d'actions ont montré que, contrairement à l'hypothèse d'efficience de marché, l'opération de split est associée le plus souvent à un rendement positif significatif de l'entreprise aussi bien à l'annonce qu'à la réalisation de l'opération (Bar Yosef et Brown, 1977 ; Charest, 1978 ; Lakonishok et Lev, 1987 ; Ikenberry et al. 1996 ; Wulff, 2002 ; Chern et al. 2008).

Les résultats ci-dessus ont été confirmés aussi bien sur le marché américain que sur d'autres marchés. En effet, Fama et al. (1969) ont étudié l'impact des divisions d'actions sur les cours des actions sur le marché américain. Les résultats ont montré un rendement anormal positif. Toutefois, aucun consensus n'est donné pour les raisons de cette réaction. Certaines études considèrent que cette réaction favorable est due au fait que les dirigeants utilisent les « *split* » pour signaler au marché des bonnes nouvelles. En effet, Selon Grinblatt et al. (1984), les dirigeants qui sont conscients que leur entreprise est sous-évaluée utilisent la technique de division d'actions (ou aussi la technique d'attribution d'actions gratuites) pour attirer

l'attention des investisseurs sur leur société afin de corriger et réévaluer sa valeur correcte. Grinblatt et al. (1984) ont étudié 244 annonces de division d'actions effectuées sur le marché américain durant la période 1967-1976. L'étude d'évènement a montré un résultat anormal positif significatif de 3,3% à l'annonce des divisions d'actions.

De même, Chen et al. (2011) ont effectué une étude sur 6469 opérations de division d'actions collectées à partir de la base des données CRSP sur la période de janvier 1981 à décembre 2007. Les résultats ont montré que les stocks split sont suivis par une croissance du rendement anormal futur. En effet, un rendement anormal moyen de 3,07% autour de la date d'annonce est observé. Il est de 4,12% trois mois après l'annonce de l'opération et il est de 6,39% après 12 mois. Ces résultats confirment que les divisions d'actions informent le marché sur la croissance future de l'entreprise.

L'étude de Yague et al. (2009) effectuée sur les entreprises cotées sur le marché espagnol pour la période allant de 1997 à 2005 a révélé des rendements anormaux positifs significatifs autour de la date d'annonce de division d'action. Ils considèrent que la théorie du signal est l'explication la plus plausible de cette réaction positive. En effet, à travers ces opérations de division d'actions, les dirigeants transmettent des informations privées sur les perspectives futures de l'entreprise au marché. De plus, l'utilisation des stocks split permet d'attirer l'attention des analystes et des investisseurs sur l'entreprise ce qui provoque une réévaluation de ces actions (Brennan et Hughes, 1991).

Sur le marché grec, (Leledakis et al. 2009) ont testé l'effet de 89 opérations de division d'actions sur le cours des actions entre 1990 et 2000. Ils ont constaté un rendement anormal cumulé de 3,73% sur la fenêtre d'évènement [-2,+2]. Ce qui confirme que les divisions d'actions, par les entreprises grecques, produisent une réaction positive des prix autour de la date d'annonce.

Pecchioli (2011) a utilisé l'étude d'évènement en sélectionnant un échantillon qui sépare les effets des divisions d'actions de ceux des distributions de dividendes. L'étude est effectuée sur 93 divisions du nominal réalisée sur le marché français. Les résultats montrent que les entreprises possédant un niveau de cours et de volume de transactions élevé sont le plus susceptibles d'annoncer des divisions d'actions. L'étude de Pecchioli (2011) ne montre aucune rentabilité anormale significative à l'annonce de division d'actions. La rentabilité anormale moyenne révèle une augmentation non significative de 1,40%. Considérant la date

d'annonce au BALO comme celle de l'opération, l'auteur explique l'absence de réaction par le fait que cette date peut ne pas être la date réelle et unique de divulgation de l'opération. En effet, il considère que les « petits » investisseurs mal informés ne s'aperçoivent de l'opération que quelques jours plus tard. Ainsi, Pecchilio (2011) considère la date réelle comme la date où l'opération a été annoncée dans la presse spécialisée. L'examen de la réaction du marché à la date de réalisation, montre des résultats plus significatifs. Une réaction positive significative est observée avec une rentabilité anormale moyenne de 1,45%. Ainsi, le marché français réagit positivement et d'une façon significative à une réalisation effective de la division.

Certains chercheurs ont étudié la réaction des divisions d'actions sur le long terme pour voir si le marché continue à apprécier cette opération. L'étude de la réaction des stocks split sur la performance à long terme a donné des résultats positifs. En effet, en utilisant une période d'une année après l'annonce de division d'actions, Ikenberry et al. (1996) et Desai et Jain (1997) Ikenberry et Ramnath (2002) Byun et Rozeff (2003) ont remarqué une tendance haussière des cours boursiers.

Afin que la division des actions soit un signal crédible, cet opération doit être associée à un coût pour éviter toute utilisation frauduleuse de ce signal. En outre, Fama et al. (1969) ont analysé la relation entre les divisions et les dividendes et ont trouvé que 70% des entreprises qui divisent leurs actions attribuent une augmentation de ces dividendes au cours de l'année qui suit la division d'actions.

Selon Grinblatt et al. (1984), les investisseurs s'attendent à une augmentation des dividendes après l'annonce des divisions d'actions. En effet, 66% des opérations ont été suivies par une augmentation des dividendes. Ainsi, la division d'actions associée avec une augmentation des dividendes constitue un signal robuste⁵⁰ d'une bonne performance future de l'entreprise. Ce signal est coûteux pour la firme mais aussi crédible pour les investisseurs externe.

De même, Bechmann et Raaballe (2007) ont trouvé que l'effet de division d'action est relié à une modification de la politique de distribution des dividendes sur le marché danois.

⁵⁰Plus les coûts associés à ce signal sont élevés plus le signal est robuste. En effet, Menendez et Gomez-Anson (2003) ont montré que les coûts associés à ce signal financier sont liés principalement aux dépenses administratives, de publicité, d'enregistrement et de transactions. Ces coûts sont proportionnellement plus importants pour les entreprises qui ne disposent pas de véritables attentes positives, ce qui décourage un mauvais usage de ce signal.

En effet, l'annonce de division d'action accompagnée par une augmentation des dividendes en espèce engendre une réaction anormale significative de 3,51% à la date d'annonce. Cette réaction est expliquée par le coût associé à une telle opération (augmentation des dividendes en espèces)⁵¹.

L'étude de Daadaa et Rajhi (2013) vient confirmer les résultats observés ci-dessus. Ils ont étudié 20 opérations de division d'actions sur des entreprises cotées à la BVMT (bourse des valeurs mobilières de Tunis) sur la période de 1990 à 2005. Les résultats ont révélé que les divisions d'actions sont appréciées par le marché tunisien seulement si elles sont précédées par des augmentations au niveau des dividendes distribuées.

En plus de la politique de distribution des dividendes, le facteur de division des actions peut constituer une source d'information pour les investisseurs et les analystes. Selon Conroy et Harris (1999), les opérations antérieures de division d'actions fournissent une idée sur les divisions actuelles. En effet, les analystes et les investisseurs interprètent un facteur de division qui vise à atteindre un prix plus bas que la dernière division comme un signal d'information positif. Huang et al. (2008) ont aussi étudié la nature des opérations de division d'actions. Ainsi ces chercheurs ont affirmé que les divisions d'actions qui sont classées comme des opérations rares⁵² sont considérées comme un signal de la performance de l'entreprise.

L'hypothèse du signal sera intéressante dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition si elle révèle la vraie valeur de l'acquéreur (cible). En effet, Guo et al. (2008) ont indiqué que si les acquéreurs améliorent leur valeur de marché à travers le recours aux divisions d'actions, ils bénéficieront de la réduction du nombre d'actions versés à l'entreprise cible dans le cadre d'une acquisition financée par échange d'actions.

Bien que l'hypothèse du signal soit souvent utilisée pour expliquer le recours aux divisions d'actions, cette hypothèse souffre de certaines limites. Tout d'abord, l'opération de division d'actions est généralement accompagnée par une augmentation des dividendes. Ainsi il est difficile de savoir si la réaction positive associée à l'annonce de division d'actions est due à cette dernière ou aux augmentations de dividendes. Dans son étude effectuée sur des

⁵¹ Bechmann et Raaballe (2007) ont affirmé que si l'annonce de division d'actions n'est pas accompagnée par une modification de la politique de dividende aucune réaction significative n'est observée.

⁵² Selon Huang et al. (2008) les actions gratuites sont considérées comme une opération rare si le nombre de division d'actions durant les cinq dernières années est inférieur ou égal à deux.

entreprises américaines, Fama et al. (1969) ont trouvé que la rentabilité anormale constatée est due à une stabilité ou même à l'augmentation des dividendes plutôt que l'opération de division elle-même. Nayak et Prabhala (2001) ont étudié si le rendement anormal positif autour des divisions d'actions est dû à l'attente d'une augmentation des dividendes futurs. Ils ont trouvé que 64% de ces augmentations autour des divisions sont dues aux informations sur les dividendes. De plus, selon Huang et al. (2006), peu de preuve montre que la division d'actions est reliée à la rentabilité future. En effet selon ces auteurs, « *les split* » sont généralement négativement liés à la rentabilité durant les années qui suivent la division à l'exception des entreprises qui distribuent des dividendes. Ce qui corrobore que la division d'action n'est pas toujours considéré comme un signal fiable des perspectives futures de l'entreprise.

Certaines études telles que celles d'Asquith et al. (1989), et de Huang et al. (2006), ont critiqué l'hypothèse du signal et ont montré que l'annonce de division d'actions n'apporte pas d'information sur le résultat futur de l'entreprise. En effet, la division d'action est considérée comme un moyen de divulguer l'information et de réduire ainsi l'asymétrie d'information entre investisseurs internes et externes. Cependant, dans leur étude, Easley et al. (2001) n'ont trouvé aucune évidence que la division d'action réduit l'asymétrie d'information. Ils ont montré qu'après division, les activités de trading augmentent aussi bien pour les investisseurs informés et les investisseurs mal informés.

La réaction positive observée avant, durant et après les opérations de division d'actions ne persiste pas assez longtemps. En effet, Lakonishok et Lev (1987) ont examiné la croissance du résultat et des dividendes cinq ans avant et cinq ans après la division sur les entreprises de CRSP pour la période de 1963 à 1982. Ils ont trouvé que les entreprises qui divisent leurs actions bénéficient d'une augmentation du résultat avant l'opération et leurs cours sont de plus en plus élevés en s'approchant de la date d'annonce de division. Cette croissance du résultat est observée une année après la division mais elle est plus faible en le comparant aux années préannonces. La comparaison de croissance de dividende avec celle du résultat a montré une croissance plus grande au niveau du résultat qu'au niveau des dividendes. Aussi, Boehme et Danielsen (2007) ont examiné la réaction du marché à long terme après la division des actions durant la période 1950 à 2000 et ont trouvé que le rendement anormal observé juste après l'opération disparaît rapidement sur le long terme.

La division des actions entraîne la diminution du cours des actions par le même quotient. Ainsi, le marché n'apprécie pas toujours un cours faible qui peut refléter aussi une mauvaise performance de l'entreprise. Surtout que les divisions d'actions sont le plus souvent appliquées ou annoncées lorsque les performances boursières sont élevées. Une période pendant laquelle il est inutile d'envoyer des signaux positifs au marché.

De plus, une des limites attribuée à l'utilisation des divisions d'actions comme un outil de signal est l'absence d'un coût direct⁵³ de ce signal, notamment si cette opération n'est pas accompagnée par une augmentation des dividendes en espèces. En effet, la crédibilité du signal est dépendante du coût associé pour limiter un comportement opportuniste d'un tel outil.

Enfin, l'hypothèse du signal n'explique pas le recours aux divisions d'actions pour divulguer des informations concernant la situation de l'entreprise au lieu de poster un communiqué de presse présentant la situation de l'entreprise. Grinblatt et al. (1984) ont fourni deux explications à ce propos. Tout d'abord, ils considèrent que les dirigeants n'ont pas toujours intérêt à divulguer des informations relatives à la situation de leur entreprise à leur concurrent. De plus l'ambiguïté relative à l'annonce de division d'actions constitue un refuge de sécurité aux dirigeants dans le cas d'un faux signal⁵⁴.

En conclusion, si nous supposons que les divisions d'actions ne divulguent pas des informations, alors la réduction des prix des actions suite à la division s'avère coûteuse à cause de l'augmentation des coûts de transactions. En effet, il n'aura pas de nouvelles institutions qui achèteront les actions de l'entreprise et d'où la dispersion et l'étendu des actionnaires n'augmentent pas. Cependant, si la division d'actions transmet des nouvelles informations sur le marché. De nouvelles institutions vont acheter les actions surtout si les coûts de transaction seront inférieurs aux profits qu'ils vont réaliser. Un élargissement des actionnaires sera ainsi observé. Dans l'étude de Chen et al. (2011), les auteurs ont observé une croissance du nombre des institutions qui ont participé dans le capital des entreprises après les annonces de division des actions en le comparant à l'échantillon du contrôle.

⁵³ Brennan et Copeland (1988), considèrent toutefois que les coûts de transaction constituent un coût indirect aux opérations de modifications du nominal puisque sur le marché américain les commissions des courtiers est une fonction inverse du prix unitaire de l'action.

⁵⁴ Skinner (1997) affirme que les entreprises n'utilisent pas les communiqués de presse pour transmettre au marché leurs croyances quant à la situation future de l'entreprise par peur des poursuites judiciaires si leurs prévisions ne se concrétisent pas. Les dirigeants préfèrent ainsi communiquer leurs attentes et leurs prévisions indirectement par l'utilisation d'autres outils tels que les stocks split.

2.2. La théorie de « optimal Trading range »

La deuxième théorie relative à la division d'actions est « *the optimal trading range* » de Copeland (1979). Son idée principale est que l'augmentation des cours des actions ferme le marché « aux petits porteurs ». En effet, les investisseurs individuels sont sensibles à la liquidité du titre. Ils préfèrent les actions qui ont des cours peu élevés. Tandis que les investisseurs institutionnels préfèrent les actions avec un prix élevé pour minimiser les coûts de transaction⁵⁵. L'ajustement du prix à une fourchette de négociation optimale produit un meilleur équilibre entre les clientèles (institutionnelles ou individuelles).

En outre, d'après la théorie du « optimal trading range », les entreprises cherchent à ramener les prix de leurs actions à une plage optimale afin de rendre l'action accessible au plus grand nombre d'investisseurs et élargir ainsi la base d'actionnariat. Ce nouveau prix peut concilier les intérêts divergents des différents types d'investisseurs et contribuer à l'amélioration et la stabilité de la liquidité du titre. Il permet donc, de se rapprocher des normes du secteur auquel appartient l'entreprise⁵⁶.

Le recours à la division des actions et/ou les attributions d'actions gratuites constitue une solution puisque le nominal de l'action sera réduit tout en augmentant le nombre d'actions en circulation⁵⁷. Ces opérations permettent, de ramener le cours des actions à un niveau de prix optimal en fonction du nombre de transactions, de liquidité et de volatilité. Elles permettent également, d'attirer une catégorie spécifique d'investisseurs pour lesquels l'accès au titre était jusqu'alors difficile du fait de son prix unitaire élevé. Ainsi, en choisissant le prix optimal, c'est-à-dire le facteur de division convenable, l'entreprise détermine le type d'actionnariat qu'elle va attirer. Lakonishok et Lev (1987) et Lamoureux et Percy (1987) affirment que les opérations de division d'actions permettent d'augmenter la liquidité des actions de la société en déplaçant le cours boursier de l'entreprise dans une gamme de prix plus attirante.

De même, Menendez et Gomez-Anson (2003) affirment que les divisions d'actions ramènent les cours de l'entreprise à un prix plus abordable. En rendant les actions accessibles

⁵⁵ Les coûts de transactions sont souvent calculés en fonction du nombre d'actions échangées.

⁵⁶ Lakonishok et Lev (1987), considèrent les divisions d'actions comme un moyen pour ramener les cours des actions d'une entreprise à un niveau proche de celui de son secteur d'activité.

⁵⁷ Les entreprises utilisent la distribution d'actions gratuites afin de baisser les cours des actions. Toutefois si les cours sont très élevés les entreprises préfèrent le recours aux divisions d'actions ou même à une distribution d'actions gratuites et des divisions d'actions simultanées (Ginglinger, 1991).

pour tous les investisseurs, les dirigeants sont en mesure d'améliorer la liquidité des actions de leur entreprise.

De plus, Dyl et Elliot (2006) ont trouvé que le nombre des actionnaires des entreprises qui divisent leurs actions augmente de 59% par rapport à celles qui ne le font pas. En effet, la réduction des prix des actions rend leurs achats plus accessible et permet l'accès de nouveaux actionnaires à l'entreprise ce qui conduit à une augmentation de la base des négociations dans l'entreprise (Mukherji et al. 1997 ; Dennis et strickland, 2003).

Fang et al. (2008) ont analysé les raisons qui ont conduit l'entreprise à viser les petits ou les investisseurs mal informés à investir dans ses actions. Ils ont affirmé que l'explication la plus appropriée est que l'accroissement de la base des investisseurs permettra d'accroître la liquidité du titre et donc de réduire le coût de négociation des investisseurs. Ainsi, la motivation majeure des dirigeants à adopter la stratégie de division d'actions est d'améliorer la liquidité de l'entreprise. Muscarella et Vetsuypens (1996), Maloney et Mulherin (1992) et Conrad et Conroy (1994) confirment ce résultat et concluent que les divisions d'actions entraînent une augmentation de la liquidité aussi bien sur le nombre de transactions que sur le volume total des actions négociées. D'après l'étude de Pecchioli (2011), les dirigeants, considèrent que sur 93 opérations de division d'actions, 51 de ces opérations ont pour but l'amélioration de la liquidité et 33 des cas sont pour faciliter l'accès des investisseurs individuels⁵⁸.

Stovall (1995) a adopté une autre explication quant à la motivation qui conduit les dirigeants à diviser leurs actions. En effet, la présence de petits investisseurs sera bon pour la stabilité du marché.

Selon McNichols et Dravid, (1990) et Nayak et Prabhaker (2001), les dirigeants utilisent l'annonce de division d'actions afin de réévaluer leurs actions jugées sous-évaluées par le marché. Selon ces études, les dirigeants disposent d'informations privilégiées et considèrent que les cours des actions de leurs entreprises sont sous-estimés. En procédant à ces opérations, ils attirent l'attention sur leur entreprise et provoquant un effet positif sur les cours boursiers. Ainsi, la valeur des titres sont ramenées à un niveau supérieur. Toutefois,

⁵⁸ Les deux opérations de modification du nominal, à savoir la division et la multiplication du nominal, sont de sens opposé. En effet, la première opération cherche à améliorer la liquidité des titres et à attirer ainsi les investisseurs individuels alors que l'opération de multiplication du nominal cherche à valoriser le cours et à attirer les investisseurs institutionnels.

selon Dyl et Elliott (2006), les divisions d'actions améliorent la commercialisation des actions mais ne fournissent pas de nouvelles informations.

L'étude de Lakonishok et Lev (1987) effectuée sur 1015 opérations de division d'actions pour la période allant de 1963 à 1982 a montré que les entreprises qui divisent leurs actions ont des niveaux de prix avant division plus élevés que ceux qui ne le font pas. Ces niveaux de prix deviennent similaires après la division. En effet, durant les cinq ans qui suivent la division, les cours des deux échantillons sont presque identiques. Ce qui confirme que le split d'actions constitue un moyen pour ajuster les prix et les ramener à un niveau normal qui soit compatible avec les entreprises du même secteur. Selon ces mêmes auteurs, plus l'écart du cours des actions de l'entreprise par rapport à celui du marché est important plus le facteur de division est grand. De même, selon l'étude de Huang et al. (2008) effectuée sur 3253 opérations de split sur la période 1967-2000, l'utilisation de grand facteur de division permet de ramener le prix à son niveau optimal.

Aussi, Weld et al. (2009), considèrent que la division d'actions permet de maintenir les cours des actions à un niveau bien déterminé. En effet, dans leurs articles les auteurs présentent l'exemple de la société General Electric. Le cours de cette entreprise était de 38,25 \$ en 1935 et il est en 2007 de 38,07 \$. Cette stabilité du cours est due à un recours régulier aux divisions d'actions. Sans ces opérations le cours de l'action aurait été de 10676,16 \$.

Dans le contexte de fusions-acquisitions, Guo et al. (2008), ont supposé que les acquéreurs peuvent avoir une forte incitation à apporter leurs cours d'action à un niveau préféré par les actionnaires de l'entreprise cible en divisant leurs actions avant l'annonce d'opération d'acquisition, surtout lorsqu'il y a une grande différence dans les niveaux de prix des cours boursiers de l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible.

Cependant, Ikenberry et al. (1996), ont affirmé que sur le plan empirique, il n'est pas toujours concluant que les divisions d'actions conduisent à améliorer la liquidité et la valeur marchande des actions de l'entreprise. En effet, Lamoureux et Percy (1987) et Schultz (2000) ont montré dans leurs études un manque d'évidence pour l'hypothèse de l'amélioration de la liquidité. Ce même résultat a également été rapporté dans l'étude de Bechmann et Raaballe (2007) effectuée sur les actions danoises.

D'autres études, telles que Copeland (1979), Conroy et al. (1990) et Schultz (2000) ne soutiennent pas l'augmentation de la liquidité des actions après une opération de division

d'actions. Tout au contraire, ils documentent une baisse de la liquidité après l'opération de split.

Selon Pecchioli (2011), contrairement au marché américain, les divisions d'actions ne constituent pas un moyen pour divulguer des informations futures de la performance des entreprises sur le marché français. Il explique la réaction favorable aux divisions d'actions à la baisse du cours qui est ramené à un niveau plus accessible par les investisseurs. En effet, la réaction positive est observée seulement à la réalisation de l'opération, c'est-à-dire une fois que le prix diminue.

Enfin, la division d'actions a pour objectif de ramener les actions à une plage optimale de prix et améliorer ainsi la liquidité du marché puisque le split augmente le nombre des petits commerces « *small trade* ». Le split élargie ainsi, la base des actionnaires et par conséquent le marché devient plus liquide (Baker et Gallagher, 1980 ; Baker et Powell, 1993). Cependant, certaines études présentent des résultats différents. Effectivement, Weld et al. (2009) ont affirmé que la division d'actions diminue la part du capital détenue par les investisseurs individuels et augmente celle des institutionnels⁵⁹.

2.3. La théorie de « optimal tick size »

La troisième théorie de division d'action est la théorie de « *optimal tick size* » d'Angel (1997) ou la théorie d'échelon de cotation optimal. Avant de présenter cette théorie, il est nécessaire de définir la notion d'échelon de cotation ou « *tick size* ».

L'échelon de cotation ou encore pas de cotation est l'écart minimal entre deux cours sur le marché. C'est la plus petite augmentation du prix autorisée par le marché.

Le tableau ci-dessous présente les échelons de cotation appliqués sur Euronext Paris depuis le 16/07/2009.

⁵⁹ Selon Weld et al. (2009), la majorité des titres sont détenus par l'intermédiaire de « *mutual funds* » pour qui le cours des actions ne représente pas un obstacle d'achat. Autrement, la division d'actions entraîne une diminution de la part du capital détenue par les investisseurs individuels et augmente celle des investisseurs institutionnels ce qui remet en cause cette théorie.

Tableau 3. 1: Les échelons de cotation appliqués sur Euronext Paris

Limite de cours inférieure	Limite de cours supérieure	Échelon de cotation
0,000€	9,999€	0,001€
10,000€	49,995€	0,005€
50,00€	99,99€	0,01€
100,00	-	0,05€

Plus la tranche du cours de l'action est élevée, plus l'échelon de cotation est grand. Ainsi, un pas de cotation trop large empêchera la variation des cours à gré des opinions des teneurs de marché.

Cette théorie repose sur l'idée que la division d'actions provoque une augmentation en pourcentage d'écart et induit une plus grande participation des fournisseurs de liquidité. Ceci peut s'expliquer par deux raisons. Premièrement, la liquidité peut se produire car certains investisseurs mal informés, qui n'étaient pas préalablement sur le marché, trouvent qu'il est profitable de fournir de la liquidité par le biais des ordres à cours limités (Easley et al. 2001). Deuxièmement, la liquidité peut augmenter étant donné que ces mêmes investisseurs vont passer de l'utilisation des ordres au marché, pour utiliser les ordres à cours limités devenus plus attractifs. En outre, la vitesse d'exécution des transactions va attirer plus d'investisseurs et implique par la suite la liquidité du marché.

Également, la division d'actions et les attributions des actions gratuites entraînent une diminution du cours des actions et augmentent ainsi « *the relative tick size* » (taille relative des pas de cotation). He et Wang (2012) ont défini « *the relative tick size* » comme le mouvement du prix minimum (ou *tick size*) divisé par le cours de l'action. D'où, ces opérations (actions gratuites et divisions d'actions) permettent aux entreprises qui ont des prix assez élevés et des « *relative tick size* » assez faibles de diminuer le prix des actions et atteindre un niveau optimal du « *relative tick size* ». Une fois que ce dernier devient plus grand, les ordres à cours limités⁶⁰ ont tendance à augmenter (Schultz, 2000). Easley et al. (2001), ont documenté une croissance du nombre des ordres limités réalisés après la division

⁶⁰ Un marché dirigé par les ordres est un marché organisé autour de carnet d'ordres ; des ordres à cours limités et des ordres au prix de marché. Un donneur d'ordre d'achat (de vente) à cours limité fixe un prix au-dessus (au-dessous) duquel il n'accepte pas d'acheter (de vendre) le titre.

des actions. De plus, selon Angel (1997), les ordres à cours limités sont utilisés moins fréquemment dans des actions dont la taille relative de l'échelon de cotation est petite. En outre, selon la théorie de pas de cotations optimales, la division d'actions et les attributions des actions gratuites ont pour conséquence immédiate d'augmenter la taille relative des pas de cotation⁶¹. Cette situation mène les investisseurs à soumettre davantage d'ordres à cours limité au détriment des autres ordres, notamment « l'ordre au marché » : d'une part, ils préfèrent passer aux ordres à cours limité car ceux-ci deviennent plus intéressants pour eux et d'autre part ils peuvent devenir des teneurs de marché et soumettre des ordres à cours limité (à l'achat comme à la vente afin de gagner l'écart).

La division d'actions et l'attribution d'actions gratuites entraînent la maximisation de la liquidité du titre et attire une clientèle d'investisseurs plus large. Un « tick » plus élevé peut augmenter le revenu des courtiers tiré du « spread bid-ask ». Ainsi, ils sont incités à promouvoir ce titre plutôt qu'un autre à un nombre plus conséquent d'investisseurs potentiels. Toutefois, le « tick » peut n'avoir aucun effet. Les commissions des courtiers augmentent simplement par l'accroissement du nombre de titres en circulation et ils sont alors incités de la même manière à promouvoir cette action plutôt qu'une autre du fait de l'augmentation du revenu qu'ils peuvent en retirer.

Selon cette hypothèse, la diminution des prix des actions (division ou attribution d'actions gratuites) permet aux investisseurs d'échanger plus facilement les lots complets d'actions. Ils évitent le surcoût dû aux transactions de lots incomplets, notamment des lots de moins de 100 actions. En conséquence, le prix moins élevé et le nombre plus important de titres peuvent engendrer un élargissement de l'actionnariat et plus généralement de la clientèle de l'entreprise avec un accroissement du volume des transactions (Copeland, 1979).

Lipson et Mortal (2006) affirment que le recours à la division d'action implique une croissance de l'échelon relative de cotation, ce qui engendre une maximisation de la liquidité. En effet, l'accroissement de pas de cotisation relatif incite les courtiers à promouvoir les actions à un nombre plus important d'investisseurs. D'où le nombre des ordres limités augmente après la division et génère plus de gain pour les teneurs de marché. Selon Gray et

⁶¹ Une des motivations de division d'actions est l'augmentation de la taille du « tick » relative à un niveau plus attractive. En effet, une taille plus élevée du « tick » peut entraîner des gains plus élevés au profit des teneurs de marché (He et Wang, 2012).

al. (2003) le chiffre d'affaires quotidien moyen des teneurs de marché augmente de 40,9%. Il passe de 24,360\$ avant l'annonce à 34,33\$ après la division des actions.

Fang et al. (2008) affirment que l'hypothèse « optimal tick size » suggère que la division des actions va créer un pas de cotisation optimal pour les actions. Et cette taille optimale va attirer des fournisseurs de liquidité de prendre part dans ces transactions. Les études de Lamoureux et Percy (1987), Angel (1997) ont montré que le nombre des actionnaires augmente après la division des actions ce qui soutient l'hypothèse de « *optimal tick size* » dans laquelle un pas de cotation optimal donne aux courtiers plus d'incitations pour promouvoir ces actions. Ainsi, chaque transaction devient profitable.

Jusqu'à présent, il existe peu d'études qui ont examiné l'hypothèse « optimal tick size » et les données empiriques confirment qu'après une division d'actions ou d'attributions d'actions gratuites, le nombre d'ordres à cours limité augmente (Schultz, 2000) et une augmentation de la proportion des ordres à cours limités exécutés par rapport aux ordres au marché est observée (Arnold et Lipson, 1997).

2.4. L'hypothèse de manipulation de valeur

Certaines entreprises s'investissent dans des différentes activités afin de gonfler le prix de leurs actions ou pour empêcher leurs prix surestimés de diminuer avant les opérations de fusions-acquisitions (Louis, 2004). Guo et al. (2008) sont les premiers et les seuls qui ont vérifié si les entreprises utilisent les divisions d'actions comme un outil de manipulation de leurs prix avant des opérations de fusions-acquisitions. Leurs recherches ont confirmé que les entreprises acheteuses sont plus susceptibles que les entreprises non-acheteuses à diviser leurs actions avant les annonces d'opération d'acquisition. En outre, les entreprises acquéreuses sont plus susceptibles de diviser leurs actions avant les annonces d'acquisition qu'après.

Pour expliquer les motivations qui ont conduit les entreprises à diviser leurs actions avant les annonces d'acquisition, Guo et al. (2008) proposent une nouvelle hypothèse qui est une combinaison des trois hypothèses précitées. Il s'agit de « l'hypothèse de la manipulation de la valeur ».

Deux importantes incitations sont présentées pour expliquer l'utilisation de split pour manipuler les cours des actions. Tout d'abord, les recherches antérieures ont montré que le marché réagit positivement à l'annonce de division d'actions (Conroy et Harris, 1999 ;

Kadiyala et Vetsuypens, 2002). Ainsi, les dirigeants des entreprises acheteuses estiment que le prix de leurs actions augmentera après leur division. Ensuite, la littérature antérieure a prouvé que les split augmentent la négociation et la liquidité des actions de la société (Dhar et al. 2005).

Par conséquent, dans le cadre d'acquisition par échange d'actions, les entreprises acquéreuses qui sont conscientes que les prix de leurs actions sont surestimés seront incitées à utiliser la division d'actions pour maintenir les prix à ce niveau et reporter les corrections du marché.

En utilisant les divisions d'actions pour manipuler les valeurs des entreprises acheteuses, Guo et al. (2008) s'attendaient à deux prévisions qui peuvent surgir après de telles opérations. En premier lieu, les entreprises qui divisent leurs actions pour diminuer les cours (ou pour retarder la correction de la surévaluation de leurs actions), auront une performance plus faible à long terme par rapport aux entreprises qui divisent leurs actions pour des raisons autres que la manipulation.

En second lieu, les auteurs considèrent que la prévision sur la performance à long terme sera plus marquante dans le cas d'achat par échange d'actions. En effet, les entreprises acheteuses profitent plus de la surévaluation des capitaux propres pour des acquisitions par échange d'actions plutôt que des autres types d'acquisitions ;

L'étude empirique a prouvé que le marché réagit plus négativement aux entreprises acheteuses qui divisent leurs actions que pour les acheteuses qui ne l'ont pas fait, surtout lorsque l'acquisition est financée par actions. Ainsi, ces résultats sont consistants avec l'hypothèse selon laquelle les entreprises acquéreuse peuvent utiliser des opérations de division d'actions afin de gonfler leurs valeurs de marché avant l'annonce d'une opération d'acquisition (Guo et al. 2008).

Section 2. Les opérations de fusions-acquisitions

Il existe trois types de croissance pour une entreprise. On a tout d'abord, la croissance interne. L'entreprise utilise ses ressources internes et ses propres moyens pour se développer. Cela lui permettra d'acquérir de nouveaux moyens de production et de gagner une nouvelle clientèle. Le deuxième type de croissance est la croissance conjointe. Elle est réalisée par l'alliance avec une autre entreprise par l'intermédiaire d'un contrat ou d'une société commune

(joint-venture). Le troisième et dernier type est la croissance externe, elle consiste à racheter ou à fusionner avec une autre entreprise. Ce dernier type de croissance fera l'objet de cette deuxième section.

1. Présentation des opérations de fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions constituent un mode de croissance externe utilisé assez souvent par les entreprises. Ils leur permettent une création de valeur plus rapide par la conquête de nouveaux marchés ou encore par la disposition de nouvelles compétences.

Les opérations de fusions-acquisitions sont des opérations assez courantes sur le marché. Elles interviennent le plus souvent sous forme de vague. Pendant les périodes de croissance économique, les opérations de fusions-acquisitions ont tendance à s'intensifier et elles seront suivies par des périodes plus calmes.

1.1. La différence entre fusions et acquisitions

Assez souvent, nous utilisons le terme fusions-acquisitions pour toute opération de regroupement d'entreprises. Cependant, il existe une différence entre les deux opérations. En effet, le mécanisme de fusion est un rassemblement de deux sociétés pour n'en former qu'une. Le nouveau groupe constitue alors une nouvelle société généralement sous un nouveau nom. Toutefois, il n'est pas obligatoire que la fusion englobe la totalité des deux entreprises. Certaines sociétés peuvent décider de mettre seulement certains de leurs actifs en commun pour développer un nouveau produit.

Nous observons la fusion au sens strict. Les deux entreprises s'unissent et ne forment qu'une seule. Dans le cas d'une fusion-absorption, l'entreprise cible disparaît et son patrimoine sera transféré à la société qui l'a absorbée. Il y a aussi, la fusion par création d'une nouvelle entreprise. Ainsi, les deux sociétés disparaissent et une nouvelle société surgit en confondant le patrimoine des deux anciennes entreprises.

Le mécanisme d'acquisition est une prise de contrôle par le rachat des actions d'une société cible par une société acquéreuse. La personnalité juridique de la société acquéreuse n'est en rien modifiée puisque la société rachetée est intégrée dans cette dernière, qui cesse dès lors d'exister.

1.2. Les différents types des fusions-acquisitions

Il existe plusieurs types de fusions-acquisitions utilisés dans les recherches scientifiques. Certaines de ces opérations sont classées selon la forme utilisée et d'autres selon le type et le caractère de l'opération d'acquisition.

a/ Les fusions-acquisitions centrées sur la forme

Il existe généralement trois types de fusions ; la fusion horizontale effectuée en regroupant des entreprises concurrentes dans le but de réaliser des économies d'échelles, d'augmenter la taille de l'entreprise ou encore à gagner des parts de marché. La fusion verticale, qui est utilisée afin d'éliminer les intermédiaires et réaliser l'indépendance. Elle s'effectue par un regroupement des entreprises qui appartiennent à la même branche et qui se trouvent dans des phases différentes de la chaîne des valeurs⁶². La fusion conglomerate, consiste à regrouper des entreprises qui n'ont pas des liens entre eux. Ce type de fusion consiste à diversifier le groupe des entreprises afin de diluer le risque.

b/ Les fusions-acquisitions centrée sur la méthode d'achat des entreprises cibles

Afin d'acheter une entreprise cible, l'entreprise acquéreuse peut procéder à deux méthodes. La première consiste à un achat en bourse. Ainsi, à travers un ramassage en bourse l'entreprise acquéreuse commence à acheter les actions de cette entreprise progressivement et discrètement afin d'éviter un accroissement des cours des actions de la cible. Une entreprise acquéreuse peut également acheter les actions d'une entreprise cible par l'acquisition d'un bloc d'actions. Ainsi, les transactions de blocs permettent à un actionnaire important d'une entreprise de vendre l'intégralité de ces actions. En utilisant le ramassage en bourse ou l'achat en bloc, un acquéreur peut prendre le contrôle d'une entreprise sans que personne ne soit informé. Pour se prémunir contre un tel comportement, des obligations strictes de transparences sont imposées aux acquéreurs. Donc, toute transaction de bloc doit être publiée dès sa conclusion. De plus, tout groupe d'actionnaires agissant de concert⁶³ détenant plus de 5, 10, 20, 33, 50 et 66 du capital ou des droits de vote d'une entreprise doit signaler au marché et à l'entreprise (Berk et al. 2014).

⁶² Nous parlons d'une intégration en amont lorsqu'une entreprise fusionne avec l'un de ses fournisseurs et d'une intégration en aval lorsqu'il s'agit d'un de ses clients.

⁶³ L'article L 233-10 du code de commerce définit l'action de concert : « *Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société* ».

La deuxième méthode d'achat consiste à lancer une offre publique d'achat (OPA) sur l'entreprise cible. Cette opération consiste à proposer à une entreprise cible l'acquisition d'une partie ou de la totalité de son capital à un prix fixé et pendant une période donnée. Cette offre permet à l'entreprise acheteuse de prendre le contrôle de l'entreprise cible. Nous distinguons l'offre amicale lorsque l'OPA est lancée après un accord avec les dirigeants de la cible et l'offre Hostile si l'OPA est formulée sans consulter les dirigeants de la société cible ou si les négociations avec ces derniers ont échoué. La réalisation de l'offre publique peut se faire en numéraire, nous parlons alors d'offre publique d'achat (OPA) ou en actions nous parlons alors d'offre publique d'échange (OPE). Il est aussi possible de laisser le choix aux actionnaires de la société cible sur la méthode de paiement (en numéraire ou en actions) il s'agit alors d'une offre mixte.

Lors de l'achat des actions de la cible, l'entreprise doit proposer un prix d'achat au moins égal au prix de marché de l'action avant l'annonce de l'opération. Dans le cas inverse, les actionnaires de l'entreprise cible ne seront pas motivés à accepter l'offre d'achat. Sur le plan pratique, les entreprises acquéreuses, attribuent une prime d'acquisition par rapport à la valeur de l'action de la cible avant l'annonce de l'opération de fusions-acquisitions.

3. La relation entre la gestion des résultats et fusions-acquisitions

Les opérations de fusions-acquisitions entraînent certaines modifications parmi lesquelles nous distinguons la dilution du pouvoir et du capital au sein de l'entreprise acheteuse. Selon Graham et Harvey (2001), les effets de dilutions constituent une préoccupation pour les dirigeants et les actionnaires. Les opérations de fusions-acquisitions peuvent entraîner une perte de pouvoir pour les actionnaires préexistants. Afin de pallier cet inconvénient, les dirigeants procéderont à l'utilisation de certains outils afin de préserver leurs droits et éviter ainsi des effets. Par conséquent, à travers la gestion des résultats, les dirigeants des sociétés acheteuses vont adopter des choix comptables permettant d'augmenter le cours de leurs actions avant les opérations de fusions-acquisitions et influencer donc, la parité d'échange (Baik et al. 2007 ; Botsari et Meeks, 2008 ; Francoeur et al. 2012).

La majorité des opérations de fusions-acquisitions est faite par l'achat de l'entreprise acquéreuse des actions de la société cible. Cependant, au cours de ces dernières années plusieurs opérations de fusions-acquisitions sont réalisées par échange d'actions entre l'entreprise acheteuse et l'entreprise cible. Une fois la transaction est accomplie, les

actionnaires de la société cible reçoivent un nombre bien déterminé d'actions de la société acquéreuse en contre partie de leurs actions. D'où la première étape de l'opération de fusions-acquisitions est de trouver un accord entre l'entreprise acheteuse et l'entreprise cible sur le prix d'achat (vente).

Le nombre d'actions de la société absorbante échangées contre des actions de la société cible est déterminé par le prix des actions de la société acquéreuse lorsque l'accord de fusions-acquisitions est conclu, en donnant le prix d'achat approprié de l'entreprise cible. Par exemple, pour un ratio d'échange égal à deux, la société absorbante s'engage à échanger deux de ses actions contre une action de la société cible. Par conséquent, les entreprises acquéreuses ont tendance à augmenter leurs cours afin de minimiser le coût d'acquisition ; plus le prix des actions de l'entreprise acquéreuse est élevé à la date de l'accord, moins est le nombre d'actions émis pour acheter l'entreprise cible.

Plusieurs études antérieures ont traité la relation entre le résultat de l'entreprise et le prix des actions (Ball et Brown 1968 ; Foster 1977 ; Beaver et al. 1979). Ils indiquent l'importance du résultat comptable dans l'évaluation du prix des actions de la société absorbante, (DeAngelo 1986 et 1990). En effet, le résultat de l'entreprise acheteuse a un effet significatif sur le taux d'échange.

Si l'entreprise décide de payer la cible avec ces propres actions, dans ce cas, une parité d'échange est fixée sur la base de la valeur de marché des firmes impliquées. Étant donné le ratio d'échange est inversement lié au cours des actions de l'entreprise acquéreuse celle-ci est encouragée à augmenter le résultat comptable avant les annonces de fusions-acquisitions dans le but d'augmenter le prix de marché sur le prix estimé de ses actions. Ainsi, plus l'action de l'acquéreur a un prix élevé, plus le ratio d'échange diminuera. Autrement, plus la valeur des actions de la firme acquéreuse est élevée, plus le coût d'acquisition de la société cible est inférieur et ceci pour différentes motivations.

Tout d'abord, les actionnaires existants préfèrent un prix plus élevé pour minimiser la probabilité de dilution du résultat. De plus, une émission d'actions dilue le droit de vote et le contrôle des actionnaires existants, en particulier, les dirigeants-actionnaires. Enfin, plus la valeur des actions de l'entreprise acquéreuse est élevé, plus le coût d'acquisition de la société cible est plus faible. Donc, les dirigeants de la société seront incités à augmenter le cours de leurs actions avant les opérations de fusions par échange d'actions. North et O'Connel (2002),

considère que le mode de financement de la transaction constitue une motivation pour gérer le résultat. En effet, les dirigeants seront incité à gérer leur résultat à la hausse avant une opération d'achat par échange d'actions afin d'augmenter le nombre de titres à échanger avec l'entreprise acquéreuse.

Pour augmenter son résultat comptable, l'entreprise acquéreuse peut utiliser plusieurs méthodes telles que l'accélération de la comptabilisation du résultat d'un exercice, ou en reportant les dépenses ou encore par une manipulation comptable. Cette dernière procédure peut être intéressante pour une société absorbante. Ainsi, à travers la gestion des résultats l'entreprise peut augmenter les cours de ces actions avec les moindres coûts.

D'après Erickson et Wang (1999), les entreprises initiatrices des acquisitions par échange d'actions recour à la gestion des résultats afin d'augmenter les cours de ces actions avant l'opération. Cette technique vise à améliorer les cours boursier des actions de l'entreprise acheteuse afin de diminuer le nombre d'actions à émettre et minimiser ainsi l'effet de dilution du bénéfice ainsi que du droit de vote des actionnaires préexistants. Dans leur étude effectuée sur 55 entreprises acquéreuses sur le marché américain pour la période allant de 1985 à 1990, 2,3% du total d'actif correspond à des *accruals* discrétionnaires. Ce comportement a été confirmé par l'étude de Henock (2004), Baik et al. (2007) et Zhang (2017) sur le marché américain et de Botsari et Meeks (2008) sur le marché britannique.

De même, Djama et Boutant (2006) ont vérifié la présence de gestion des résultats avant des opérations de fusions en testant un échantillon de 67 fusions-absorptions intervenues entre 1999 et 2005 sur le marché français. L'étude a montré une présence de gestion des résultats à la hausse. En effet, 6,7% du total actif correspondent à des ajustements discrétionnaires réalisés par l'entreprise absorbante au cours de l'exercice qui précède l'année de la fusion-absorption. Ce résultat a été confirmé par Njah et Jarboui (2016). Sur le marché Suisse, Missonier-Piera et Ben Amar (2007) ont testé un échantillon de 50 sociétés suisses cotées qui ont fait l'objet d'une offre publique d'achat durant la période de 1990 à 2002 et ont trouvé une gestion des résultats significative au cours de l'année qui précède les offres publiques d'achat.

Chen et al. (2016) ont étudié la gestion des résultats autour de la date d'annonce de 2128 opérations de fusions-acquisitions sur le marché américain. Ils ont trouvé que les entreprises gèrent leurs résultats avant et après l'annonce de ces opérations.

Toutefois, l'étude de Heron et Lie (2002) sur un échantillon de 657 entreprises américaines ne montre aucune gestion des résultats avant les opérations de fusions-acquisitions.

L'entreprise cible peut être aussi motivée à utiliser la gestion des résultats avant les opérations des fusions-acquisitions. En effet, Groff et Wright (1989) ont étudié un échantillon composé de 79 entreprises américaines qui ont été la cible d'une prise de contrôle sur la période allant de 1975 à 1979. Ils ont remarqué une utilisation de la gestion des résultats avant les opérations de prise de contrôle entraînant un effet positif sur les bénéfices de ces entreprises cibles.

De plus, selon Eddy et Taylor (1999) les dirigeants des sociétés cibles d'une prise de contrôle peuvent utiliser la gestion des résultats comme outils pour s'immuniser contre des prises de contrôles hostiles. Ainsi à travers une gestion des résultats à la hausse avant et durant l'offre d'achat, les dirigeants veulent montrer l'efficacité de leur stratégie de diriger l'entreprise ainsi que leur performance. En voyant les bons résultats de l'entreprise, les dirigeants de l'entreprise cible seront amenés à refuser l'offre jugeant la prime offerte insuffisante. De même, l'étude de Lim et Chang (2017) a montré que la gestion des résultats de l'entreprise cible est associée à l'annulation de l'achat de cette dernière.

Conclusion

L'attribution d'actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations sur le capital. Elles sont qualifiées comme des opérations blanches puisqu'elles n'apportent pas de nouvelles ressources à l'entreprise. Elles entraînent la multiplication du nombre des actions en circulation d'une entreprise sans apporter d'avantages apparents. Toutefois, certaines différences sont observées entre ces deux types d'opérations sur le capital. Les actions gratuites résultent d'un transfert comptable des postes réserves au poste capital, alors que les divisions d'actions correspondent à la division du nominal d'une action afin de rendre la valeur unitaire de l'action plus faible.

L'étude de recherches antérieures, nous a révélé l'existence de quatre hypothèses qui expliquent l'utilisation des actions gratuites et des divisions d'actions par les entreprises. La première hypothèse est l'hypothèse du signal. Disposant d'informations sur la situation future de l'entreprise, les dirigeants des entreprises prennent certaines décisions pour signaler au marché la bonne situation de leur entreprise en divulguant des informations privilégiées de leur société. Les opérations sur le capital, à savoir l'attribution des actions gratuites et les

divisions d'actions représentent un outil pour signaler certaines informations concernant la situation de l'entreprise et contribuent ainsi à une réduction d'asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes.

La deuxième hypothèse est l'hypothèse du « *optimal trading range* » qui permet aux dirigeants de procéder à ces attributions d'actions gratuites et des divisions d'actions afin d'améliorer la stabilité et la liquidité des actions en présentant les cours des actions dans une certaine plage optimale.

L'hypothèse du « *tick size hypothesis* » est la troisième hypothèse étudiée dans la littérature et qui considère que ces opérations sur le capital permettent de maintenir l'échelon de cotation (ou pas de cotation) à un niveau optimal. Une nouvelle hypothèse a été proposée par Guo et al. (2008) pour expliquer le recours des entreprises aux divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions. Il s'agit de l'hypothèse de manipulation de valeur « *the value manipulation hypothesis* ». En effet, les entreprises acquéreuses divisent leurs actions afin de gonfler la valeur marchande de leurs actions ou pour empêcher leurs prix surestimés de diminuer avant l'annonce de l'opération d'acquisition.

Chapitre IV :

Divisions d'actions et actions gratuites comme outils de gestion des résultats

Introduction

La gestion des résultats a fait l'objet d'une littérature abondante au cours de ces dernières années. En effet, les nombreux scandales financiers observés ont incités les chercheurs à axer leurs études sur la qualité des informations financières et comptables.

Les études qui ont traité la gestion des résultats, ont montré qu'il existe plusieurs facteurs qui facilitent le recours des dirigeants à la gestion des résultats. De ce fait, les dirigeants des entreprises acheteuses seront motivés à gérer le résultat de leur entreprise pour réaliser l'opération de fusions-acquisition avec le minimum de coûts.

A partir des études théoriques et empiriques antérieures, nous avons sélectionné les principales variables qui encouragent à la gestion des résultats. Par ailleurs, nous avons introduit un nouveau facteur, qui n'a pas été traité dans la littérature, pour tester son influence sur la « manipulation » du résultat avant les opérations de fusions-acquisitions. Il s'agit des opérations sur le capital appelées aussi des opérations blanches.

En outre, nous examinerons si l'annonce des opérations sur le capital ; les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites, sont considérées comme des outils de gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions.

Ce chapitre sera divisé en deux sections. La première présentera notre échantillon ainsi que les déterminants de la gestion des résultats avant l'annonce de fusions-acquisitions. La deuxième section, sera consacrée à l'analyse des différents résultats empiriques obtenus.

Section 1 : Présentation des données et mesures des variables

A l'issue de la revue de la littérature que nous avons présentée au niveau des deux premiers chapitres, nous avons constaté que la gestion des résultats est considérée comme une des formes les plus utilisées par les dirigeants pour parvenir à réaliser certains de leurs objectifs. Pour étudier les différents facteurs qui influencent la gestion des résultats, cette

première section sera structurée comme suit. Tout d'abord, nous présenterons notre échantillon. Ensuite, nous exposerons les différentes variables explicatives de la gestion des résultats. Enfin, nous ferons une analyse descriptive de nos variables.

1. Échantillon et collecte de données

Afin de vérifier si l'annonce des actions gratuites et les divisions d'actions constituent des outils pour gérer le résultat dans le cas d'opérations de fusions-acquisitions. Notre échantillon de base est constitué de 2830 annonces d'opérations de fusions-acquisitions effectuées sur le marché français sur la période 1999-2014.

Les dates d'annonces des opérations de fusions-acquisitions ainsi que les différentes variables⁶⁴ explicatives ont été extraites de la base de données « Thomson one ».

Les dates d'annonces des opérations de divisions d'actions et des actions gratuites sont collectées auprès du site www.abcbourse.com et au niveau des rapports annuelles des entreprises concernées.

Après élimination des institutions financières (présentant des caractéristiques différentes des entreprises des autres secteurs) ainsi que les données manquantes, notre échantillon final est composé de 1417 opérations d'annonces de fusions-acquisitions de 1999 à 2014. De cet échantillon, 73% des entreprises (5,15%) ont au moins annoncé une opération sur le capital une année avant l'annonce de fusions-acquisitions. 69,86% de ces opérations sont des annonces de division d'actions contre 30,14% qui sont des annonces d'attribution d'actions gratuites. Durant cette période, les divisions du nominal, paraissent plus courante sur le marché français et les attributions d'actions gratuites sont nettement plus rares. En effet, contrairement aux divisions d'actions, les attributions d'actions gratuites proviennent de l'incorporation des réserves au capital. Cette augmentation du capital, peut réduire la capacité de l'entreprise à distribuer les dividendes dans le futur, une chose qui n'est pas appréciée par les actionnaires.

⁶⁴ Ces variables seront présentées ci-dessous.

Tableau 4. 1: Détermination de l'échantillon

	Nombre d'observation
Nombre d'opération de Fusions-acquisitions de départ	2830
- Opérations concernant des entreprises appartenant au secteur financier	485
- Opérations présentant des données manquantes	928
= Échantillon final	1417

2. Les déterminants de la gestion des résultats

A l'issue de la revue de la littérature que nous avons présentée dans les chapitres 1 et 3, nous présentons dans ce qui suit les différentes variables explicatives utilisées dans nos régressions.

2.1. La méthode de paiement

L'étude d'Erickson et Wang (1999) est la première étude qui a traité la gestion des résultats lors des opérations de fusions-acquisitions par échange d'actions. Selon ces auteurs, les dirigeants des entreprises acheteuses gèrent leur résultat avant ces opérations pour augmenter la valeur des titres de leur entreprise. Étant donné que le ratio d'échange d'actions est inversement lié avec la valeur de l'entreprise acquéreuse, les dirigeants sont incités à gérer le résultat pour réduire le nombre d'actions à émettre. Donc l'opération d'échange d'actions sera moins coûteuse pour l'entreprise acheteuse.

L'examen des *accruals* discrétionnaires des entreprises acheteuses révèle une réaction significativement plus élevée quand il s'agit d'acquisition par échange d'actions (Erickson et Wang, 1999 ; Louis, 2004). De même, l'étude d'Easterwood (1998) et Botsari et Meek (2008) ont confirmé que les entreprises acquéreuses surestiment leurs résultats au cours du trimestre précédent une annonce par échange d'actions. Les travaux de Kandou et Cormier (2016), ont montré que les firmes canadiennes acheteuses gèrent leurs résultats à la hausse une année avant l'annonce d'une opération d'acquisition par échange d'actions.

Zhang (2017) a étudié 4639 opérations de fusions-acquisitions sur le marché américain. Les résultats ont montré l'existence d'une gestion des résultats aussi bien pour les acquisitions par échange d'actions que pour les acquisitions en numéraire.

Cependant, Pungaliya et Vijih (2009) ont analysé les *accruals* discrétionnaires dans le cas de deux types d'acquisitions en espèce et par échange d'actions. Les auteurs n'ont pas perçu de différence significative entre les deux méthodes de paiement.

En vertu de ce qui vient d'être énoncé, nous proposons l'hypothèse suivante:

H1: il y a une réaction positive entre l'annonce d'acquisition par échange d'actions et la gestion des résultats.

2.2. La nature de l'opération de fusions-acquisitions

La nature de l'opération d'acquisition peut influencer le niveau de la gestion des résultats. Le classement de ces opérations selon qu'il s'agit d'une restructuration ou d'une prise de contrôle peut inciter à une « manipulation » du résultat. Une opération de fusions-acquisitions est qualifiée de restructuration lorsqu'une des entreprises participantes exerce un contrôle exclusif sur la société adverse avant l'opération ou lorsque les deux sont contrôlées par la même société mère. En revanche, si ces deux conditions ne sont pas présentes l'opération est comparable à une prise de contrôle.

Selon Asano et al. (2007), les opérations de restructurations affichent un niveau de gestion des résultats plus élevés que pour les opérations de prises de contrôle. Ils justifient cette affirmation par le fait que les actions menées par les acquéreurs lors de la restructuration n'impliquent pas le contrôle de la société. Ils permettent tout simplement de réduire le nombre d'actions offerts aux actionnaires minoritaires de la cible. En outre, lors d'une prise de contrôle, les coûts résultant de la gestion des résultats peuvent peser sur le bénéfice attendu à cause de la présence d'une surveillance importante exercée par la société participante pour s'assurer de l'absence de manipulation.

Boutant (2010) a affirmé que les dirigeants d'une entreprise recourent à la gestion des résultats lorsque cette opération génère des gains supérieurs aux coûts de non gestion. Elle constate que la gestion des résultats est plus facile à utiliser pendant les opérations de restructurations puisque la société mère a déjà le contrôle des comptes de ses filiales. Boutant (2010), a testé l'effet de la nature de l'opération de fusions-acquisition. Elle a trouvé qu'une

prise de contrôle influence négativement la gestion des résultats, mais cette réaction n'est pas statistiquement significative.

H2: L'opération de restructuration influence positivement la gestion des résultats.

2.3. Les divisions d'actions

Les divisions d'actions sont des opérations qui consistent à diviser le nominal d'une action afin de rendre sa valeur unitaire plus faible. Cette opération, dite blanche, ne modifie ni la situation patrimoniale ni la valeur intrinsèque de l'entreprise mais elle engendre un effet positif sur le cours des actions. Grinblatt et al. (1984) et Yague et al. (2009), ont trouvé une réaction favorable des cours des actions suite à l'annonce des divisions d'actions. De même Chen et al. (2011), ont affirmé que les entreprises qui annoncent la division de leurs actions ont réalisé une croissance de leur résultat de 1,24% sur un horizon d'une année après la date d'annonce.

En tenant compte de cette réaction positive des annonces de division d'actions, nous pouvons vérifier si le marché français utilise ces opérations sur le capital comme outils de gestion des résultats avant les fusions-acquisitions. Guo et al. (2008), ont testé cette hypothèse sur des entreprises américaines. Ils ont trouvé que les entreprises acheteuses sont plus susceptibles de diviser leurs actions avant les annonces d'acquisition plutôt qu'après l'opération.

H3 : L'annonce des divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions influence positivement la gestion des résultats.

2.4. Les actions gratuites

Les actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations caractérisées d'opérations dites blanches ou encore cosmétiques. En effet, ces deux opérations augmentent le nombre d'actions en circulation d'une entreprise sans apporter d'avantages apparents à l'entreprise. Le marché américain et le marché français identifient ces deux opérations de 2 manières différentes. Le marché américain considère les actions gratuites et les divisions d'actions comme un seul et même type d'opération. La distinction est faite à travers le facteur de division. Un facteur de division d'actions inférieur à 25% considère l'opération comme attribution d'actions gratuites et un facteur supérieur à 25% la considère comme une division d'actions. Contrairement à son analogue Américain, il existe sur le marché français une

distinction juridique entre ces deux opérations. Les actions gratuites, correspondent à des actions émises gratuitement aux anciens actionnaires à la suite d'une augmentation de capital par incorporation des réserves. Elles sont appelées gratuites car l'opération consiste à faire remonter le poste réserve au poste capital social sans changer la valorisation de l'entreprise. Pour le deuxième type d'opération, la division d'actions est une modification du nominal de l'action. Elle consiste à multiplier le nombre des actions qui constitue le capital social, en divisant leur valeur unitaire.

Selon les études de Grinblatt et al. (1984), Yon (1987) et plus récemment celle d'Anderson et al. (2011), l'annonce des attributions d'actions gratuites provoque une réaction positive des cours boursiers. Il convient alors de vérifier dans le contexte français si les annonces d'attributions d'actions sont considérées comme des outils de gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions.

H4 :L'annonce d'attribution d'actions gratuites avant des opérations de fusions-acquisitions aboutit à un effet positif sur la gestion des résultats.

2.5. La nature des auditeurs

Selon DeAngelo (1981) la qualité de l'audit est reliée à la taille et à la réputation de l'auditeur. En effet, il considère que les « big » auditeurs sont incités à fournir une audite de qualité meilleure que ceux des « small ». Étant donné que la perte de réputation est beaucoup plus importante pour les « big » auditeurs. Ces derniers seront donc tenus de fournir un service de meilleure qualité et donc une tolérance faible à la gestion des résultats des dirigeants (Piot et Janin, 2007).

En outre, les grands cabinets disposent des moyens nécessaires, techniques et technologiques, qui leurs permettent de vérifier la crédibilité des comptes de l'entreprise et de déceler une gestion des résultats si elle existe.

L'étude de Becker et al. (1998), a révélé que les entreprises auditées par un petit cabinet ont des *accruals* discrétionnaires significativement plus élevées que les entreprises qui sont contrôlées par des grands cabinets. De même, Francis et al. (1999), Kim et al. (2003), Caramanis and Lennox (2008) et Benkraiem (2009) ont montré que la gestion des résultats est plus faible pour les entreprises auditées par un grand cabinet d'audit.

Ainsi nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H5 : Il existe une relation négative entre les entreprises acquéreuses qui sont auditées par un « big » cabinet et la gestion des résultats.

2.6. La taille de l'entreprise

La relation qui existe entre la gestion des résultats et la taille de l'entreprise demeure inconnue et ambiguë. En effet, deux opinions opposées sont observées. La première considère qu'il n'existe pas de relation entre la taille de l'entreprise et la gestion des résultats. D'après Kim et al. (2003), les grandes entreprises ont des systèmes de contrôle interne plus sophistiqués et plus efficaces et des cabinets d'audit plus compétents que les petites entreprises. Ce système de contrôle interne contribue donc, à la fiabilité de l'information financière révélée au public. Ce qui réduit la probabilité de manipulation du résultat par les dirigeants.

Aussi, les grandes entreprises prennent en considération le coût de la réputation en s'engageant dans la gestion des résultats. Il est plus important que celui supporté par les petites entreprises. Ces coûts engendrés par la perte de réputation peuvent empêcher les dirigeants des entreprises de manipuler leurs résultats.

Le second type d'opinion considère qu'il existe une relation négative entre la gestion des résultats et la taille de l'entreprise (Watts et Zimmerman, 1978 et 1986 ; Healy et Whalen, 1999). Selon La théorie politico-contractuelle, les entreprises de grandes tailles se trouvent dans l'obligation de réduire leurs résultats pour éviter de violer la loi anti-trust (Cahan, 1992). En présentant une situation moins rentable, les entreprises échappent à la pénalisation par l'État.

De plus, la taille de l'entreprise constitue un indicateur de sa visibilité politique. Pour réduire les coûts politiques associés, les entreprises diminuent leurs visibilités en utilisant la gestion des résultats.

Nous proposons ainsi l'hypothèse suivante :

H6 : Il existe une relation négative entre la taille de l'entreprise et la gestion des résultats.

2.7. L'endettement

L'hypothèse d'endettement repose sur le fait que les directeurs cherchent à éviter une violation des clauses contractuelles d'endettement car le coût de défaillance est élevé (Smith et Warner, 1979). Donc, plus un dirigeant est proche des limites autorisées par les contrats, plus il va avoir tendance à sélectionner des procédures comptables qui peuvent l'éloigner de cette situation. Ce résultat était approuvé par Watts et Zimmerman (1986) qui considèrent que le taux d'endettement (mesuré par les ratios dette totale / capitaux propres ou dettes totales / total actif) constitue un moyen dont disposent les dirigeants pour savoir s'ils sont proches des limites des clauses contractuelles. Une augmentation du résultat va éloigner l'entreprise de ces limites maximales.

A l'instar de l'étude Watts et Zimmerman (1986), plusieurs travaux ont appliqué ces mesures pour vérifier la relation qui existe entre la gestion du résultat et le niveau d'endettement. Les résultats de ces recherches sont mitigés.

Gu et al. (2005) Haw et al. (20014), ont utilisé le ratio dette totale / total actif et ont trouvé une relation positive significative avec les *accruals* discrétionnaires. En outre, un endettement élevé encourage les dirigeants à gérer leurs résultats à la hausse pour éviter d'enfreindre les clauses limitatives d'endettement imposées par les créanciers. Ce même résultat a été approuvé par DeFond et Jiambalvo, (1994), DeFond et Park (1997), Mard (2004) (en utilisant le ratio dette financière / capitaux propres) et Miloud (2014) (dettes totales / capitaux propres).

Cependant, d'autres études effectuées avec ces mêmes mesures ont révélés des résultats différents. Makni Gargouri et al. (2008), Higgins (2013) (dette totale / total actif), Becker et al. (1998) et Boutant (2010), (dette financière / capitaux propres) et Fakhfakh et Nasfi (2012) (dettes totales / capitaux propres) ont trouvé une relation négative entre le niveau d'endettement et la gestion des résultats. Cela signifie que les dettes ne constituent pas une motivation pour gérer le résultat à la hausse. Tout au contraire, il peut conduire les directeurs à adopter une attitude comptable conservatrice lorsque les dettes augmentent. Cela supporte l'idée de Piot et Janim (2007), qui ont considéré que l'endettement peut agir comme un mécanisme de contrôle destiné à prévenir des pratiques de gestion des résultats à la hausse.

Dans notre étude, nous appliquons la même méthode que Fakhfakh et Nasfi (2012) et Miloud (2014) et nous utilisons le ratio dettes totales / capitaux propres pour vérifier la relation qui existe entre gestion des résultats et le niveau d'endettement.

H7_a: Le niveau d'endettement des entreprises acquéreuses aboutit à un effet positif sur la gestion des résultats.

H7_b: Le niveau d'endettement des entreprises acquéreuses aboutit à un effet négatif sur la gestion des résultats.

2.8. La structure d'actionnariat

Dempscy et al. (1993) et Warfield et al. (1995) ont proposé d'inclure la structure de propriété, définie comme la répartition de droit de vote entre les différents actionnaires, comme une variable explicative de la gestion des résultats. En effet, les opérations de fusions-acquisitions entraînent une concentration des ressources au sein d'une entité unique, ce qui implique une modification de la structure de propriété de l'entreprise acquéreuse entraînant une perte du pouvoir ainsi qu'une dilution des bénéfices.

Cependant, lorsque l'actionnariat de l'entreprise est concentré, la modification apportée par les opérations de fusions-acquisitions peut atténuer cette concentration. Selon Francoeur et Pakoto (2007), dans un contexte de fusions-acquisitions, la présence des actionnaires détenant une part substantielle de leur société et exposées directement aux effets de dilution de l'opération, peut encourager les dirigeants à adopter la gestion des résultats afin de limiter les effets dilutifs.

De même, Boutant et Verdier (2015) considèrent que le contexte français constitue un environnement favorable pour la gestion des résultats à cause de la structure de l'actionnariat des sociétés françaises. En effet, la France est connue par un actionnariat concentré et composé le plus souvent par des familles dirigeantes.

Toutefois, d'autres études ont montré que la présence d'actionnaire majoritaire limite le recours à la gestion du résultat. En effet, Wartfield et al. (1995) ont montré qu'il existe une relation négative entre la structure de l'actionnariat et la gestion du résultat. Le niveau des *accruals* est beaucoup plus élevé pour les entreprises qui ont une propriété managériale inférieure à 5% que celles qui ont une propriété managériale supérieure à 45%. Ce résultat a été confirmé par Peasnell et al. (2005).

Ainsi, l'hypothèse 8 se présente comme suit :

H8_a: il existe une relation positive entre la présence d'actionnaires majoritaires dans l'entreprise et la gestion des résultats.

H8_b: il existe une relation négative entre la présence d'actionnaires majoritaires dans l'entreprise et la gestion des résultats.

2.9. Le niveau du résultat

Chalayer et Dumontier (1996) et Jeanjean (2002), ont utilisé le niveau du résultat des entreprises acquéreuses comme une variable explicative pour contrôler l'effet de la performance de l'entreprise acquéreuse sur la gestion des résultats. En effet, selon Martinez (1994), durant les fusions-acquisitions, les dirigeants qui anticipent des résultats relativement faibles adoptent une gestion des résultats à la hausse. Ils évitent d'afficher une mauvaise performance qui aura des conséquences néfastes sur l'entreprise. Ainsi, les dirigeants des entreprises qui ont des résultats faibles seront incités à l'augmenter afin d'atteindre un niveau psychologiquement satisfaisant (Niskanen et Keloharju, 2000).

De plus les entreprises avec un résultat faible peuvent être conduites à manipuler leurs résultats pour respecter les clauses d'endettements. Ces clauses sont liées au niveau de performance de l'entreprise. Donc, les dirigeants des entreprises augmentent le résultat pour éviter les surcoûts d'origines contractuels.

Les prélèvements d'impôts peuvent également constituer une motivation à la gestion des résultats. D'où, les dirigeants des entreprises peuvent gérer le résultat mais cette fois à la baisse afin de payer moins d'impôts. Les études de Boynton (1992) et de Roubi et Richardson (1998) ont montré que les dirigeants gèrent les résultats comptables à la baisse afin de réduire le montant d'impôt.

Toutefois, Haw et al. (2004) ont montré qu'il existe une relation positive entre la gestion des résultats et la performance de l'entreprise. Cette réaction positive peut être expliquée par l'aspect opportuniste des dirigeants. En effet, ces derniers utilisent la gestion des résultats pour atteindre les objectifs fixés et éviter d'être sanctionné par le marché en voyant le cours de leurs actions chuté.

De plus, les dirigeants gèrent le résultat à la hausse afin de maintenir une certaine stabilité et continuité de leurs résultats. Cela est considéré comme un signal de la bonne performance de l'entreprise ainsi que qu'une bonne compétence des dirigeants.

H9_a : il existe une relation négative entre le niveau du résultat et la gestion des résultats.

H9_b : il existe une relation positive entre le niveau du résultat et la gestion des résultats.

2.10. Le ratio book to market

Le ratio book-to-market est utilisé comme référence de la performance de l'entreprise. La valeur de ce ratio est calculée par le rapport entre la valeur comptable de l'action et sa valeur de marché. Il s'agit d'un instrument utile qui permet de déterminer comment le marché valorise l'entreprise par rapport à sa valeur réelle. Un ratio supérieur à 1 indique une société sous-évalué, tandis qu'un ratio inférieur à 1 implique qu'elle est surévaluée. Donc le ratio book-to-market peut être traité comme une variable qui stimule l'entreprise à gérer le résultat. Skinner et Sloan (2002) ont trouvé que les dirigeants des entreprises qui ont un ratio faible sont plus enclins à gérer leur résultat. En effet, un ratio book-to-market inférieur à 1 implique que l'entreprise présente de faibles opportunités de croissances. Les dirigeants sont incités à gérer le résultat pour contourner la mauvaise performance de leur entreprise et sauver aussi leurs réputations et leurs emplois.

Rau et Vermaelen (1998) suggèrent que pour un ratio book-to-market élevé, les acquéreurs ont tendance à être plus prudents avant de s'engager dans des transactions. Hamza et Lakhal (2010) ont utilisé le ratio relatif book-to-market⁶⁵ comme une variable qui explique le recours à la gestion des résultats. Ils indiquent que lorsque ce ratio est supérieur à 1 « les soumissionnaires » (value bidders) peuvent rechercher des entreprises cibles avec des possibilités de croissance élevés. Jiraporn (2005), affirme que les soumissionnaires avec un ratio book-to-market élevé et qui achètent une cible avec des opportunités de croissance élevés ont des incitations à manipuler les résultats.

Étant donné que les entreprises acheteuses cherchent à effectuer l'acquisition avec le moins d'actions (acquisition par échange d'actions), ces entreprises vont tenter de surestimer la valeur de ses actions en recourant à la gestion des résultats. Par conséquent, le ratio book-

⁶⁵ Ce ratio relatif book-to-market est calculé en divisant le ratio book-to-market de l'acheteur par celui de la cible.

to-market peut être utilisé comme un déterminant de la gestion des résultats. Cette variable prend la valeur 1 si le ratio est supérieur à 1 et 0 sinon.

H10: Il existe une relation négative entre le ratio book-to-market de l'entreprise acheteuse et la gestion des résultats.

2.11. La taille relative de l'opération

Les dirigeants des entreprises utilisent la gestion des résultats lorsqu'il y a une fonction croissante entre les incitations et les bénéfices économiques. Toutefois, certains coûts peuvent réduire les bénéfices réalisés en adoptant la gestion des résultats conduisant, par conséquent, les dirigeants à renoncer à toute sorte de manipulation. Boutant (2010) considère que l'intervention des auditeurs et des autres banques d'investissements augmente la probabilité de détecter un tel comportement de gestion des résultats et donc augmente le risque d'être sanctionnée par le marché ou même l'annulation de l'opération.

La taille de l'opération de fusions-acquisitions constitue une des motivations qui peut encourager les dirigeants à gérer leur résultat. Selon Erickson et Wang (1999), si la valeur de l'entreprise achetée est relativement faible par rapport à l'entreprise acheteuse, la prestation attendue de l'augmentation de la valeur de cette dernière devrait être relativement modeste. Les gestionnaires sont alors, moins incités à adopter la gestion des résultats avant l'opération de fusions-acquisitions. Inversement, si la valeur de l'entreprise acquise (mesurée par le total actif) est relativement élevée par rapport à l'entreprise acquéreuse, les dirigeants seront de plus en plus incités à gérer positivement leurs résultats. Les études de Baik et al. (2007) sur le marché américain, de Higgins (2013) sur le marché japonais et de Boutant et Verdier (2015) sur le marché français ont montré qu'il existe une relation positive entre la taille relative de l'opération et la gestion des résultats à la hausse

D'autres études ont révélé des résultats différents. Siregar et Utama (2008) et Louis (2004) considèrent qu'il n'existe pas une relation entre les *accruals* discrétionnaires et la taille de l'opération.

H11: La taille relative de l'opération influence positivement la gestion des résultats des entreprises acheteuses.

Nous avons cité ci-dessus les différentes variables et hypothèses à tester empiriquement. Le tableau 4.2 récapitule ces hypothèses en indiquant les différentes mesures et signes attendus.

Tableau 4. 2 : Signes attendus des déterminants de la gestion des résultats

Variable	Définition	Mesure	Signe attendu
METH	Méthode de paiement	Variable muette qui prend la valeur 1 s'il s'agit d'un échange d'action et 0 sinon.	+
NAT	Nature de l'opération de Fusions-acquisitions	C'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il s'agit d'une restructuration et 0 sinon.	+
DIV	Divisions d'actions	Une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon.	+
GRAT	Actions gratuites	Une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon.	+
AUD	Nature des auditeurs	Une variable muette qui prend la valeur 1 si les auditeurs de l'entreprise acquéreuse appartient à un « Big » ^a cabinet.	-
TAIL	Taille de l'entreprise	C'est le logarithme du total actif de l'entreprise acquéreuse.	-
ENDET	Endettement	C'est le rapport entre la dette totale et les capitaux propres.	+ ou -
STRUC	Structure de l'actionnariat	Pourcentage d'actions détenues par l'acquéreur au niveau de l'entreprise cible avant l'offre de fusions-acquisitions.	+ ou -

RESULT	Niveau du résultat	C'est le résultat net de l'entreprise acquéreuse moins des <i>accruals</i> discrétionnaires sur le total actif.	+ ou -
BTM	Ratio book to market	Variable muette qui prend la valeur 1 si le ratio valeur comptable sur valeur de marché de l'entreprise acquéreuse est supérieur à 1 et 0 sinon.	-
OPER	Taille de l'opération	C'est une variable muette qui prend la valeur 1 si le rapport entre l'actif total de l'entreprise acquéreuse et total actif de l'entreprise cible est inférieur à 1 et 0 sinon.	+

a : Les « Big » cabinet d'audit, sont les plus grands groupes d'audit financier au niveau mondial. Au début des années 70, on les appelle « les Big 8 » et deviennent les « Big 6 » en 1989 avec la fusion d'Ernst & Whinney avec Arthur Young pour devenir Ernst & Young. En 1998, les « Big 6 » deviennent « Big 5 » par la formation de Pricewaterhousecoopers qui résulte de la fusion de Price Waterhouse avec Coopers & Lybrand. Depuis 2002, les grands groupes d'audit sont au nombre de 4 ; « les Big 4 » : Deloitte, Pricewaterhousecoopers, Ernst & Young et KPMG.

3. Analyse descriptive

Afin d'examiner la gestion des résultats avant les annonces des opérations de fusions-acquisitions, nous avons réparti nos données en deux échantillons. Dans le premier nous utilisons la méthode des cash-flows pour calculer les *accruals* totaux et dans le deuxième nous appliquons la méthode comptable. Ces deux échantillons sont classés, à leurs tours, en deux sous-échantillons. Le premier est constitué des entreprises qui présentent des *accruals* discrétionnaires négatifs. Le deuxième sous-échantillon est constitué des entreprises qui ont des *accruals* discrétionnaires positifs.

Les tableaux 4.3 et 4.4 représentent les statistiques descriptives de ces deux sous-échantillons en utilisant la méthode des cash-flows (échantillon 1) et la méthode comptable (échantillon 2) pour le calcul des *accruals* totaux. Pour chaque variable, nous avons calculé la valeur moyenne, minimum, maximum et l'écart type pour souligner les facteurs susceptibles d'influencer notre étude.

3.1. Analyse descriptive du premier échantillon

Le tableau ci-dessous examine les différentes variables en calculant les *accruals* totaux selon la méthode des cash-flows.

Tableau 4. 3: Statistiques descriptives de l'échantillon 1

Variables	AD négatif				AD positif			
	valeur moyenne	valeur minimum	valeur maximum	écart type	valeur moyenne	valeur minimum	valeur maximum	écart type
TAIL	6,702	2,068	11,712	2,315	6,66	1,34	12,558	2,359
ENDET	0,208	0	1,42	0,15	0,207	0	0,703	0,13
STRUC	10,641%	0	99,17%	25,354	8,34%	0	99,8%	22,25
RESULT	0,004	-1,44	0,181	0,126	0,04	- 0,709	0,271	0,061
Nombre d'observations	635				782			

AD négatif et AD positif : représente respectivement, les *accruals* discrétionnaires négatifs et positifs calculés en utilisant le modèle de Kasznik (1999). TAIL : représente la taille de l'entreprise. ENDT : le ratio d'endettement de l'entreprise calculé par le rapport entre la dette totale et les capitaux propres. STRUC : représente la structure de l'actionnariat de l'entreprise acquéreuse. RESULT: représente le niveau du résultat selon la méthode cash-flows.

La comparaison entre les deux sous-échantillons montre que plus de la moitié de notre échantillon affiche des *accruals* discrétionnaires positifs. 55,19% des entreprises gèrent leurs résultats à la hausse avant les opérations de fusions-acquisitions. Contre 44,81% qui procèdent à une manipulation du résultat à la baisse.

La lecture du tableau 4.3, montre que les deux sous-échantillons présentent des résultats qui convergent. Les entreprises qui gèrent leur résultat à la baisse ou à la hausse se caractérisent par des tailles moyennes similaires. De même pour la variable d'endettement, les dettes totales représentent 20% des capitaux propres. Ainsi, les entreprises françaises qui gèrent leurs résultats avant les opérations de fusions-acquisitions ne sont pas très endettées. Ces entreprises se financent au maximum avec 20% de dettes, ce qui montre qu'elles ne sont pas trop dépendantes de leurs créanciers.

De plus, les statistiques descriptives ont montré que les entreprises ont recours à la gestion des résultats lorsque le niveau de ce dernier est faible. En effet, pour le deuxième sous-échantillon, le résultat représente 4% du total actif et il est seulement de 0,4% pour le deuxième sous-échantillon.

3.2. Analyse descriptive du deuxième échantillon

Le tableau 4.4 présente les statistiques descriptives relatives à nos variables en utilisant la méthode comptable pour calculer les *accruals* totaux. Nous remarquons qu'il existe une certaine différence entre les deux sous-échantillons. La proportion des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse est beaucoup plus élevée (72,03%) que celle des entreprises qui le gèrent à la hausse (27,03%).

En effet, selon Roubi et Richardson (1998) et Breton et schatt (2003), les dirigeants recourent à la gestion des résultats en augmentant les charges constatées afin de réduire le montant des impôts. Ce comportement est surtout observé dans les pays tel que la France où la comptabilité et la fiscalité sont étroitement liées. De plus, les entreprises de grande taille pourraient dégager des résultats assez importants, de ce fait, elles sont plus susceptibles d'être surveillées. Ainsi, pour éviter de violer la loi *anti-trust* et subir des sanctions de la part de l'État, ces entreprises se trouvent dans l'obligation de réduire leurs résultats à travers le recours à la gestion des résultats.

Nous avons examiné la variable taille relative aux deux échantillons et nous avons constaté que les entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse sont de taille plus grande (valeur moyenne égale à 7,28) que celles qui le gèrent à la hausse (la valeur moyenne est de 5,6). Ce qui corrobore l'hypothèse des coûts politiques, et confirme les constatations ci-dessus. Les entreprises de grandes tailles diminuent leur visibilité politique en gérant leur résultat à la baisse.

Pour la variable relative au résultat de l'entreprise, les statistiques descriptives montrent des différences entre les deux sous-échantillons. Nous observons un niveau de 2,9% pour les entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse contre un niveau presque égal à zéro pour le deuxième sous-échantillon. En outre, nous remarquons que les entreprises qui représentent des *accruals* discrétionnaires négatifs sont plus performantes que celles qui ont un *accrual* discrétionnaire positif. Un *accrual* discrétionnaire négatif signifie qu'il y a une gestion des résultats à la baisse. En effet, afin de réduire le montant d'impôt, les entreprises qui affichent un résultat positif seront incitées à gérer leurs résultats. De plus, les dirigeants de ces entreprises seront motivés à diminuer voire à cacher leur visibilité politique en affichant un résultat moins rentable et échapper ainsi à la pénalisation par l'État.

Tableau 4. 4 : Statistiques descriptives de l'échantillon 2

Variables	AD négatif				AD positif			
	valeur moyenne	valeur minimum	valeur maximum	écart type	valeur moyenne	valeur minimum	valeur maximum	écart type
TAIL	7,283	2,564	12,258	2,132	5,061	1,34	12,109	2,087
ENDET	0,215	0	1,42	0,14	0,188	0	0,703	0,145
STRUC	9,756%	0	99,8%	24,011	8,334%	0	99,61%	22,89
RESULT	0,029	-1,442	0,314	0,098	0	-0,926	0,2	0,126
Nombre d'observations	1034				383			

AD négatif et AD positif : représente respectivement, les *accruals* discrétionnaires négatifs et positifs calculés en utilisant le modèle de Kothari et al. (2005). TAIL : représente la taille de l'entreprise. ENDET : le ratio d'endettement de l'entreprise calculé par le rapport entre la dette totale et les capitaux propres. STRUC : représente la structure de l'actionnariat de l'entreprise acquéreuse. RESULT: représente le niveau du résultat selon la méthode comptable.

Avant d'utiliser la méthode des MCO pour estimer les coefficients relatifs à nos variables, il faut d'abord vérifier certaines hypothèses nécessaires à l'utilisation de cette méthode. Une étude de corrélation entre les différentes variables explicatives est effectuée afin de vérifier s'il y a un problème de multi-colinéarité qui peut biaiser les résultats de nos estimations. La matrice de corrélation (rapportée dans le tableau 4.5), ainsi que le VIF⁶⁶ (Cf annexe) ne relèvent pas de problème de corrélations entre les différentes variables. Les coefficients de la matrice de corrélation présentent des valeurs inférieures à 0,5 (limite à partir de laquelle nous pouvons soupçonner l'existence d'un problème de colinéarité) cependant nous observons un coefficient avec des valeurs supérieures à 0,5. La corrélation entre DIV et DIVAG. Ce coefficient de corrélation élevé ne cause pas de problème puisque dans nos modèles nous avons estimé ces deux variables séparément.

Donc, les coefficients de corrélation indiquent une absence de multi-colinéarité entre les différentes variables. Ce résultat a été confirmé par le VIF qui a révélé des valeurs très faibles et qui sont inférieures à 10.

⁶⁶VIF : « *Variance Inflation Factor* », une deuxième mesure pour contrôler le problème de multi-colinéarité des variables.

Tableau 4. 5 : Matrice des corrélations

	METH	NAT	DIVAG	DIV	GRAT	TAIL	AUD	ENDET	STRUC	BTM	OPER
METH	1										
NAT	-0,014	1									
DIVAG	0,034	-0,019	1								
DIV	0,054	-0,016	0,841	1							
GRAT	-0,022	-0,0106	0,546	0,037	1						
TAIL	-0,023	0,019	0,056	0,014	0,076	1					
AUD	-0,041	0,006	-0,025	-0,036	0,009	0,008	1				
ENDET	-0,014	0,121	0,065	0,059	0,023	0,263	-0,025	1			
STRUC	0,113	-0,033	0,009	0,019	-0,017	0,209	0,029	0,067	1		
BTM	-0,008	-0,020	-0,017	-0,041	0,020	-0,028	-0,069	-0,261	-0,047	1	
OPER	0,031	-0,141	0,033	0,038	0,003	-0,003	0,006	-0,041	0,114	0,043	1

Ce tableau représente les résultats d'analyse de corrélation entre les différentes variables explicatives. AD est la variable dépendante qui correspond à la gestion des résultats mesurée par l'erreur du modèle de Kothari et al. (2005), METH est la méthode de paiement, NAT est la nature de l'opération de FA, DIVAG est une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon, AUD est la nature des auditeurs, TAIL est la taille de l'entreprise, ENDET représente l'endettement de l'entreprise, STRUC est la structure de l'actionnariat, RESULT est le niveau du résultat, BTM est le ratio book to market, et OPER est la taille de l'opération.

Section 2 : Résultats et analyses

La revue de la littérature a montré que plusieurs modèles ont été développés pour mesurer la gestion des résultats. La première étape de notre étude empirique était consacrée à la sélection des modèles les plus performants. Les tests effectués au niveau du troisième chapitre nous ont ramené aux deux constatations suivantes : (1) le modèle de Kasznik (1999) est le modèle le plus performant pour calculer la gestion des résultats si nous utilisons la méthode des cash-flows. (2) le modèle de Kothari et al. (2005) est le plus performant selon la méthode comptable. La deuxième partie de notre étude empirique consiste à détecter les variables qui influencent le recours à la gestion des résultats en utilisant les deux modèles précités.

Cette section sera répartie en trois sous-sections. Une première présentera les différentes variables explicatives de la gestion des résultats en utilisant le modèle de Kasznik (1999). La deuxième traitera les mêmes variables mais en utilisant le modèle de Kothari et al. (2005). Dans la dernière sous-section nous expliquerons la relation qui existe entre gestion des résultats, actions gratuites et divisions d'actions.

1. Analyse de la gestion des résultats du premier échantillon

Conformément aux résultats trouvés au niveau du chapitre 3, le modèle de Kasznik (1999) est utilisé pour mesurer la gestion des résultats selon la méthode des cash-flows. Dans ce qui suit, nous présenterons les différents modèles de régressions.

1.1 Régressions selon le modèle de Kasznik (1999)

Notre étude est effectuée sur des données en coupe transversale pour vérifier la significativité des résultats. Le recours à cette approche permet d'utiliser un échantillon assez grand et un nombre d'observations plus important que dans le cas des données en séries chronologiques. Bartov et al. (2000) considèrent que l'utilisation de données en séries chronologiques exclue les nouvelles entreprises de l'échantillon puisque cette approche nécessite des données étalées sur le temps. Cette contrainte sera palliée avec l'approche en coupe transversale qui utilise les résultats à une date donnée. De plus, Subramanyam (1996) a trouvé que l'utilisation de l'approche en coupe transversale procure des estimations des coefficients plus précises que dans le cas des séries chronologiques.

Afin d'expliquer la gestion des résultats et vérifier si l'annonce des divisions d'actions et des actions gratuites constitue un outil de gestion des résultats, nous allons appliquer les modèles de régression ci-dessous. Pour ce faire, nous avons utilisé le logiciel stata version 11. Dans un premier temps, nous considérons les deux opérations de division d'actions et d'attribution d'actions gratuites comme une seule opération (DIVAG). Cette variable DIVAG permettra de tester si les opérations blanches sur le capital sont considérées comme une variable explicative de la gestion des résultats. Dans un deuxième temps nous distinguons entre ces deux types d'opérations.

Ainsi, le premier modèle à estimer pour expliquer la gestion des résultats se présente comme suit :

$$AD_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times METH_i + \alpha_2 \times NAT_i + \alpha_3 \times DIVAG_i + \alpha_4 \times AUD_i + \alpha_5 \times TAIL_i + \alpha_6 \times ENDET_i + \alpha_7 \times STRUC_i + \alpha_8 \times RESULT_i + \alpha_9 \times BTM_i + \alpha_{10} \times OPER_i + \varepsilon_i \quad (4.1)$$

Avec pour toute entreprise i ;

AD : La variable dépendante qui correspond à la gestion des résultats. Elle est mesurée par l'accrual discrétionnaire de l'entreprise i en utilisant le modèle de Kasznik (1999).

METH : « Méthode de paiement », une variable muette qui prend la valeur 1 si l'opération de FA s'effectue par un échange d'actions et 0 sinon.

NAT : « Nature de l'opération de FA », mesurée par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il s'agit d'une opération de restructuration et 0 sinon.

DIVAG : « Divisions d'actions ou actions gratuites », une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon.

AUD : « Nature des auditeurs », une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les auditeurs de l'entreprise acquéreuse appartiennent à un « Big » cabinet et 0 sinon.

TAIL : « Taille de l'entreprise », mesurée par le logarithme népérien du total actif.

ENDET : « Endettement », mesurée par le ratio « Dettes totales / Capitaux propres ».

STRUC : « Structure de l'actionnariat », qui correspond au pourcentage d'actions détenues par l'acquéreur au niveau de l'entreprise cible avant l'opération de FA.

RESULT : « Niveau du résultat », mesurée par « (résultat net – *accruals* discrétionnaires) / total actif ».

BTM : « Ratio book to market », une variable dichotomique qui est égale à 1 si le ratio « valeur comptable / valeur de marché » est supérieur à 1 et 0 sinon.

OPER : « Taille de l'opération », mesurée par une variable muette, qui prend la valeur 1 si le rapport entre actif total de l'entreprise acquéreuse et total actif de l'entreprise cible est inférieur à 1 et 0 sinon.

ε : Termes d'erreur du modèle.

Pour le deuxième modèle de régression nous avons remplacé la variable « DIVAG » par deux nouvelles variables ; il s'agit de la variable dichotomique « DIV ». Cette variable est égale à 1 s'il y a annonce de division d'actions une année avant l'annonce d'opération de fusions-acquisitions et 0 sinon. Et une seconde variable « GRAT », mesurée par une variable muette qui prend la valeur 1 si l'entreprise acheteuse a annoncé une distribution d'actions gratuites une année avant l'annonce d'opération de fusions-acquisitions et 0 sinon.

Le deuxième modèle à estimer pour expliquer la gestion des résultats se présente comme suit :

$$AD_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times METH_i + \alpha_2 \times NAT_i + \alpha_3 \times DIV_i + \alpha_4 \times GRAT_i + \alpha_5 \times AUD_i + \alpha_6 \times TAIL_i + \alpha_7 \times ENDET_i + \alpha_8 \times STRUC_i + \alpha_9 \times RESULT_i + \alpha_{10} \times BTM_i + \alpha_{11} \times OPER_i + \varepsilon_i \quad (4.2)$$

1.2 Résultats et analyses des régressions

L'analyse des *accruals* discrétionnaires a montré qu'il existe une gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions. Le tableau 4.5 rapporte les résultats des régressions des deux modèles en utilisant la méthode des moindres carrées ordinaires⁶⁷.

L'examen des estimations du modèle 4.1, modèle où nous considérons les actions gratuites et les divisions d'actions comme une seule opération, montrent que cinq variables explicatives ont un effet significatif au seuil de 1% et 5% sur la gestion des résultats des entreprises qui annoncent des opérations de fusions-acquisitions.

⁶⁷ Nous précisons que tout au long de ce chapitre les statistiques des coefficients ont été corrigé par la méthode de white afin d'atténuer les problèmes d'hétéroscédasticité.

Tableau 4. 6 : Résultat de la régression des deux modèles selon la méthode de Kasznik (1999)

Variables explicatives	Modèle (4.1)	Modèle (4.2)
METH	0,031 *** (0,008)	0,031 *** (0,009)
NAT	-0,006 (0,680)	-0,006 (0,676)
DIVAG	0,019 ** (0,016)	-
DIV	-	0,022 ** (0,021)
GRAT	-	0,007 (0,471)
AUD	-0,001 (0,959)	-0,0004 (0,981)
TAIL	-0,004 *** (0,000)	-0,004 *** (0,000)
ENDET	0,005 (0,799)	0,005 (0,802)
STRUC	-4,E-5 (0,607)	-4,E-5 (0,593)
RESULT	0,387 *** (0,000)	0,386 *** (0,000)
BTM	-0,015 *** (0,000)	-0,015 *** (0,000)
OPER	0,008 (0,202)	0,008 (0,207)
Cons	0,023 (0,265)	0,022 (0,276)
R ²	0,2103	0,2105
Nombre d'observations	1417	1417

***, ** respectivement significative au seuil de 1% et 5%.

Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student.

Avec, METH est la méthode de paiement, NAT est la nature de l'opération de FA, DIVAG est une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon, AUD est la nature des auditeurs, TAIL est la taille de l'entreprise, ENDET représente l'endettement de l'entreprise, STRUC est la structure de l'actionnariat, RESULT est le niveau du résultat, BTM est le ratio book to market, et OPER est la taille de l'opération.

Il existe une relation positive significative entre la méthode de paiement et la gestion des résultats. Les dirigeants des entreprises acheteuses sont motivés à augmenter leur résultat pour influencer le ratio d'échange entre les deux entreprises. Ce ratio est inversement lié à la valeur de l'entreprise acquéreuse. En tenant compte de cette relation les dirigeants de cette dernière seront incités à gérer leurs résultats avant les opérations de fusions-acquisitions pour

minimiser le coût d'échange. Ce résultat confirme notre hypothèse H1 et coïncide avec ceux mis en évidence dans les études d'Erickson et Wang (1999), Louis (2004) et Botsari et Meek (2008), qui ont montré une relation positive entre la gestion des résultats et la méthode de paiement.

Le coefficient relatif à la variable « TAIL » est significativement négatif au seuil de 1%. Plus l'entreprise est grande, moins elle gère ses résultats à la hausse. Ce qui confirme l'hypothèse de coût politique. Selon cette hypothèse, les firmes de grandes tailles attirent l'attention des gouvernements puisqu'elles ont plus de capacité à financer le budget de l'État à travers les impôts. De ce fait, les dirigeants de ces entreprises seront incités à diminuer voire cacher leur visibilité politique en affichant un résultat faible. Cela évite d'attirer l'attention des pouvoirs publics, des syndicats et des salariés sur la situation de ces firmes.

Pour la variable « niveau de résultat », nous remarquons qu'il existe une réaction significativement positive au seuil de 1%. Ce résultat confirme les recherches conduites par Haw et al. (2004) qui ont validé l'existence d'une relation positive entre le niveau du résultat et la gestion des résultats. Toutefois, d'autres travaux de Martinez (1994), Chalayer et Dumontier (1996) et Jeanjean (2002) ont révélé une réaction négative. Nous pouvons expliquer cette relation positive par l'aspect opportuniste adopté par les dirigeants. Ces derniers gèrent le résultat soit pour atteindre les objectifs fixés afin d'éviter les sanctions du marché, soit pour des intérêts personnels pour sauver leurs réputations et même leurs travaux. Les études de Skinner et Sloan (2002) et Brown et Caylor (2005), ont montré que les entreprises qui atteignent leurs objectifs sont récompensées par une croissance de leur valeur boursière alors que ceux qui échouent la voient chutée. De plus, la gestion des résultats constitue un moyen pour maintenir une relation de confiance entre créancier et dirigeants en présentant une certaine continuité dans les résultats. Cette relation de confiance conduit les créanciers à baisser le coût de la dette (Jiang, 2007).

Une réaction significativement négative est observée au niveau de la variable explicative « BTM ». Cette variable est représentée par une variable muette, qui prend la valeur 1 si le ratio valeur comptable / valeur de marché est supérieur à 1 et 0 sinon. Elle implique que si l'entreprise acheteuse est surévaluée (ratio inférieur à 1), la gestion des résultats varie inversement avec la performance de l'entreprise. Les acquéreurs seront plus sensibles à la variation du résultat et seront par conséquent incités à gérer leurs résultats (Rau et Vermaelen, 1998 ; Skinner et Sloan, 2002). En effet, les entreprises qui ont des ratios BTM

inférieurs à 1 reflètent une valeur comptable supérieure à sa valeur marchande. Cela signifie que le marché prévoit de faibles opportunités de croissance de ces entreprises. Elles seront donc, inciter à gérer leurs résultats pour masquer leurs difficultés et leur faible performance. Les dirigeants cherchent ainsi à tromper les investisseurs sur la situation de l'entreprise et sur ses opportunités de croissance.

Guo et al. (2008), ont vérifié si l'annonce des divisions d'actions constitue un outil de gestion des résultats sur le marché américain et ont trouvé que les entreprises acheteuses américaines procèdent à des opérations de split avant les fusions-acquisitions.

Afin de tester cette hypothèse sur le marché français, nous avons ajouté une nouvelle variable « DIVAG ». Cette variable prend la valeur 1 s'il existe une annonce de division d'actions ou d'attribution d'actions gratuites une année avant la date d'annonce de fusions-acquisitions. Les résultats révèlent une réaction positive significative (au seuil de 5%) du marché français similaire à celle observée sur le marché américain. Ainsi, nous pouvons dire que les entreprises françaises utilisent les opérations sur le capital, dites opérations blanches, comme un outil pour gérer les résultats à la hausse avant les annonces de fusions-acquisitions. En outre, les dirigeants des entreprises acheteuses emploient ces outils avant les fusions-acquisitions pour maximiser la richesse de leurs actionnaires. Les actions gratuites et les divisions d'actions permettent d'améliorer la valeur boursière de l'entreprise et réduire donc, les coûts de transaction et la dilution liée à l'opération de fusions-acquisitions.

Étant donné que le marché américain considère les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites comme des opérations similaires, la seule différence réside au niveau du coefficient de division. Nous avons effectué une deuxième régression (modèle 4.2) où nous avons considéré les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites comme deux opérations différentes (cas du marché français). Les résultats montrent des résultats similaires à ceux trouvés au niveau de la première régression (modèle 4.1). Toutefois, nous remarquons que contrairement à l'annonce des divisions d'actions qui montre un effet positif significatif sur la gestion des résultats, l'annonce d'attribution d'actions gratuites rapporte un effet positif mais qui n'est pas significatif.

2. Analyse de la gestion des résultats du deuxième échantillon

Les résultats du deuxième chapitre de la première partie, ont révélé que le modèle de Kothari et al. (2005) est le plus performant pour calculer la gestion des résultats selon la méthode comptable. Ainsi, dans ce qui suit nous utiliserons ce modèle pour expliquer la gestion des résultats.

2.1. Régression selon le modèle de Kothari et al. (2005)

Pour cette régression, nous appliquons les mêmes variables explicatives utilisées précédemment. Seule la variable à expliquer qui va changer ; les *accruals* discrétionnaires seront calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). Le modèle (4.3) se présente comme suit :

$$AD_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times METH_i + \alpha_2 \times NAT_i + \alpha_3 \times DIVAG_i + \alpha_4 \times AUD_i + \alpha_5 \times TAIL_i + \alpha_6 \times ENDET_i + \alpha_7 \times STRUC_i + \alpha_8 \times RESULT_i + \alpha_9 \times BTM_i + \alpha_{10} \times OPER_i + \varepsilon_i \quad (4.3)$$

Avec pour toute entreprise i ;

AD : La variable dépendante qui correspond à la gestion des résultats mesurée par l'erreur du modèle de Kothari et al. (2005).

METH : « Méthode de paiement », une variable muette qui prend la valeur 1 si l'opération de FA s'effectue par un échange d'actions et 0 sinon.

NAT : « Nature de l'opération de FA », mesurée par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il s'agit d'une opération de restructuration et 0 sinon.

DIVAG : « Divisions d'actions ou actions gratuites », une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon.

AUD : « Nature des auditeurs », une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les auditeurs de l'entreprise acquéreuse appartient à un « Big » cabinet et 0 sinon.

TAIL : « Taille de l'entreprise », mesurée par le logarithme népérien du total actif.

ENDET : « Endettement », mesurée par le ratio « Dettes totales / Capitaux propres ».

STRUC : « Structure de l'actionnariat », qui correspond au pourcentage d'actions détenues par l'acquéreur au niveau de l'entreprise cible avant l'opération de FA.

RESULT : « Niveau du résultat », mesurée par « (résultat net – *accruals* discrétionnaires) / total actif ».

BTM : « Ratio book to market », une variable dichotomique qui est égale à 1 si le ratio “valeur comptable / valeur de marché” est supérieur à 1 et 0 sinon.

OPER : « Taille de l’opération », mesurée par une variable muette, qui prend la valeur 1 si le rapport entre actif total de l’entreprise acquéreuse et total actif de l’entreprise est inférieur à 1 et 0 sinon.

ε : Termes d’erreur du modèle.

De la même façon que ci-dessus nous allons considérer les actions gratuites et les divisions d’actions comme deux opérations différentes. Ainsi, le quatrième modèle se présente comme suit :

$$AD_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times METH_i + \alpha_2 \times NAT_i + \alpha_3 \times DIV_i + \alpha_4 \times GRAT_i + \alpha_5 \times AUD_i + \alpha_6 \times TAIL_i + \alpha_7 \times ENDET_i + \alpha_8 \times STRUC_i + \alpha_9 \times RESULT_i + \alpha_{10} \times BTM_i + \alpha_{11} \times OPER_i + \varepsilon_i \quad (4.4)$$

2.2. Résultats et analyse des régressions

Le tableau 4.6 présente les régressions relatives aux modèles (4.3) et (4.4). Au niveau de ces deux modèles, nous avons calculé les *accruals* discrétionnaires en utilisant le modèle de Kothari et al. (2005).

Les résultats de ces deux régressions révèlent des différences et des ressemblances avec ceux trouvés en utilisant le modèle de Kasznik (1999). L’examen du modèle 4.3 montre que parmi les 11 variables explicatives, six sont significatives au seuil de 1%, 5% et 10%. En effet, conformément à ce que nous avons trouvé au niveau du modèle (4.1) et (4.2), la taille de l’entreprise ainsi que le ratio book-to-market sont significativement négatifs avec la gestion des résultats. La taille de l’entreprise représente un facteur important à la gestion des résultats. Selon l’hypothèse de coût politique, les entreprises de grandes tailles préfèrent gérer leurs résultats pour éviter certaines réactions de la part de l’État (exemple : loi anti-monopole, taxations) ou de la part des syndicats et des salariés.

En utilisant le modèle de Kothari et al. (2005), la variable book-to-market affecte négativement la gestion des résultats au seuil de 5%. Les entreprises qui présentent de faibles opportunités de croissance sont plus enclines à gérer leurs résultats. Les dirigeants sont incités à modifier la situation pour contourner la mauvaise performance de leur entreprise et sauver leurs réputations. Certaines firmes recourent même à la gestion des résultats pour éviter le versement des dividendes. En effet, les entreprises qui ont des opportunités de croissance

élevées et affichent un résultat positif sont obligées d'augmenter les dividendes distribuées aux actionnaires. Ces entreprises seront plutôt motivées à financer les investissements qui sont plus rentables que les dividendes. Donc, les dirigeants seront incités à gérer le résultat pour échapper à cette augmentation.

Tableau 4. 7 : Résultat de la régression selon les deux modèles selon le modèle de Kothari et al. (2005)

Variables explicatives	modèle (4.3)	modèle (4.4)
METH	0,064 (0,545)	0,061 (0,567)
NAT	0,028 (0,610)	0,027 (0,628)
DIVAG	0,149 * (0,093)	-
DIV	-	0,179 (0,130)
GRAT	-	0,021 (0,732)
AUD	0,023 (0,641)	0,028 (0,582)
TAIL	-0,071 *** (0,000)	-0,070 *** (0,000)
ENDET	-0,121 (0,241)	-0,122 (0,241)
STRUC	0,001* (0,084)	0,001* (0,095)
RESULT	-0,730 * (0,086)	-0,730 * (0,086)
BTM	-0,058 ** (0,015)	-0,057 ** (0,017)
OPER	0,068 ** (0,011)	0,068 ** (0,011)
Cons	0,383 *** (0,000)	0,375 *** (0,000)
R ²	0,1833	0,1836
Nombre d'observations	1417	1417

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%.

Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student.

Avec, METH est la méthode de paiement, NAT est la nature de l'opération de FA, DIVAG est une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon, AUD est la nature des auditeurs, TAIL est la taille de l'entreprise, ENDET représente l'endettement de l'entreprise, STRUC est la structure de l'actionnariat, RESULT est le niveau du résultat, BTM est le ratio book to market, et OPER est la taille de l'opération.

De plus, une réaction positive est observée entre les opérations sur le capital ; l'attribution d'actions gratuites et les divisions d'actions, et les « *accruals* » discrétionnaire au seuil de 10%. Toutefois, la séparation des deux opérations montre une réaction positive mais qui n'est pas significative. Ainsi, il existe une relation positive entre les divisions d'actions et la gestion du résultat mais cette réaction reste non significative.

Par ailleurs, le tableau 4.6 montre que la variable « RESULT » a un effet négatif significatif sur la gestion des résultats. Ce résultat corrobore ceux de Martinez (1994) et Boutant (2010). Les dirigeants des entreprises acheteuses adoptent la gestion des résultats pour des raisons opportunistes. Ils cherchent à travers cette manipulation à cacher la mauvaise performance de leur entreprise.

De plus, cette relation négative confirme les travaux de Waterhouse et al. (1993). En effet, certaines entreprises diminuent leurs bénéfices par le recours à la gestion du résultat pour échapper à l'augmentation des salaires et maintenir une rémunération constante. En outre, le risque de demander une augmentation de salaire est moins important pour les entreprises qui annoncent des pertes ou des résultats faibles (D'Souza et al. 2001).

Enfin, les dirigeants peuvent gérer leurs résultats à la baisse afin de présenter un résultat moins élevé et réduire, par ce biais, le montant des impôts (Roubi et Richardson, 1998 ; Breton et Schatt, 2003).

La variable « STRUC » relative à la structure de l'actionnariat est significativement positive au seuil de 10%. Ce qui confirme l'hypothèse H8_a et rejette H8_b.

En effet, le contexte français est caractérisé par un actionnariat concentré. Le recours aux opérations de fusions-acquisitions peut modifier la structure et atténuer cette concentration ce qui entraîne une perte du pouvoir ainsi qu'une dilution des bénéfices.

Ainsi, la présence des actionnaires détenant une part substantielle de leur société et qui se sentent exposés directement aux effets de dilution de l'opération, encourage les dirigeants à adopter la gestion des résultats afin de limiter les effets dilutifs.

Nous remarquons également que la variable « OPER » relative à la taille de l'opération, est significativement positive au seuil de 10%. Cette variable représente les bénéfices économiques attendus d'une telle opération de fusions-acquisitions. Plus la valeur de l'entreprise cible est supérieure à celle de l'entreprise acheteuse, plus les bénéfices

attendus d'une telle opération sont élevés. Donc ces bénéfices économiques motivent les dirigeants à gérer leurs résultats (Erickson et Wang, 1999 ; Boutant, 2010).

Le reste des variables explicatives montrent des signes similaires à ceux trouvés dans la littérature mais qui ne sont pas significatifs. En effet, pour les variables « METH », « NAT » et « AUD » une réaction positive non significative est observée avec la gestion des résultats.

Une synthèse des différentes réactions et signes observés est présentée dans le tableau 6.

Tableau 4. 8 : Synthèse des différents résultats

Variable	Indicateur	Signe attendu	Signe trouvé selon le modèle de Kasznik (1999)	Signe trouvé selon le modèle de Khothari et al. (2005)
Méthode de paiement	METH	+	+	+
Nature de l'opération de Fusions-acquisitions	NAT	+	-	+
Divisions d'actions	DIV	+	+	+
Actions gratuites	GRAT	+ ou -	+	+
Nature des auditeurs	AUD	-	-	+
Taille de l'entreprise	TAIL	-	-	-
Endettement	ENDET	+ ou -	+	-
Structure de l'actionnariat	STRUC	+ ou -	-	+
Niveau du résultat	RESULT	+ ou -	+	-
Ratio book to market	BTM	-	-	-
Taille de l'opération	OPER	+	+	+

3. La relation entre gestion des résultats, actions gratuites et divisions d'actions

Les résultats trouvés mettent en exergue la capacité des différentes variables à détecter la présence de gestion des résultats. Nous remarquons que nos conclusions corroborent la plupart des résultats obtenus dans les recherches antérieures. Ils viennent renforcer les rares études effectuées sur le marché français. Par ailleurs, nous avons introduit une nouvelle variable les opérations sur le capital avant les annonces de fusions-acquisitions. Les résultats ont révélé une réaction positive significative, ce qui nous conduit à dire que ces opérations

sont des outils de gestion des résultats avant les opérations de fusions-acquisitions. La distinction entre ces deux types d'opérations (les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites) nous a permis de mettre en évidence des résultats originaux sur le marché français. En effet, contrairement au marché américain, qui distingue les divisions d'actions des actions gratuites par le facteur de division, il existe sur le marché français une distinction juridique entre ces deux opérations. En considérant les actions gratuites et les divisions d'actions comme deux opérations différentes dans notre échantillon, les résultats ont montré que la présence de division d'actions affecte positivement et significativement la gestion des résultats en utilisant la méthode des cash-flows pour calculer les *accruals* totaux et elle est positive mais non significative en utilisant la méthode comptable. En revanche l'annonce des attributions d'actions gratuites entraîne un effet positif mais qui n'est pas significative selon les deux méthodes. En tenant compte de ces résultats, on peut considérer que seules les divisions d'actions sont considérées comme un outil de gestion des résultats avant les fusions-acquisitions. Ce résultat a été confirmé par le modèle de Kasznik (1999) en utilisant la méthode des cash-flows.

Ainsi, Les dirigeants des entreprises recourent à la gestion des résultats pour dissimuler leurs dépenses inutiles et leurs investissements non rentables. Cela leur permet de sauver leurs notoriétés et d'instaurer une relation de confiance avec les investisseurs en affichant un résultat positif croissant.

De plus, soucieux de maximiser la richesse des actionnaires, les dirigeants peuvent adopter des choix comptables en s'engageant dans des opérations sur le capital avant les annonces de fusions-acquisitions. Ces opérations dites blanches, plus précisément les divisions d'actions, n'ont aucun coût apparent. Le caractère informatif qui accompagne l'annonce des opérations sur le capital influence la valorisation boursière de l'entreprise. Cette réaction positive permet aux dirigeants de profiter de la situation en procédant à des opérations de fusions-acquisitions. Ils investissent dans les divisions d'actions afin de gonfler leur prix ou d'empêcher la baisse de leur valeur surestimée avant les opérations de fusions-acquisitions. Étant donné le ratio d'échange est inversement lié au cours des actions de l'entreprise acquéreuse, celle-ci est encouragée à augmenter le prix estimé de ses actions. Dès lors, plus la valeur des actions de la firme acquéreuse est élevée, plus le ratio d'échange diminuera et le coût d'acquisition de la société cible sera inférieur. Ce gain permet de préserver la richesse des actionnaires et améliore l'image des dirigeants. Il y a une réduction

du coût de transaction et une diminution de la dilution des parts de capital pour les actionnaires.

Notre recherche permet aussi aux dirigeants de la cible de vérifier la fiabilité des informations publiées par l'acquéreuse et de se protéger contre ce type de gestion des résultats. La présence des opérations de division d'actions avant les fusions-acquisitions alerte les dirigeants de la cible de la surévaluation de l'entreprise acquéreuse. Cela permet de prendre les mesures nécessaires pour échapper à la perte de valeur de l'entreprise.

Eu égard au nombre important des opérations de fusions-acquisitions qui ont été caractérisées par un échec associé avec l'augmentation du nombre des scandales financiers, notre étude peut être utilisée pour renforcer le contrôle managérial. En effet, avant de se lancer dans une opération de fusion-acquisition, les dirigeants des entreprises cible peuvent vérifier si les entreprises acheteuses n'ont pas procédé à des opérations de division d'action avant de faire leur annonce. La prise en compte de ces opérations blanches permet une meilleure évaluation de l'entreprise acheteuse et permet ainsi d'éviter un échec de l'opération.

Enfin, la présence des divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions permet aux créanciers de douter de la crédibilité des résultats de l'entreprise. Pour se protéger, ces derniers peuvent utiliser cette information pour instaurer des clauses d'endettement plus sévères.

Conclusion

L'objectif principal de ce chapitre était d'étudier la relation qui existe entre les opérations sur le capital (les attributions d'actions gratuites et les divisions d'actions) et la gestion des résultats. Après avoir présenté notre échantillon et défini les mesures des différentes variables, nous avons testé nos hypothèses portant sur la gestion des résultats avant l'annonce des fusions-acquisitions.

Dans notre étude, deux méthodes ont servi pour calculer les *accruals* totaux ; la méthode des cash-flows et la méthode comptable. Pour la première nous avons utilisé le modèle de Kasznik (1999) pour valider l'existence de la gestion des résultats et le modèle de Kothari et al. (2005) pour la deuxième. Les résultats obtenus en utilisant les deux modèles montrent une certaine ressemblance. La taille de l'entreprise et le ratio book-to-market sont négativement et significativement associés à la gestion des résultats. Ces constatations sont

cohérentes avec le cadre théorique de la gestion des résultats présenté au niveau du premier chapitre de la thèse. Ainsi ces résultats valident respectivement l'hypothèse H6 et H10.

Par ailleurs, le modèle de Kasznik (1999) valide l'hypothèse H1 selon laquelle l'annonce d'acquisition par échange d'actions provoque une réaction positive significative avec la gestion des résultats. Cette variable a affiché la même réaction mais non significative avec le modèle de Kothari et al. (2005). Une autre différence a été observée entre les deux modèles. Une réaction positive de la taille relative de l'opération par rapport à la gestion des résultats est vérifiée par le modèle de Kothari et al. (2005). Un effet qui n'était pas observé avec le modèle de Kasznik (1999). Ainsi l'hypothèse H11_a est validée par le modèle de Kothari et al. (2005).

Ce chapitre nous a permis aussi d'examiner la relation positive qui existe entre les opérations sur le capital et la gestion des résultats. Cette dépendance entre les deux variables a été confirmée en utilisant les deux méthodes. Toutefois, seul le modèle de Kasznik (1999) a révélé une réaction positive significative entre la gestion des résultats et les divisions d'actions. Ainsi, deux implications majeures justifient l'utilisation des divisions d'actions pour gérer le résultat. D'une part, cette opération sur le capital est considérée comme un outil de gestion des résultats qui permet aux dirigeants des entreprises acheteuses de participer aux opérations de fusions-acquisitions à moindre coût. D'autre part, cet outil permet aux entreprises cibles de vérifier la fiabilité des résultats annoncés et de contrôler ainsi de telles manipulations.

CONCLUSION GENERALE

Les nombreux scandales financiers observés au début du vingt-et-unième siècle sur les marchés financiers, ont incité les chercheurs à centrer leurs études sur la qualité des informations financières et comptables publiées par les entreprises. En effet, la gestion des résultats a fait l'objet d'une littérature abondante au cours de ces dernières années.

L'augmentation du nombre des opérations de fusions-acquisitions qui ont été caractérisées par un échec associé avec l'augmentation du nombre des scandales financiers ont été à l'origine de cette recherche.

Compte tenu de l'importance de ces opérations souvent observées sur le marché financier, nous avons cherché par la présente étude à approfondir les recherches portant sur la gestion des résultats en introduisant des nouvelles variables qui n'ont pas été utilisées dans la littérature : les opérations sur le capital.

Au niveau de ce travail doctoral, nous avons tout d'abord, cherché à identifier le modèle de calcul de gestion des résultats le plus efficace. Ensuite, nous avons étudié la relation qui existe entre la gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions et les opérations sur le capital à savoir les divisions d'actions et les attributions d'actions gratuites. En outre, nous avons vérifié si ces deux opérations constituent un outil de gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions.

Afin de répondre à nos questions de recherche, nous avons été conduits à effectuer plusieurs choix dans notre étude. Tout d'abord, pour mieux comprendre ce phénomène de gestion des résultats, nous nous sommes intéressés aux opérations de fusions-acquisitions réalisées sur le marché français. Plusieurs raisons ont motivé ce choix, entre autres, le nombre important de fusions-acquisitions en France sur la période de notre étude ainsi que le cadre institutionnel des opérations sur le capital sur ce marché.

De plus, dans notre étude, nous avons écarté les entreprises financières de notre échantillon car elles représentent des règles comptables et des publications des informations financières différentes par rapport aux autres entreprises. Ce qui peut fausser nos résultats et nos interprétations.

Enfin, pour mesurer la gestion des résultats, nous n'avons pas pu tester tous les modèles développés dans la littérature, pour des raisons de disponibilité de données. Ainsi,

nous avons gardé six modèles pour effectuer notre comparaison et choisir le modèle le plus efficace.

Afin de mener à bien ce travail, nous avons découpé notre étude en deux parties. Une première où nous avons choisi le modèle de calcul de gestion des résultats et une deuxième pour étudier les déterminants de la gestion des résultats.

Pour ce faire, cette première partie a été divisée en deux chapitres. Dans le premier, nous avons présenté une revue des fondements théoriques de la gestion des résultats. Dans le deuxième, nous avons déterminé le modèle le plus efficace pour mesurer la gestion des résultats.

Cinq principales motivations incitent les dirigeants à adopter la gestion des résultats. La première théorie est la théorie de l'agence : la mise en place de plans d'intéressement aux dirigeants constitue une des incitations à la gestion des résultats.

La théorie politico-contractuelle est la deuxième théorie. Elle est considérée comme une des premières motivations avancée par les chercheurs pour expliquer le recours à des décisions comptables affectant le résultat de l'entreprise. Les auteurs ont avancé trois facteurs explicatifs : la rémunération, l'endettement et la taille.

La gestion des résultats pour atteindre les seuils est la troisième théorie qui consiste à utiliser les outils comptables nécessaires pour atteindre un niveau déterminé de résultat anticipé.

Ensuite, nous avons présenté la théorie d'enracinement des dirigeants. Elle considère que les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour augmenter leurs parts et s'enraciner encore plus au sein de l'entreprise.

La dernière théorie est la théorie du signal ; elle considère qu'il existe deux types de signaux qui expliquent l'utilisation de la gestion des résultats : un signal informationnel et un signal opportuniste.

Dans le deuxième chapitre de cette partie, nous avons comparé les différents modèles de calcul de la gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions. En effet, pour apporter des justifications empiriques sur la relation qui existe entre la gestion des résultats et les opérations sur le capital avant des fusions-acquisitions, il faut d'abord vérifier le recours des entreprises acheteuses à la gestion des résultats. De nombreuses études ont tenté de mesurer la gestion des résultats. La plupart de ces recherches utilisent la méthode des *accruals* appelée aussi variables comptables de régularisation. Les *accruals* totaux sont décomposés en *accruals* discrétionnaires et *accruals* non discrétionnaires. Seule la partie discrétionnaire

sujette à la manipulation comptable et peut être influencée par les décisions des dirigeants. Plusieurs modèles ont été développés pour calculer la gestion des résultats. En tenant compte de la disponibilité des données, nous avons retenu dans notre thèse les six modèles les plus connus et les plus utilisés dans la littérature. Ces modèles sont le modèle de Jones (1991), le modèle modifié de Jones (1991) par Dechow et al. (1995), le modèle de Kasznik (1999), le modèle de Dechow et al. (2003), le modèle de Kothari et al. (2005) et le modèle de Cormier et Martinez (2006).

Deux méthodologies ont été utilisées pour réaliser la comparaison entre ces différents modèles : la méthode comptable et la méthode des cash-flows (pour le calcul des *accruals* totaux). Pour chacune de ces deux méthodes, nous avons utilisé six modèles pour calculer la gestion des résultats. Les régressions de ces modèles ont abouti à des bilans différents. Ainsi, pour le calcul des *accruals* totaux selon la méthode comptable, le modèle (2) de Kothari et al. (2005) représente le modèle le plus efficace puisqu'il permet de minimiser la perte d'information.

Le calcul des *accruals* totaux selon la méthode des cash-flows a montré des résultats différents. En effet, le modèle retenu pour calculer les *accruals* non discrétionnaires est le modèle de Kasznik (1999) selon le critère d'information AIC et BIC. Ces deux modèles ont été utilisés dans le quatrième chapitre afin d'expliquer la gestion des résultats des entreprises françaises qui ont annoncé des opérations de fusions-acquisitions.

La deuxième partie est également divisée en deux chapitres. Dans le premier, nous avons examiné les opérations de division d'actions et les attributions d'actions gratuites et leurs relations avec la gestion des résultats dans le cadre de fusions-acquisitions. Les entreprises utilisent assez souvent ces deux types d'opérations sur le capital malgré qu'elles ne créeraient ni détruiraient la valeur de l'entreprise. L'étude de recherches antérieures nous a révélé l'existence de quatre hypothèses qui expliquent l'utilisation des entreprises des actions gratuites et des divisions d'actions.

La première hypothèse est celle du signal. Disposant d'informations sur la future situation de l'entreprise, les dirigeants prennent certaines décisions pour signaler au marché la bonne situation de leurs organisations en divulguant des informations privilégiées de leurs entreprises. Les opérations sur le capital, à savoir l'attribution des actions gratuites et les divisions d'actions représentent un outil pour signaler certaines informations concernant la

situation de la société et contribuent ainsi à une réduction d'asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes.

La deuxième hypothèse porte sur le « *optimal trading range* ». Elle stipule que les dirigeants procèdent à ces attributions d'actions gratuites et des divisions d'actions afin d'améliorer la stabilité et la liquidité des actions en présentant leurs cours des actions dans une certaine plage optimale.

L'hypothèse de « *tick size hypothesis* » est la troisième hypothèse étudiée dans la littérature. Elle considère que ces opérations sur le capital permettent de maintenir l'échelon de cotation (ou pas de cotation) à un niveau optimal. Une nouvelle hypothèse a été proposée par Guo et al. (2008) pour expliquer le recours des entreprises aux divisions d'actions avant les opérations de fusions-acquisitions. Il s'agit de l'hypothèse de manipulation de valeur « *the value manipulation hypothesis* ». En effet, les entreprises acquéreuses divisent leurs actions afin de gonfler leur valeur marchande ou pour empêcher leurs prix surestimés de diminuer avant l'annonce de l'opération d'acquisition.

Dans le deuxième chapitre de cette partie, nous avons vérifié les différentes variables qui peuvent influencer la gestion des résultats. Nous avons aussi ajouté une nouvelle variable : les opérations sur le capital pour examiner si l'annonce de division d'actions et les attributions d'actions gratuites sont considérées comme des outils de gestion des résultats. Dans un premier temps, nous avons considéré ces deux opérations comme une seule et unique opération. En effet, l'attribution d'actions gratuites et les divisions d'actions sont deux opérations sur le capital qualifiées comme des opérations blanches puisqu'elles n'apportent pas de nouvelles ressources à l'entreprise. Dans un deuxième temps, nous avons traité les divisions d'actions et les actions gratuites comme étant deux opérations différentes, étant donné qu'il existe une certaine différence entre ces deux types d'opérations sur le capital.

Les résultats de ce chapitre nous ont permis d'observer une relation positive qui existe entre les divisions d'actions et la gestion des résultats. Cette dépendance entre les deux variables a été confirmée en utilisant le modèle de Kasznik (1999). Il existe également une relation positive entre les actions gratuites et la gestion des résultats avant les fusions-acquisitions mais cette réaction n'est pas significative.

Ainsi, ces résultats mettent en exergue l'effet des divisions d'actions sur la gestion des résultats avant les fusions-acquisitions. Deux implications majeures justifient l'utilisation de

ce type d'opération sur le capital pour gérer le résultat. D'une part, assimilée à des manipulations comptables avant des opérations de fusions-acquisitions, les divisions d'actions sont considérées comme un outil de gestion des résultats qui permet aux dirigeants des entreprises acheteuses de participer aux opérations de fusions-acquisitions avec le moindre coût. D'autre part, cet outil permet aux entreprises cibles de vérifier la fiabilité des résultats annoncés et de contrôler ainsi de telles manipulations.

Partant de l'objectif de notre thèse qui correspond à vérifier si les divisions d'actions et les actions gratuites sont considérées comme des outils de gestion des résultats avant des opérations de fusions-acquisitions, nous finalisons cette recherche en présentant les différents résultats et contributions tirés de notre thèse. Un double constat a été observé : le premier est d'ordre théorique et le deuxième est d'ordre empirique.

Au niveau théorique, nous avons effectué une présentation détaillée des différentes approches conceptuelles sur la gestion des résultats et sur les opérations de division d'actions et d'attribution d'actions gratuites. De plus, une synthèse des différentes théories relatives à la gestion des résultats et aux opérations sur le capital a été développée. Enfin, nous avons identifié les différents modèles de calcul de la gestion des résultats.

Sur le niveau empirique, cette recherche a permis d'aborder plusieurs questions relatives à la gestion des résultats. Dans un premier temps, elle nous a conduits à présenter les deux modèles les plus efficaces pour mesurer la gestion des résultats avant l'annonce des fusions-acquisitions : le modèle de Kasznik (1999) selon la méthode des cash-flows et le modèle (2) de Kothari et al. (2005) selon la méthode comptable. A la lumière de ces résultats, les chercheurs utiliseront ces deux modèles comme références pour mesurer la gestion des résultats.

Dans un second temps, notre recherche a permis de développer les applications de ce champ de recherche peu étudiées sur le marché français.

Dans un troisième temps, l'introduction des actions gratuites et des divisions d'actions comme une seule variable a révélé une réaction positive significative avec la gestion des résultats. Ces opérations influencent donc, la gestion des résultats avant les opérations de fusions-acquisitions. La considération des actions gratuites et des divisions d'actions comme deux opérations différentes nous a permis de constater que les divisions d'actions affectent positivement et significativement la gestion des résultats. En revanche, l'annonce des

attributions d'actions gratuites entraîne un effet positif mais qui n'est pas significatif. Malgré la ressemblance entre ces deux opérations, seules les divisions d'actions sont considérées comme un outil de gestion des résultats avant les fusions-acquisitions.

Dans un quatrième et dernier temps, les résultats positifs entre la gestion des résultats et les divisions d'actions ont permis d'apporter une contribution originale sur les déterminants de la gestion des résultats avant les annonces de fusions-acquisitions. En effet, les conclusions trouvées mettent en évidence les divisions d'actions comme un outil de gestion des résultats. Ainsi, nos résultats peuvent être utilisés par les différentes parties prenantes. Tout d'abord, nos conclusions permettent aux dirigeants de la cible de vérifier la fiabilité des informations publiées par la société acquéreuse. La présence des opérations de division d'actions avant des fusions-acquisitions alerte les dirigeants de la cible sur la surévaluation de l'entreprise acquéreuse, ce qui leur permet de prendre les mesures nécessaires pour échapper à la perte de valeur de leurs entreprises. La prise en compte de ces opérations blanches contribue à une meilleure évaluation de l'entreprise acheteuse et permet ainsi d'éviter un échec de l'opération de fusion-acquisition. Ensuite, l'utilisation des divisions d'actions engendre une augmentation des valeurs des actions de l'entreprise acquéreuse. Ceci permet aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse de sous évaluer la cible et profiter donc de l'opération de fusion-acquisition. Enfin, la présence des divisions d'actions avant des opérations de fusions-acquisitions permet aux créanciers de douter de la crédibilité des résultats de l'entreprise. Pour se protéger, ces derniers peuvent utiliser cette information pour instaurer des clauses d'endettement plus sévères.

Malgré les contributions citées ci-dessus, cette recherche n'est pas exempte de limites. La plus importante réside dans le nombre réduit des entreprises qui ont effectué des opérations sur le capital avant les opérations de fusions-acquisitions. De cette manière, un échantillon plus élevé permettrait d'améliorer la significativité des résultats trouvés.

Une deuxième limite concerne la non prise en compte de certains modèles de calcul des accruals non discrétionnaires. En effet, dans le deuxième chapitre nous avons effectué une étude comparative des différentes mesures de la gestion des résultats. Dans cette comparaison, nous n'avons pas utilisé tous les modèles développés dans la littérature à cause de l'indisponibilité de certaines données.

Dans notre thèse, nous avons montré que les opérations sur le capital sont considérées comme un outil de gestion des résultats qui permet aux dirigeants des entreprises acheteuses de participer aux opérations de fusions-acquisitions avec le moindre coût et profiter ainsi de l'opération. Il sera donc, intéressant de vérifier si les entreprises cibles peuvent utiliser ces opérations sur le capital comme un outil de protection contre des fusions-acquisitions hostiles.

BIBLIOGRAPHIE

- Aboody, D. et Kaznik, R. (2000). « CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures ». *Journal of Accounting and Economics* 29(1): 73-100.
- Adaoglu, C. et Lasfer, M. (2011). « Why Do Companies Pay Stock Dividends? The Case of Bonus Distributions in an Inflationary Environment ». *Journal of Business Finance and Accounting* 38(5): 601-627.
- Ahmed, A. S., Takeda, C. et Thomas, S. (1999). « Banking loan loss provisions: A reexamination of capital management, earnings management and signaling effects ». *Journal of Accounting and Economics* 28: 1-25.
- Allen, L. et Saunder, A. (1992). « Bank window dressing: theory and evidence ». *Journal of Banking and Finance* 16: 585-623.
- Altamuro, J., Beatty, A. et Weber, J. (2005). « Motives for early revenue recognition: Evidence from SEC staff accounting bulletin (SAB 101) ». *The Accounting Review* 80(2): 373-402.
- Al-Yahyaee, K-H. (2013). « The effect of a reduction in price discreteness on ex-day stock returns in a unique environment ». *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 23: 283-294.
- Anderson, H. D., Chi, J., Ing-aram, C. et Liang, L. (2011). « Stock dividend puzzles in China ». *Journal of the Asia Pacific Economy* 16(3): 422-447.
- Angel, J.(1997). « Tick size, share prices, and stock splits ». *The Journal of Finance* 52(2): 655-681.
- Arnold, T. et Lipson, M. (1997). « Tick Size and Limit Order Execution: An Examination of Stock Splits». Working paper, University of Georgia.
- Asano, T., Ishii, Y., Nakayama, S. et Tashiro, T. (2007). « Earnings management and the market performance of acquiring firms in stock-for stock mergers-evidence from Japan ». 30th annual congress of European accounting association conference, Lisbonne.

- Ashiq, A., et Weining, Z. (2015). « CEO tenure and earnings management ». *Journal of Accounting and Economics* 59: 60-79.
- Asquith, P., Healy, P. et Palepu, K. (1989). « Earnings and stock splits ». *The Accounting Review* 64: 387-403.
- Audas, J. (1993). « Le window-dressing ou l'habillage des bilans ». *Option Finance*, n°242.
- Avelé, D. (2013). « La théorie positive de la comptabilité : aspects théoriques et critiques ». *Cahier électronique de la faculté d'administration*, Cahier 02-2013- Canada.
- Baik, B., Kang, J-K. et Morton, R.M. (2007). « Earnings management in takeovers of privately held targets ». SSRN working paper series,
- Baker, H. K., et Gallagher, P. L. (1980). « Management's view of stock splits ». *Financial Management* 9(2): 73-77.
- Baker, H.K. et Phillips, A. L. (1993). « Why companies issue stock dividends ». *Financial Practice and Education* 3(2): 29-37.
- Baker, H.K. et Powell, G.E. (1993). « Further evidence on managerial motives for stock splits ». *Quarterly Journal of Business and Economics* 32(3): 20-31.
- Ball, R. et Brown, P. (1968). « An empirical evaluation of accounting income numbers ». *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Bartov E., Ferdinand A.G. et Tsui J.S.L. (2000). « Discretionary accruals models and audit qualifications ». *Journal of accounting and economics* 30: 421-452.
- Bar-Yosef, S. et Brown, L.D. (1977). « A reexamination of stock splits using moving betas ». *Journal of Finance* 32: 1069–1080.
- Bauwhede, H.V., Willekens, M. et Gaeremynck, A. (2003). « Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management ». *The International Journal of Accounting* 38: 1–22.

Beaver, W., Clarke, R. et Wrihgt, W. (1979). « The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors ». *Journal of Accounting Research* 17: 316-340.

Bechmann, K.L. et Raaballe, J. (2007). « The Differences Between Stock Splits and Stock Dividends: Evidence on the Retained Earnings Hypothesis ». *Journal of Business Finance and Accounting* 34: 574-604.

Becker, C.L., Defond, M.L., Jiambalvo, J. et Subramanyam, K.R. (1998). « The effect of audit quality on earnings management ». *Contemporary accounting research* 15(1): 1-25.

Benkraiem, R. (2009). « Does The Presence Of Independent Directors Influence Accruals Management? ». *The Journal of Applied Business Research* 25(6): 77-86.

Ben Othman, H., El Younsi, B. et Zéghal, D. (2007). « Analyse des déterminants de la gestion des résultats : cas des firmes tunisiennes, françaises et canadiennes ». *Repères et Perspectives en Management et Développement* 10 : 21-47

Berk, J., DeMarzo, P., Capelle-Blancard, G. et Couderc, N. (2014). « Finance d'entreprise ». 3eme édition, Pearson.

Berle, A. A. et Means, G. C. (1932). « The modern corporation and private property ». New York, Macmillan.

Bhattacharya, S. (1979). « Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy ». *The Bell Journal of Economics* 10(1): 259-270.

Boehme, R. D. et Danielsen, B. R. (2007). « Stock-split post-announcement returns: Underreaction or market friction? ». *Financial Review* 42: 485-506.

Botsari, A. et Meeks, G. (2008). « Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? ». *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (5-6): 633-670.

Boudabbous-Gassara, A. et Abaoub E. (2007). « La gestion des résultats Lors des introductions en bourse est-elle informative ? ». *Comptabilité et Environnement*. France.

Boutant, J. et Verdier, M-A. (2015). « Les incitations à la gestion des résultats des sociétés absorbantes. Le cas des fusions-absorptions françaises ». *Revue Française de Gestion* 252 : 33-50.

Boutant J. (2010). « Les déterminants de la gestion des résultats lors des fusions : étude des sociétés absorbantes initiatrices et cibles ». *Crises et nouvelles problématiques de la valeur*, Nice, France.

Bowen, R.M., Noreen, A.W. et Lacey, J.M. (1981). « Determinants of the corporate decision to capitalize interest ». *Journal of Accounting and Economics* 3: 151-179.

Boynton, C.E., Dobbins, P.S. et Plesko, G. A. (1992). « Earnings Management and the Corporate Alternative Minimum Tax ». *Journal of Accounting Research*, Supplément.30(3): 131-153.

Brennan, M.J et Copeland T.E. (1988). « Stock splits, stock prices, and transactions costs ». *Journal of Financial Economics* 22: 83-101.

Brennan, M.J. et Hughes, P. (1991). « Stock Price and the Supply of Information », *Journal of Finance* 46(5): 1665-1691.

Breton, G. et Schatt, S. (2003). « Manipulation comptable : les dirigeants et les autres parties prenantes ». Working papers CREGO, Université de Bourgogne, Centre de recherches en gestion des organisations.

Breton, G. et Taffler, R.J. (1995). « Creative accounting and investment analyst response ». *Accounting and Business Research* 25: 81-92.

Briciu L. et Nivoix S. (2009), « Mise en perspective d'un siècle de fusions-acquisitions en Europe et aux États-Unis ». *Management et Avenir* 6(26): 52-73.

Brown, L. et Caylor, M. (2005). « A temporal analysis of quarterly earnings thresholds : propensities and valuation consequences ». *The Accounting Review* 80(2): 423-440.

Buckley, P.J. et Hashai, N. (2009). « Formalizing internationalization in the eclectic paradigm ». *Journal of International Business Studies* 40(1): 58-70.

- Burgstahler, D. et Dichev, I. (1997). « Earnings management to avoid earnings decreases and losses ». *Journal of Accounting and Economics* 24: 99-126.
- Byun, J. et Rozeff, M.S. (2003). « Long-run performance after stock splits: 1927 to 1996 ». *Journal of Finance* 58: 1063-1085.
- Caby, J., Hirigoyen, G. et Prat dit Hauret, C. (2013). « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise ». 4^{ème} édition ECONOMICA.
- Cahan, S. (1992). « The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political cost hypothesis ». *The Accounting Review* 67(1): 77-95.
- Caramanis, C. et Lennox, C. (2008). « Audit effort and earnings management ». *Journal of Accounting and Economics* 45(1): 116-138.
- Cavalier, G. et Staub, T. (2010). « Les fusions-acquisitions et l'analyse économique du droit : approche comparée France-Etats-Unis ». *Recueil Dalloz*, pp. 2-17.
- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. et Joobs, P. (2011). « Accounting choice and future performance: The case of R&D accounting choice in France ». *Journal of Accounting and Public Policy* 10(2): 145-165.
- Chalayer, S. (1995). « Le lissage des résultats: éléments explicatifs avancés dans la littérature ». *Comptabilité, Contrôle, Audit*. 1(2) : 89-104.
- Chalayer, S., Degeorge, F. et Le Nadant, A-L. (2001). « Objectifs de la gestion des résultats et marchés financiers ». *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, pp 235-249.
- Chalayer, S. et Dumontier, P. (1996). « Performances économiques et manipulations comptables : une approche empirique ». 17^{ème} congrès annuel de l'association francophone de comptabilité, Valenciennes.
- Charest, G. (1978). « Split Information, Stock Returns and Market Efficiency ». *Journal of Financial Economics* 6: 265-296.
- Chatterjee, S., Hadi, A.S. et Price, B. (2000). « Regression analysis by example ». 3^{ème} Edition, Wiley VCH, New York.

- Chen, H., Nguyen, H.H. et Singal, V. (2011). « The information content of stock splits ». *Journal of Banking and Finance* 35(9): 2454-2467.
- Chen, S., Thomas, J. et Zhang, F. (2016). « Spring-loading future performance when no one is looking? Earnings and cash flow management around acquisitions ». *Review of Accounting Studies* 21(4) : 1081–1115.
- Chern, K.Y., Tandon, K., Yu, S. et Webb, G. (2008). « The information content of stock split announcements: Do options matter? ». *Journal of Banking and Finance* 32(6): 930-946.
- Christie, A.A. et Zimmerman J.L. (1994). « Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests ». *The Accounting Review* 69(4): 539-566.
- Colasse, B. (2000). « Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit ». Edition Economica.
- Conrad, J. et Conroy, R. (1994). « Market Microstructure and the Ex-Date Return ». *The Journal of Finance* 49(4): 1507-1519.
- Conroy, R. M. et Harris, R. S. (1999). « Stock splits and information: the role of share price ». *Financial Management* 28: 28-40.
- Conroy, R. M. Harris, R. et Benet, B. (1990). « The Effects of Stock Splits on Bid– Ask Spread ». *Journal of Finance*, 45(4): 1285–95.
- Copeland, T. E. (1979). « Liquidity changes following stock splits ». *Journal of Finance* 34(1): 115-141.
- Copeland, R.M. (1968). « Income smoothing ». *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting, Selected Studies* 6 (supplement): 101-116.
- Cormier, D. (2002). « Comptabilité anglo-saxonne et internationale ». Paris: Economica.
- Cormier, D. et Magnan, M. (1995). « La gestion stratégique des résultats : le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne ». *Comptabilité-Contrôle-Audit* 1(1): 45-61.

Cormier, D., Magnan, M. et Morard B. (1998). « La gestion stratégique des résultats : le modèle anglo-saxon convient-il au contexte Suisse ? ». *Comptabilité-Contrôle-Audit* 4(1): 25-48.

Cormier, D. et Martinez, I. (2006). « The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: evidence from french IPOs ». *The international journal of accounting* 41: 209-236.

Daadaa, W. et Rajhi, M.T. (2013). « Actions gratuites, dividendes et microstructure du marché ». *La Revue des Sciences de Gestion* 258(6): 35-42.

Das, S. et Zhang, H. (2003). « Rounding-up in reported EPS, behavioral thresholds, and earnings management ». *Journal of accounting and economics* 35(1): 31-50.

DeAngelo, L. (1981). « Auditor size and audit quality ». *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 183-199.

DeAngelo, L. (1986). « Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management Buyouts of public stockholders ». *The Accounting Review* 61: 400-420.

DeAngelo, L. (1990). « Equity valuation and corporate control ». *The Accounting Review* 65: 93-112.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. E. et Skinner, D. J. (1994). « Accounting choice in troubled companies ». *Journal of Accounting and Economics* 17: 3-29.

De Bourmont, M. (2012). « La résolution d'un problème de multicollinéarité au sein des études portant sur les déterminants d'une publication volontaire d'informations: proposition d'un algorithme de décision simplifié basé sur les indicateurs de Belsley, Kuh et Welsch (1980) ». *Comptabilités et innovation, Grenoble, France*.

Dechow, P.M. (1994). « Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals ». *Journal of Accounting and Economics* 18: 3-42.

Dechow, P.M., Richardson, S. et Tuna, I. (2003). « Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation ». *Review of accounting studies* 8: 355-384.

Dechow, P.M. et Skinner, D.J. (2000). « Earning management reconciling the view of accounting academics partitioners, and regulators ». *Accounting Horizons* 14: 235-250.

Dechow, P.M., Sloan, R. (1991). « Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation ». *Journal of Accounting and Economics* 14: 51-89.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. et Sweeney, A.P. (1995). « Detecting Earnings Management ». *The Accounting Review* 70(2): 193-225.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. et Sweeney, A.P. (1996). « Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC ». *Contemporary Accounting Research* 13: 1-36.

DeFond, M.L. et Jiambalvo, J. (1994). « Debt covenant violations and manipulation of accruals ». *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.

DeFond, M.L. et Park, C.W. (1997). « Smoothing income in anticipation of future earnings ». *Journal of Accounting and Economics* 23: 115-139.

DeGeorge, F., Patel, J. et Zeckhauser, R. (1999). « Earnings management to exceed thresholds ». *The Journal of Business* 72 (1): 1-33.

Delesalle, F. (2001). « Réalités de la comptabilité créative à la française ». 22 ième congrès de l'AFC, France 2001.

Dempsey, S.J, Hunt, H.G. et Shroeder, N.W. (1993). « Earnings management and corporate ownership structure: an examination of extraordinary item reporting ». *Journal of Business, Finance and Accounting* 20: 479-500.

Dennis, P. et Strickland, D. (2003). « The Effect Of Stock Splits On Liquidity And Excess Returns: Evidence From Shareholder Ownership Composition ». *Journal of Financial Research* 26 (3): 355-370.

Desai, H. et Jain, P. (1997). « Long-run common stock returns following stock splits and reverse splits ». *The Journal of Business* 70: 409-433.

Desbrières, P. (1997). « Stock-options et signalisation : le cas français ». Dans *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux G. (éd), Chapitre 10, pp 273-302, Economica, Paris.

Dhar, R. Goetzmann, W. N., Shepherd, S. et Zhu, N. (2005). « The impact of clientele changes: evidence from stock splits ». Yale ICF Working Paper, pp 3-14.

Djama, C. et Boutant, J. (2006). « Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange: le cas des fusions françaises ». *Comptabilité-Contrôle-Audit* 12 (2): 191-218.

Draief-Chouaya, S. (2008). « Gestion des résultats, atteinte des seuils et coût d'endettement ». *La Comptabilité, Le Contrôle et l'Audit entre Changement et Stabilité*, France.

D'Souza, J., Jacob, J. et Ramesh, K. (2001). « The use of accounting flexibility to reduce labor renegotiation costs and manage earnings ». *Journal of Accounting and Economics* 30: 187-208.

Dubofsky, D.A. (1991). « Volatility Increases Subsequent to NYSE and AMEX Stock Splits ». *The Journal of Finance* 46 (1): 421-431.

Duke, J.C., Franz, D.P. et Hunt, H.G. (1995). « An examination of debt-equity proxies vs. actual debt covenant restriction in accounting choice studies ». *Journal of Business Finance and Accounting* 22: 615-635.

Dumas, G. (2014). « La gestion des résultats des entreprises innovantes », Thèse de doctorat, Université de Toulouse.

Dumontier, P. et Raffournier, B. (1999). « Vingt ans de recherche positive en comptabilité financière ». *Comptabilité, Contrôle et Audit*, pp 179-197.

Dyl, E. A. et Elliott, W.B. (2006). « The Share Price Puzzle ». *Journal of Business*, 79(4): 2045- 66.

Easley, D., O'Hara, O. et Saar, G. (2001). « How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(1): 25-51.

Easterwood, C. (1998). « Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis ». *Journal of Applied Business research* 14(1): 29-47.

Eddey, P., Taylor, H. et Stephen, L. (1999). « Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: Evidence from Australian takeovers ». *Abacus* 35: 29-45.

Elfakhani, S. et Lung, T. (2003). « The effect of split announcements on Canadian stocks ». *Global Finance Journal* 14 (2): 197-216.

El Mir, A. et Seboui, S. (2008). « Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value ». *Corporate Governance: The international journal of business in society* 8(1): 46-58.

Erickson, M. et Wang, S.W. (1999). « Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers ». *Journal of Accounting and Economics* 27: 149-176.

Faccio M. et Lang L. (2002). « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics* 65(3): 365–395.

Fakhfakh, H. et Nasfi, F. (2012). « The Determinants of Earnings Management by the Acquiring Firms ». *Journal of Business Studies Quarterly* 3(4): 43-57.

Fama, E.F. et Jensen, M.C. (1983). « Separation of Ownership and Control ». *The Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.

Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. et Roll, R. (1969). « The adjustment of stock prices to new information ». *International Economic Review* 10: 1-21.

Fang, G., Kaihuo, Z. et Jinghan, C. (2008). « Stock splits, liquidity, and information asymmetry- an empirical study on Tokyo stock exchange ». *Journal of the Japanese and International Economies* 22(3): 417-438.

Foster, G. (1977). « Quarterly accounting data: Time series properties and predictive ability results ». *The Accounting Review* 52: 1-21.

Francis, J., Maydew, E. et Sparks, C. (1999). « The role of big six auditors in credible reporting of accruals ». *Auditing: a journal of theory and practice* 18(2): 17-35.

Francoeur, C., Amar, W.B et Pakoto, P. (2012). « ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance ». *International Journal of Management Finance* 8:100-119.

Francoeur, C. et Pakoto, P. (2007). « Earnings management and post-merger financial performance of Canadian acquiring firms ». *Cahier de recherche, HEC Montréal*.

Ginglinger, E. (1991). « Le financement des entreprises par les marchés de capitaux ». Edition PUF.

Goffin, R. (2008). « Principes de finance moderne ». Economica, 5^{ème} Edition.

Gong, G., Louis, H. et Sun, A. X. (2008). « Earnings management and firms performance following open-market repurchases ». *The Journal of Finance* 63: 947-986.

Graham, J. R. et Harvey, C.R. (2001). « Theory and practice of corporate finance: Evidence from the field ». *Journal of Financial Economics* 60: 187-243.

Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). « The economic implications of corporate financial reporting ». *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3): 3-73.

Graver, J., Graver, K. et Austin, J. (1995). « Additional evidence of Bonus Plans and income management ». *Journal of Accounting and Economics*, 19: 3-28.

Gray, S.F., Smith, T. et Whaley, R.E. (2003). « Stock splits: implications for investor trading costs ». *Journal of Empirical Finance* 10 (3): 271-303.

Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. et Titman, S. (1984). « The valuation effects of stock splits and stock dividends ». *Journal of Financial Economics* 13 (4): 461-490.

Groff, J.E. et Wright, C.J. (1989). « The Market for Corporate Control and its Implications for Accounting Policy Choice ». *Advances in Accounting* 7: 3-21.

Gu, Z., Lee, C.W. et Rosett, J. (2005). « What determines the variability of accounting accruals ? ». *Review of Quantitative Finance and Accounting* 24: 313-334.

Guidry, F., Leone, A. et Rock, S. (1999). « Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers ». *Journal of Accounting and Economics* 26: 113-142.

Gunny, K. A. (2010). « The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks ». *Contemporary Accounting Research* 27(3): 855-888.

Guo, F., Zhou, K. et Cai, J. (2008). « Stock splits, liquidity, and information asymmetry—An empirical study on Tokyo Stock Exchange ». *Journal of the Japanese and International Economies* 22(3): 417-438.

Guo, S., Liu, M.H. et Song, W. (2008). « Stock Splits as a Manipulation Tool: Evidence from Mergers and Acquisitions ». *Financial Management* 37(4): 695-712.

Hamza, T. et Lakhal, F. (2010). « The determinants of earnings management by acquirer: the case of French corporate takeovers c Working papers, Laboratoire Orleanais de gestion, Université d'Orléans.

Han, J. et Wang, S. (1998). « Political costs and earnings management of Oil companies during the 1990 persian gulf crisis ». *The accounting review* 73(1): 103-117.

Harris, L. E. (1994). « Minimum price variations, discrete bid–ask spreads, and quotation sizes ». *Review of Financial Studies* 7: 149–178.

Haw, I., Hu, B., Hwang, L. et Wu, W. (2004). « Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions ». *Journal of Accounting Research* 42: 423-462.

He, Y. et Wang, J. (2012). « Stock Split Decisions: A Synthesis of Theory and Evidence ». *Journal of Applied Finance* 22(2) : 1-19.

Healy, P. et Wahlen, J. M. (1999). « A review of the earnings management literature and its implications for standard settings ». *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.

Healy, P. M. (1985). « The effect of bonus schemes on accounting decisions ». *Journal of Accounting and Economics* 7(1-3): 85-107.

Henock, L. (2004). « Earnings management and the market performance of acquiring firms ». *Journal of Financial Economics*: 121-148.

Heron, R. et Lie, E. (2002). « Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37(1): 137-155.

Herpworth, S.R. (1953). « Periodic income smoothing ». *The Accounting Review* 28(1): 32-39.

- Hettihewa, S. et Wright, C. S. (2010). « A review of dominant and emerging issues in corporate earnings management ». *Southern Business Review* 35(1): 15-36.
- Higgins, H.N. (2013). « Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan ». *Journal of Accounting and Public Policy* 32(1): 44-70.
- Hrichi, Y. (2013). « Les effets de l'adoption obligatoire des normes IFRS sur la gestion du résultat comptable: une analyse de 100 entreprises françaises ». *La Revue des Sciences de Gestion* 263-264 : 163-170.
- Huang, G-C., Liano, K. Manakyan, H. et Pan, M-S. (2008). « The Information Content of Multiple Stock Splits ». *Financial Review* 43(4) 543-567.
- Huang, G-C., Liano, K. et Pan, M-S. (2009). « The information content of stock splits ». *Journal of Empirical Finance* 16(4): 557-567.
- Huang, G-C., Liano, K. et Pan, M-S. (2006). « Do stock splits signal future profitability? ». *Review of Quantitative Finance and Accounting* 26(4): 347-367.
- Ikenberry, D. et Ramnath, D. (2002). « Underreaction to self-selected news events : the case of stock splits ». *Review of Financial Studies* 15: 489-526.
- Ikenberry, D., Rankine, G. et Stice, E. (1996). « What do stock splits really signal? ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 357-375.
- Imhoff, E. A. (1977). « Income smoothing –A case of doubt». *Accounting Journal*, pp 85-100.
- Jackson, S. B., Lui, X. K. (2010). «The allowance for uncollectible accounts, conservatism, and earnings management ». *Journal of Accounting Research* 48 (3): 565-601.
- Jeanjean, T. (2003). « Gestion du résultat : mesure et démesure ». 23^{ème} Congrès de l'association françaises de comptabilité, Toulouse (2002) ; version révisée en 2003.
- Jeanjean, T. (2002). « Gestion du résultat et gouvernement d'entreprise: étude des déterminants et formulation d'un modèle de mesure ». Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris Dauphine.

Jeanjean, T. (2001). « Contribution à l'analyse de la gestion du résultat des sociétés cotées ». publié dans 22ème congrès de l'AFC, France.

Jeanjean, T. (1999) « La théorie positive de la comptabilité: une revue des critiques ». Working Paper.

Jemison, D.B., et Sitkin, S.B. (1986b). « Corporate acquisitions : A process perspective». *Academy of Management Review* 11(1): 145-163.

Jensen M. (1986). « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers ». *American Economic Review*: 323-329.

Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1976). « Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure ». *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.

Jensen, M. et Smith, C. (1985). « Stockholder, manager and creditor invests: applications of agency theory ». *Recent Advances in Corporate Finance*. Edited by E. I. Altman and M. G. Subrahmanyam. Homewood, IL: Richard D. Irwin.

Jiambalvo, J. (1996). « Discussion of causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC». *Contemporary Accounting Research* 13: 37-47.

Jiang, J. (2007). « Beating earnings benchmarks and the cost of debt ». working paper.

Jiraporn, P. (2005). « An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings management: evidence from the US ». *Applied Financial Economics* 15: 293-303.

Jo, H. et Kim, Y. (2007). « Disclosure frequency and earnings management ». *Journal of Economics* 84: 561-590.

Johnson, C.R. (1988). « lectures on adaptive parameters estimations ». Prentice Hall, New Jersey.

Jones, J. (1991). « Earnings management during import relief investigations ». *Journal of accounting research* 2: 193-228.

Kadiyala, P. et Vetsuypens, M. R. (2002). « Are stock splits credible signals? Evidence from short-interest data ». *Financial Management* 31: 31-50.

Kandou, K. et Cormier, D. (2016). « Gestion comptable et réelle des résultats et mode de financement des fusions-acquisitions ». Chaire d'information financière et organisationnelle ESG UQAM, cahier de recherche 2016-05.

Kaszniak, R. et McNichols, M. F. (2002). « Does meeting earnings expectations matter ? Evidence from analyst forecast revisions and share prices ». *Journal of accounting research* 40: 727-759.

Kaszniak, R. (1999). « On the association between voluntary disclosure and earnings management ». *Journal of Accounting Research* 37: 57-81.

Key, K.G. (1997). « Political cost incentives for earnings management in the cable television industry ». *Journal of accounting and economics* 23(3): 309-337.

Kim, J., Chung, R. et Firth, M. (2003). « Auditor conservatism, asymmetric monitoring and earnings management ». *Contemporary accounting research* 20(2): 323-359.

Kin, L.(2008). « Earnings management and earnings quality ». *Journal of Accounting and Economics* 45: 350-357.

Klein, A. (2002). « Audit committee, board of director characteristics, and earnings management ». *Journal of Accounting and Economics* 33: 375-400.

Kmenta, J. (1986). « Elements of econometrics ». Macmillan, Newyork.

Kothari, S.P., Leone, A.J. et Wasley, C.E. (2005). « Performance matched discretionary accrual mesures ». *Journal of accounting and economics* 39: 163-197.

Labelle R. et Schatt, A. (2005). « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance-Contrôle-Stratégie* 8(3) : 77-104.

Lakhal, F. (2006). « Les publications volontaires des résultats comptables en France ». Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris-Est Créteil.

Lakonishok, J. et Lev, B. (1987). « Stock splits and stock dividends : why, who, and when ». *Journal of Finance* 42(4): 913-932.

Lambert, C. et Sponem, S. (2003). « Gouvernance d'entreprise et gestion du résultat, les contrôleurs de gestion de l'autre côté du miroir ». 24^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Louvain-La-Neuve, Belgique. pp.1-20.

Lambert, C. et Sponem, S. (2005). « Corporate governance and profit manipulation: a french field study ». *Critical perspectives on accounting* 16(6): 717-748.

Lamoureux, C.G., et Percy, P. (1987). « The Market Reaction to Stock Splits ». *The Journal of Finance* 42(5): 1347-1370.

Lamrani, M. (2012). « Ethique et gestion du résultat comptable ». *Revue Interdisciplinaire sur le Management et l'Humanisme* 2: 17-32.

Lebarbier, E. et Mary-Huard, T. (2004). « Le critère BIC : fondements théoriques et interprétations ». *INRIA* n° 5315.

Leland, H.E. et Pyle, D.H. (1977). « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation ». *The Journal of Finance* 32(2): pp 371-387.

Leledakis, G.N., Papaioannou, G.J., Travlos, N.G. et Tsangarakis, N.V. (2009). « Stock splits in a neutral transaction cost environment: Evidence from the Athens Stock Exchange ». *Journal of Multinational Financial Management* 19 (1): 12-25.

Leuz, C., Nanda, D. et Wysocki, D. (2003). « Earnings management and investor protection: an international comparison ». *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.

Le Quéré, F. (2008). « L'habillage de portefeuille par les gérants de fonds dans la littérature : incitation, effets et risques ». Document de recherche n° 2008-13, Laboratoire d'économie d'Orléans.

Le Nadant, A-L. (1999). « La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises ». *Comptabilité-contrôle-audit, Association francophone de comptabilité* 5(2) :61-82.

Lim, J-H. et Chang, J-H. (2017). « Earnings Management Of Mergers And Acquisitions Of Target Candidates And Deal Withdrawn ». *The Journal of Applied Business Research* 33(3): 467-474.

Lin, J-C., Singh, A.K. et Yu, W. (2009). « Stock splits, trading continuity, and the cost of equity capital ». *Journal of Financial Economics* 93(3): 474-489.

Lipson, M.L. et Mortal, S. (2006). « The effect of stock splits on clientele: Is tick size relevant? ». *Journal of Corporate Finance* 12(5): 878-896.

Lobo, G.J. et Zhou J. (2006). « Did conservatism in financial reporting increase after the sarbanes-oxley Act ? Initial evidence ». *Accounting Horizons* 20(1): 57-73.

Louis, H. (2004). « Earnings management and the market performance of acquiring firms ». *Journal of Financial Economics* 74: 121-148.

Louis, H. et Robinson, D. (2005). « Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits ». *Journal of Accounting and Economics* 39: 361-380.

Makni Gargouri, R., Francoeur, C. et Shabou, R. (2008). « Le lien entre la performance sociale des entreprises et la gestion des résultats comptables ». *La comptabilité, Le Contrôle et l'Audit entre changement et stabilité*, France.

Maloney, M. et Mulherin, H. (1992). « The Effects of Splitting on the Ex: A Microstructure Reconciliation ». *Financial Management* 21(4): 44-59.

Mansouri, N. et Peretti, J.M. (2013). « Une problématique saillante de la normalisation comptable : les provisions pour restructuration ». Working paper n° 25.

Mard, Y. (2003). « Performance comptable et gestion des résultats », Working paper.

Mard, Y. (2004). « Les sociétés françaises cotées gèrent-elles leurs chiffres comptables afin d'éviter les pertes et les baisses de résultats ? ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 2(10): 73-98.

Mard, Y. et Marsat, S. (2009). « La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 15 : 141-170.

Mard, M., Marsat, S. et Roux, F. (2014). « Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, 17-4.

Martinez, I. (1994). « La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers : une étude empirique sur le marché français ». Doctorat en sciences de gestion, Toulouse : Université Toulouse 1.

Matiș, D., Vladu, A.B., Negrea, L. et Sucala, L. (2010). « Jones, Dechow and Kasznik models significance in the Romanian economic environment ». *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica* 12(1).

McNichols, M.F. (2003). « Discussion of why are earnings kinky ? An examination of the earnings management explanation ». *Review of Accounting Studies* 8 (2-3) : 385-391.

McNichols, M. (2000). « Research design issues in earnings management studies ». *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (4-5): 313–345.

McNichols, M. et Dravid, A. (1990) « Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling ». *The Journal of Finance* 45(3): 857-879.

McNichols, M. et Wilson, P. (1988). « Evidence of earnings management from the provision for bad debts ». *Journal of Accounting Research* 26supplement: 1-31.

Menendez, S. et Gomez-Anson, S. (2003). « Stock splits motivations and valuation effects in the Spanish market » *Investigaciones Economicas* 17: 459-490.

Merchant, K.A. (1990). « The effects of financial controls on data manipulation and management myopia ». *Accounting Organizations and Society* 15(4): 297-313.

Mestdagh, H. (1930). « La fusion des sociétés commerciales au point de vue juridique et fiscal ». Thèse, Université de Lille.

Miller, M. H., et Modigliani, F. (1961). « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares ». *The Journal of Business* 34(4): 411-433.

Miloud, T. (2014). « Earnings management and initial public offerings: An empirical Analysis ». *Journal of Applied Business Research* 30(1): 117-134.

Missonier-Piera, F. et Ben Amar, W. (2005). « La gestion des résultats comptables lors des fusions et acquisitions : une analyse dans le contexte Suisse ». *Comptabilité et Connaissances, France*.

Moeller, S.R., Schlingemann, F.P. et Stulz, R.M. (2005). « Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave». *The Journal of Finance* 60(2): 757-782.

Mukherji, S., Kim, Y.H., et Walker, M.C. (1997). «The effect of stock splits on the ownership structure of firms ». *Journal of Corporate Finance* 3(2): 167-188.

Mulford, C.W., Comiskey, E.E. (2002). « The Financial Numbers Game, Detecting Creative Accounting Practices». Canada: John Wiley & Sons.

Murphy, K. et Zimmerman, J. (1993). « Financial performance surrounding CEO turnover ». *Journal of Accounting and Economics* 16: 273-316.

Muscarella, C.J. et Vetsuypens, M.R. (1996). « Stock splits: Signaling or liquidity? The case of ADR 'solo-splits' ». *Journal of Financial Economics* 42(1): 3-26.

Myers, L. et Skinner, D. (1999). « Earnings momentum and earnings management ». Working paper.

Myers, S.C. et Majluf N.S. (1984). « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have ». *Journal of Financial Economics* 74(2): 643-654.

Nayak, S. et Prabhala, N.R. (2001). « Disentangling the dividend information in splits: A decomposition using conditional event-study methods ». *Review of Financial Studies* 14: 1083- 1116.

Nguyen, N.H. et Wang, D.Y. (2013). « Stock dividends in China: signalling or liquidity explanations? ». *Accounting and Finance* 53(2): 513-535.

Niskanen, J. et Keloharju, M. (2000). « Earnings cosmetics in a tax-driven accounting environment: evidence from Finnish public firms »; *The European accounting Review* 9(3): 443-452.

Njah, M. et Jarboui, A. (2016). « Earnings management around mergers and acquisitions: evidence from a range of French absorbing firms' accounting policy ». *Global Business and Economics Review* 18(5): 550-566.

North, D.S. et O'Connell, B.T. (2002). « Earnings management and mode of payment in takeovers ». Working paper, University of Richmond, Virginia.

Payne, J. L. et Thomas, W. B. (2011). « The torpedo effect: Myth or reality? ». *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 26 (2): 255-278.

Peasnell, K.V., Pope, P.F. et Young, S. (2005). « Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? ». *Journal of Business, Finance and Accounting* 32(7-8): 1311-1348.

Pecchioli, B. (2011) « Modification du nominal des actions en France: Signal ou évènement cosmétique ? ». CEREFIGE, Cahier de Recherche n°2011-10.

Pecchioli, B. (2013). « Les annonces de division/regroupement d'actions en France : Timing et motivation des dirigeants, visibilité et intérêt pour les investisseurs ». *Gestion* 2000 30(3): 15-28.

Perry, S.E. et Williams, T.H. (1994). « Earnings management preceding management buyout offers ». *Journal of Accounting and Economics* 18(2): 157-180.

Piot, C. et Janin, R. (2007). « External auditors, audit committees and earnings management in France ». *European Accounting Review* 16(2): 429-454.

Pourciau, S. (1993). « Earnings management and nonroutine executive changes ». *Journal of Accounting and Economics* 16: 317-336.

Pungaliya, R.S. et Vijih, A.M. (2009). « Do acquiring manage earnings? ». Working paper, University of Iowa.

Raffournier, B. (1990). « La théorie positive de la comptabilité : une revue de la littérature ». *Economies et Sociétés* 16 (11): 137-166.

Raman, K., and Shahrur, H. (2008). « Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers ». *The Accounting Review* 83: 1041-1081.

Rau, R. et Vermaelen, T. (1998). « Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms ». *Journal of Financial Economics* 49: 223-253.

Roodposhti, F.R., Banimahd Sadegh Rezaei, B. et Salehi, A. (2012). « Analysis of Power and Specification of Accruals -Based Models to Detect Earnings Management ». *Journal of Basic and Applied Scientific Research* 2(10): 9961-9969.

Ronen, J. et Sadan, S. (1981), « Smoothing income numbers: objectives, means and implications » Reading. Boston, MA: Addison Wesley Publishing Company.

Ross, S. (1973). « The economic theory of agency: the principal's problem ». *American Economic Review* 63(2): 134-139.

Ross, S. (1977). « The determination of capital structure: the incentive signalling approach ». *Bell Journal of Economics* 40: 23-40.

Roubi, R. et Richardson, W. (1998). « Managing discretionary accruals in response to reductions in corporate tax rates in Canada, Malaysia and Singapore ». *The International Journal of Accounting* 33: 455-467.

Sahut, J.M. et Touhami, K. (2007). « Le contenu informatif additionnel des accruals discrétionnaires : Cas des firmes Françaises et Tunisiennes ». *Comptabilité et environnement*, May 2007, France.

Schelling, t. (1960). « The strategy of conflict ». Cambridge, Harvard University Press.

Schilit, H. (2002). « financial schenanigans : how to detect accounting and fraud financial reporting». Mc Graw &Hill

Schipper, K. (1989). « Commentary on earnings management ». *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.

Schultz, P. (2000). « Stock split, tick size, and sponsorship ». *Journal of Finance* 55: 429-450.

Schwarz, G. (1978). « Estimating the dimension of a model ». *In the annuals of statistic* 6: 461-464.

Scott, W. (1997). « Financial accounting theory ». Prentice-Hall.

Sellami, M. et Adjaoud, F. (2010). « La gestion réelle des résultats : le cas des entreprises françaises ». Publié dans ; *Crises et nouvelles problématiques de la valeur*, Nice : France.

Shivakumar, L. (2000). « Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offering ». *Journal of Accounting and Economics* 29(3): 339–371.

Shrivastava, P. (1986). « Post-Merger Integration ». *Journal of Business Strategy* 7: 65-76.

Shuto, A. (2009). « Earnings management to exceed the threshold: A comparative analysis of consolidated and parent-only earnings ». *Journal of International Financial Management* 20(3): 199-239.

Siregar, S.V. et Utama, S. (2008). « Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices : evidence from Indonesia ». *The International Journal of Accounting* 43(1): 1-27.

Skinner, D.J. (1997). « Earnings Disclosures and Stockholders Lawsuits », *Journal of Accounting and Economics* 23: 249-283.

Skinner, D. J. et Sloan, R. (2002). « Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio ». *Review of Accounting Studies* 7: 289-312.

Smith, C. et Warner, J. (1979). « On financial Contracting: analysis of bond covenants ». *Journal of Financial Economics* 7: 117-161.

Spence, M. (1973). « Job market signaling ». *Quarterly Journal of Economics* 87(3): 355-374.

Stolowy, H. (1999). « Comptabilité créative ». *Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit, Economica* 157-178.

Stolowy, H. et Breton, G. (2003). « La gestion des données comptables : une revue de littérature ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 1(9): 125-152.

Stolowy, H. et Breton, G. (2000). « A framework for the classification of accounts manipulations ». *Cahier de recherche HEC*.

Stovall, J.S. (1995). « Developing a New Services Model ». *Product Development and Management Association Proceedings, Minneapolis, MN*.

Subramanyam, K.R. (1996). « The pricing of Discretionary accruals ». *Journal of Accounting and Economics* 22(1-3): 249-281.

Teoh, S. H., Wong, T. J. et Rao, G. R. (1998). « Are accruals during initial public offerings opportunistic? ». *Review of Accounting Studies* 3:175-208.

Trotman, M. (1993). « Comptabilité britannique, mode d'emploi ». Paris, Economica.

Turki, H. et Abdelmoula, A. (2007). « Les déterminants des choix comptables relatifs aux éléments immatériels cas des entreprises tunisiennes ». 28eme Congres de l'association francophone de comptabilité, Comptabilité et environnement, Poitiers.

Vidal, O. (2008). « Gestion du résultat et seuils comptables: Impact des choix méthodologiques et proposition d'un instrument de mesure des irrégularités ». Doctorat en sciences de gestion, Paris: Ecole des Hautes Etudes Commerciales.

Vidal, O. (2010). « Gestion du résultat et seuils comptables ». *Revue Française de Comptabilité* : n°434 :1-4.

Wang, Z. et Williams, T.H. (1994). « Accounting income smoothing and stockholder wealth ». *Journal of Applied Business Research* 10(3): 96-110.

Warfield, T.D., Wild, J.J. et Wild, K.L. (1995). « Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings ». *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-92.

Waterhouse, J., Gibbins, M. et Richardson, A.J (1993). « Strategic financial disclosure: evidence from Ibor negotiation ». *Contemporary Accounting Research* 9:526-550.

Watts, R.L. et Zimmerman, J.L. (1978). « Towards a positive theory of the determination of accounting standards ». *The Accounting Review* 15: 112-134.

Watts, R.L. et Zimmerman, J.L. (1986). « Positive accounting theory ». Edgewood cliffs, NJ, Prentice Hall.

Weld, W.C., Michaely, R., Thaler, R.H. et Benartzi, S. (2009). « The Nominal Share Price Puzzle ». *Journal of Economic Perspectives* 23(2): 121–142.

Wulff, C. (2002). « The Market Reaction to Stock Splits: Evidence from Germany ». *Schmalenbach Business Review* 54(3): 280-297.

Xie, B., Davidson, W., Dadalt, P. (2003). « Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee ». *Journal of Corporate Finance* 9(3): 295-317.

- Xue, Y. (2004). « Information content of earnings management: Evidence from managing earnings to exceed thresholds », working paper.
- Yague, J., Comez-Sala, J.C. et Poveda-Fuentes, F. (2009). « Stock split size, signaling and earnings management : evidence from the Spanish market ». *Global Finance Journal* 20: 31-47.
- Yon, D. (1987). « Augmentations de Capital sans Apport de fonds : l'Exemple du Marché Financier de Paris; Causes et Conséquences ». Thèse de Doctorat d'Etat en sciences de gestion, Université d'Aix-Marseille.
- Young, .S (2008). « Discussion of do Acquirers manage earnings prior to a share for a share bid ». *Journal of Business Finance and Accounting* 35: 671-678.
- Zhang, S (2017). «Acquiring firms' earnings management strategies around mergers and acquisitions ». SSRN working paper serie.
- Zhao, Y., Chen, K. H., Zhang, Y. et Davis, M. (2012). « Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management ». *Journal of Accounting and Public Policy* 31(1): 109-135.
- Zhou, J. et Lobo, G.J. (2001). « Disclosure quality and earnings management ». *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 8(1): 1-20.
- Zimmerman, J. (1983). « Taxes and firm size ». *Journal of Accounting and Economics* 5: 119-149.

ANNEXES

Annexe 1: Article L.236-1 du code de commerce relatif à l'opération de fusion

Une ou plusieurs sociétés peuvent, par voie de fusion, transmettre leur patrimoine à une société existante ou à une nouvelle société qu'elles constituent.

Une société peut aussi, par voie de scission, transmettre son patrimoine à plusieurs sociétés existantes ou à plusieurs sociétés nouvelles.

Ces possibilités sont ouvertes aux sociétés en liquidation à condition que la répartition de leurs actifs entre les associés n'ait pas fait l'objet d'un début d'exécution.

Les associés des sociétés qui transmettent leur patrimoine dans le cadre des opérations mentionnées aux trois alinéas précédents reçoivent des parts ou des actions de la ou des sociétés bénéficiaires et, éventuellement, une soulte en espèces dont le montant ne peut dépasser 10 % de la valeur nominale des parts ou des actions attribuées.

Annexe 2: Article 1844-4 du code civil relatif à l'opération de fusion

L'article 1844-4 du code civil : « toute société, même en liquidation, peut être absorbée par une autre société ou participer à la constitution d'une société nouvelle, par voie de fusion ».

Annexe 3 : Article L.233-3 du code de commerce relatif à l'opération d'acquisition

I.- Toute personne, physique ou morale, est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre :

1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ;

2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ;

3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ;

4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.

II.- Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.

III.- Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale.

Annexe 4 : Estimation VIF (méthode comptable)

Modèle de Jones (1991)

Variables	VIF
TA	1,09
ΔCA	1,10
PPE	1,04

Jones modifié (1995)

Variables	VIF
TA	1,04
PPE	1,05
$\Delta CA - \Delta CR$	1,06

Modèle de kasznik (1999)

Variable	VIF
TA	1,04
PPE	1,08
$\Delta CA - \Delta CR$	1,06
ΔCFO	1,03

Modèle de Dechow et al. (2003)

Variables	VIF
TA	1,19
PPE	1,07
LagAT	1,32
GR_Sales	1,36
$(1+k)\Delta CA - \Delta CR$	1,09

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones (1991)

Variables	VIF
TA	1,10
ΔCA	1,11
PPE	1,04
ROA	1,02

Modèle de Kothari et al.(2005) basé sur Jones modifié (1995)

Variables	VIF
TA	1,05
PPE	1,06
$\Delta CA - \Delta CR$	1,07
ROA	1,01

Modèle de Cormier et Martinez (2006)

Variables	VIF
TA	1,15
ΔCA	1,12
PPE	1,07
NE	1,16
CF	1,11

Ce tableau rapporte les estimations VIF (selon la méthode comptable). *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE* :Valeur brute des immobilisations corporelles, ΔCFO : Variation des cash-flows d'exploitation, *TA*: 1/ total actif, *LagAT*: Le total des *accruals* de l'année t-1 standardisé par le total actif de l'année t-2, *GR_Sales* : La variation du chiffre d'affaires entre la période t et t+1 standardisée par le chiffre d'affaires de la période t , *k* : Le coefficient *k* représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes. *ROA* : Rendement de l'actif de l'entreprise. *CF* : Cash-flow de l'entreprise, *NE (10)* : « *Negative Earnings* » ou résultat négatif.

Annexe 5 : Matrices des corrélations (Méthode cash-flows)

Modèle de Jones (1991)

	TA	ΔCA	PPE
TA	1		
ΔCA	0,246	1	
PPE	-0,107	0,1	1

Jones modifié (1995)

	TA	PPE	$\Delta CA - \Delta CR$
TA	1		
PPE	-0,107	1	
$\Delta CA - \Delta CR$	0,109	0,129	1

Modèle de kasznik (1999)

	TA	PPE	$\Delta CA - \Delta CR$	ΔCFO
TA	1			
PPE	-0,107	1		
$\Delta CA - \Delta CR$	0,109	0,129	1	
ΔCFO	-0,009	0,082	-0,008	1

Modèle de Dechow et al. (2003)

	TA	PPE	LagAT	GR_Sales	$(1+k) \Delta CA - \Delta CR$
TA	1				
PPE	-0,107				
LagAT	-0,038	-0,099	1		
GR_Sales	-0,239	-0,156	0,008	1	
$(1+k) \Delta CA - \Delta CR$	0,122	0,128	0,058	0,111	1

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones (1991)

	TA	ΔCA	PPE	ROA
TA	1			
ΔCA	0,246	1		
PPE	-0,107	0,104	1	
ROA	-0,04	0,098	-0,001	1

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones modifié (1995)

	TA	PPE	$\Delta CA - \Delta CR$	ROA
TA	1			
PPE	-0,107	1		
$\Delta CA - \Delta CR$	0,109	0,129	1	
ROA	-0,04	-0,001	0,106	1

Modèle de Cormier et Martinez (2006)

	TA	ΔCA	PPE	NE	CF
TA	1				
ΔCA	0,246	1			
PPE	-0,107	0,104	1		
NE	0,171	-0,081	-0,005	1	
CF	-0,053	0,037	0,125	-0,286	1

Ce tableau rapporte les matrices de corrélations du premier échantillon. *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE*: Valeur brute des immobilisations corporelles, ΔCFO : Variation des cash-flows d'exploitation, *TA*: 1/ total actif, *LagAT*: Le total des *accruals* de l'année t-1 standardisé par le total actif de l'année t-2, *GR_Sales*: La variation du chiffre d'affaires entre la période t et t+1 standardisée par le chiffre d'affaires de la période t, *k*: Le coefficient *k* représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes. *ROA*: Rendement de l'actif de l'entreprise. *CF*: Cash-flow de l'entreprise, *NE (10)*: « *Negative Earnings* » ou résultat négatif.

Annexe 6 : Estimations VIF (Méthode cash-flows)

Modèle de Jones (1991)

Variables	VIF
TA	1,09
ΔCA	1,08
PPE	1,03

Jones modifié (1995)

Variables	VIF
TA	1,03
PPE	1,03
$\Delta CA - \Delta CR$	1,03

Modèle de kasznik (1999)

Variables	VIF
TA	1,03
PPE	1,04
$\Delta CA - \Delta CR$	1,03
ΔCFO	1,01

Modèle de Dechow et al. (2003)

Variables	VIF
TA	1,13
PPE	1,10
LagAT	1,02
GR_Sales	1,14
$(1+k) \Delta CA - \Delta CR$	1,08

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones (1991)

Variables	VIF
TA	1,09
ΔCA	1,10
PPE	1,03
ROA	1,01

Modèle de Kothari et al. (2005) basé sur Jones modifié (1995)

Variables	VIF
TA	1,03
PPE	1,3
$\Delta CA - \Delta CR$	1,05
ROA	1,01

Modèle de Cormier et Martinez (2006)

Variables	VIF
TA	1,13
ΔCA	1,10
PPE	1,05
NE	1,14
CF	1,11

Ce tableau rapporte les estimations VIF (selon la méthode des cash-flows). *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE* : Valeur brute des immobilisations corporelles, ΔCFO : Variation des cash-flows d'exploitation, *TA* : 1/ total actif, *LagAT* : Le total des *accruals* de l'année t-1 standardisé par le total actif de l'année t-2, *GR_Sales* : La variation du chiffre d'affaires entre la période t et t+1 standardisée par le chiffre d'affaires de la période t, *k* : Le coefficient *k* représente le changement attendu dans les créances clients pour un changement donné dans les ventes. *ROA* : Rendement de l'actif de l'entreprise. *CF* : Cash-flow de l'entreprise, *NE (10)* : « *Negative Earnings* » ou résultat négatif.

Annexe 7 : Les résultats de la régression selon le modèle Raman et Shahrur (2008) méthode comptable

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	-13,550***	(0,000)	[-14,975 ; -12,125]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,722***	(0,000)	[0,593 ; 0,852]
PPE	-0,143***	(0,001)	[-0,227, -0,059]
ROA	0,012***	(0,000)	[0,008 ; 0,017]
BM	1,36e-07	(0,867)	[-1,45e-06 ; 1,72e-06]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%. Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student.). *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE* : Valeur brute des immobilisations corporelles. *ROA* : Rendement de l'actif de l'entreprise. BM_t : Ratio book to market.

Annexe 8 : Les résultats de la régression selon le modèle Raman et Shahrur (2008) méthode des cash-flows

AT	Coefficient	p. critique	[95% Conf. Interval]
TA	0,416***	(0,000)	[0,264 ; 0,568]
$\Delta CA - \Delta CR$	0,097***	(0,000)	[0,076 ; 0,117]
PPE	-0,044***	(0,000)	[-0,058 ; -0,031]
ROA	-0,002***	(0,000)	[-0,002 ; -0,001]
BM	-2,28e-07	(0,291)	[-6,53e-07 ; 1,96e-07]

***, **, * respectivement significative au seuil de 1%, 5% et 10%. Les valeurs entre parenthèse représentent la probabilité associée au test de student.). *AT* : Les *accruals* non discrétionnaires, ΔCA : Variation du chiffre d'affaires, ΔCR : Variation des comptes clients, *PPE* : Valeur brute des immobilisations corporelles. *ROA* : Rendement de l'actif de l'entreprise. BM_t : Ratio book to market.

Annexe 9 : Estimations VIF des variables explicatives

Variables du premier sous-échantillon	
Variables	VIF
METH	1,02
NAT	1,04
DIVAG	1,01
TAIL	1,13
AUD	1,01
ENDET	1,18
STRUC	1, 8
BTM	1,09
OPER	1,04

Variables du deuxième sous-échantillon	
Variables	VIF
METH	1,02
NAT	1,04
DIV	1,01
GRAT	1,01
TAIL	1,13
AUD	1,01
ENDET	1,18
STRUC	1,08
BTM	1,09
OPER	1,04

Ce tableau rapporte les estimations VIF des différentes variables explicatives. METH est la méthode de paiement, NAT est la nature de l'opération de FA, DIVAG est une variable muette qui prend la valeur 1 s'il y a annonce de division d'actions et/ou d'actions gratuites une année avant l'annonce de Fusions-acquisitions et 0 sinon, AUD est la nature des auditeurs, TAIL est la taille de l'entreprise, ENDET représente l'endettement de l'entreprise, STRUC est la structure de l'actionnariat, RESULT est le niveau du résultat, BTM est le ratio book to market, et OPER est la taille de l'opération.