



HAL
open science

Les incitations aux pratiques de lissage des résultats : une synthèse de la littérature

Sylvie Chalayer Rouchon

► **To cite this version:**

Sylvie Chalayer Rouchon. Les incitations aux pratiques de lissage des résultats : une synthèse de la littérature. Recherches en comptabilité internationale, May 1994, France. pp.1. halshs-00522649

HAL Id: halshs-00522649

<https://shs.hal.science/halshs-00522649v1>

Submitted on 4 Oct 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES INCITATIONS AUX PRATIQUES DE LISSAGE DES RESULTATS : UNE SYNTHÈSE DE LA LITTÉRATURE.

Sylvie CHALAYER

1. Introduction.

L'information financière est fréquemment publiée d'une façon biaisée de telle sorte qu'elle ne permet pas aux investisseurs et analystes financiers d'avoir une connaissance exacte de la situation réelle des firmes. Ce comportement s'observe notamment dans la préparation par le dirigeant du compte de résultat annuel de l'entreprise.

Le lissage des résultats, *réel* ou *comptable*¹, représente un cas particulier de manipulations de l'information financière. Il consiste en un ensemble de pratiques qui sont délibérément appliquées afin de publier une série de résultats présentant une variance réduite. Les tests empiriques ont permis de valider cette pratique. Nous avons montré, dans une communication précédente, que les entreprises françaises cotées en bourse ont une politique de lissage des résultats publiés².

Différentes hypothèses sur les causes qui ont conduit les dirigeants à des pratiques de lissage des résultats ont été proposées. Généralement, les chercheurs

¹ Traditionnellement, on distingue le lissage *réel* du lissage *artificiel* (ou comptable). Le premier type de lissage résulte de la manipulation de variables réelles (ventes, publicité, recherche et développement etc...), le second type de lissage est le fait de manipulations comptables (amortissements, provisions etc...). Le lissage *réel* et le lissage *comptable* des résultats sont des objectifs recherchés intentionnellement par la direction de l'entreprise mais le second à la différence du premier n'a aucun impact sur les cash-flows de la firme.

² Chalayer (S), 1993, Le lissage des résultats : une étude empirique du comportement des entreprises françaises, *Actes du XIV^{ème} Congrès de l'Association Française de Comptabilité*, Toulouse, Vol.1, 323-338.

s'accordent pour dire que le lissage des résultats améliore la richesse des actionnaires puisqu'une diminution de la variabilité des résultats atténue l'incertitude des cash-flows futurs et, en conséquence, augmente la valeur actuelle des titres de la firme. Cet argument ne semble pas recevable dans la mesure où il va à l'encontre de l'hypothèse d'efficience des marchés qui stipule que les investisseurs sont rationnels et ne sont pas dupes des variations du résultat causées par des manipulations comptables.

Après avoir explicité le lissage des résultats dans un contexte d'efficience des marchés, nous introduirons d'abord l'asymétrie d'information entre les actionnaires et le dirigeant afin de considérer le lissage des résultats comme un outil de signalisation. Puis, nous relâcherons l'hypothèse de coûts de transactions et d'informations nuls afin d'explicitier les pratiques de lissage des résultats dans un contexte politico-contractuel ce qui permettra de mettre en évidence les intérêts des dirigeants.

2. Lissage des résultats et rationalité des investisseurs.

Si les marchés sont efficients, le lissage *comptable* qui n'a aucune incidence sur les cash-flows n'est pas justifié puisque les investisseurs sont rationnels. En effet, l'hypothèse d'efficience des marchés implique que l'investisseur n'est pas dupe des variations de résultat dues à des modifications purement comptables. Par opposition, l'hypothèse de fixation fonctionnelle postule que le marché financier est systématiquement trompé par les changements de procédures comptables. Afin de déterminer dans quelle mesure le lissage des résultats peut affecter la valeur de la firme, il est opportun de discriminer ces deux hypothèses, par exemple, en étudiant la réaction des cours boursiers des titres d'une entreprise à la date de publication d'un changement comptable.

2.1. Les deux hypothèses en concurrence.

L'efficience de forme semi-forte implique que l'ensemble des informations utilisées par les investisseurs pour décider de leurs transactions comprend toutes les informations publiquement disponibles alors que l'efficience de forme forte stipule que toute l'information pertinente, privée ou publique, se reflète dans les valeurs des titres (Fama 1970).

L'hypothèse d'efficience semi-forte, généralement validée par les recherches empiriques, implique que les investisseurs ne sont pas trompés par les manipulations comptables. Cependant, les résultats comptables restent une information utile. En effet, comme les flux réels d'une entreprise ne sont pas connus, les résultats comptables peuvent être un bon substitut des cash-flows de la firme. Ils peuvent donc affecter la valeur de la firme, simplement parce qu'ils transmettent une information sur les cash-flows de la firme. Mais, ceci n'implique pas que le dirigeant puisse affecter la valeur de la firme par un changement de procédures comptables.

Pourtant, le comportement de plusieurs dirigeants paraît aller à l'encontre de l'hypothèse d'efficience des marchés. Par exemple, plusieurs entreprises américaines valorisent leurs stocks avec la méthode FIFO (First In First Out) qui augmente artificiellement le bénéfice comptable mais qui majore l'impôt à payer. Or, si les dirigeants croyaient en l'efficience des marchés, ils ne se préoccuperaient pas des variations des résultats nets causées par l'adoption de diverses pratiques comptables.

Pour explicitier les décisions comptables des dirigeants, la "comptabilité comportementale" qui étudie le traitement de l'information comptable par ses utilisateurs a avancé une nouvelle hypothèse. Elle envisage la possibilité qu'un décideur

soit incapable de modifier son processus décisionnel à la suite d'un changement dans l'information comptable fournie. Si les extrants fournis par la comptabilité portent la même étiquette, comme résultat net, les décideurs qui ne comprennent pas très bien la comptabilité ont tendance à faire abstraction du fait qu'il existe une diversité de méthodes pour calculer ces extrants. C'est ce que l'on appelle la fixation fonctionnelle en comptabilité. Les investisseurs sont incapables de saisir les effets de la donnée comptable sur les mouvements futurs de trésorerie³.

Par conséquent, le lissage des résultats trouve des explications qui diffèrent selon le comportement postulé des investisseurs. La justification d'une politique de lissage *comptable* des résultats publiés nécessite donc de discriminer ces deux hypothèses concurrentes. Cet objectif a été le fait de différentes études événementielles qui ont analysé la variation des prix des titres d'une entreprise à la date de publication d'un changement de procédures comptables.

22. Le lissage des résultats peut-il affecter la valeur de la firme dans un contexte d'efficience ?

La théorie de l'évaluation des actifs financiers postule que la valeur d'un actif est égale à la valeur actuelle de l'ensemble des cash flows nets attendus qui seront générés par cet actif. Par conséquent, le lissage peut avoir un impact positif sur la valeur de la firme s'il affecte soit le niveau des cash-flows attendus soit le niveau de risque assorti à ces cash-flows.

221. Lissage des résultats et niveau des cash-flows futurs attendus.

Sur une longue période, le lissage *réel* et le lissage *comptable* n'affectent pas le niveau des cash-flows car il s'agit simplement d'une réallocation dans le temps de ces cash-flows de façon à diminuer la variabilité du résultat. Le lissage *réel* affecte le niveau des cash-flows d'une période mais si on raisonne sur un cycle complet, le lissage *réel* se traduit par une diminution des cash-flows en période de croissance et par une augmentation du niveau des cash-flows en période de récession. Sur une longue période et en faisant abstraction des problèmes d'actualisation, le lissage *réel* n'a aucun impact sur le niveau des cash-flows. De la même façon, le lissage *réel* et le lissage *comptable* se traduisent par une réallocation dans le temps des impôts dus sans en modifier le niveau (à taux d'imposition constant). Par conséquent, le lissage des résultats, quel qu'il soit, ne devrait avoir, pour un même niveau de risque, aucun effet sur la valeur de la firme.

Aucune étude empirique n'a été conduite pour montrer la relation entre le degré de variabilité des résultats et la valeur de la firme. Comme le lissage des résultats affecte la variance des résultats publiés, il est très probable qu'il modifie le risque lié aux cash-flows futurs attendus. Si les firmes qui ont des résultats lissés ont une valeur supérieure, il est alors difficile d'en déduire si cette surévaluation est due au niveau des cash-flows ou au risque attaché à ces cash-flows. Ils semblent pourtant que les investisseurs sont prêts à payer plus cher les firmes dont les résultats sont stables. Le lissage des résultats serait donc guidé par les exigences des utilisateurs externes des états financiers. Son influence positive sur la valeur serait liée au risque de la firme, risque inférieur lorsque les résultats de celle-ci sont lissés.

³ Harris et Ohlson (1990) ; Hand (1990).

22. Lissage des résultats, risque des cash-flows futurs et taux de rendement requis par les actionnaires.

L'incertitude dans la théorie de l'évaluation des actifs financiers est prise en compte soit dans la détermination du taux d'actualisation, soit dans la définition des probabilités de réalisation liées à chaque niveau de cash-flows possibles. Selon Beidleman (1973), le lissage des résultats, mesure du risque global de l'entreprise, aurait un impact sur l'évaluation du taux d'actualisation. De plus, il avance l'idée que les pratiques de lissage représenteraient un essai pour contrecarrer la nature cyclique des résultats publiés et donc tendraient à diminuer la corrélation entre les rendements attendus des titres de la firme et les rendements du portefeuille de marché.

La première raison invoquée par Beidleman est difficilement validable dans un contexte d'efficience. En effet, si les investisseurs ont des portefeuilles diversifiés, la composante du risque spécifique à la firme peut être diversifiée. Par conséquent, l'hypothèse selon laquelle le lissage des résultats affecte les taux d'actualisation et donc la valeur de la firme ne peut être faite (Ronen et Sadan 1981).

La seconde raison peut également être discutée. D'abord, la relation entre les mesures comptables du risque et les mesures boursières du risque n'est pas suffisamment établie pour justifier le fait que contrecarrer la nature cyclique des résultats publiés tend à réduire la corrélation des rendements attendus de la firme avec les rendements attendus du marché. Si on fait l'hypothèse que ces deux mesures du risque sont directement reliées⁴, dire que le lissage du résultat diminue le risque systématique comptable nécessite des travaux empiriques. L'objet de l'étude de Lev et Kunitzky (1974) a été précisément de montrer la relation entre le lissage *réel* du résultat et le risque boursier. Ils ont montré que le degré de lissage des ventes, des dividendes, des dépenses d'investissement et des résultats est significativement corrélé avec les mesures boursières du risque (systématique et global). Ils concluent donc que plus l'entreprise lisse ses résultats, moins elle est risquée. Lev et Kunitzky proposent un prolongement de leur étude au lissage *comptable*, prolongement qu'ils n'ont pas conduit.

Par conséquent, quel que soit le type de lissage, il diminuerait le risque de l'entreprise et aurait un effet favorable sur la valeur de la firme si on stipule que les investisseurs ont un comportement rationnel.

23. Etudes empiriques de la rationalité des investisseurs face aux manipulations comptables.

Afin de déterminer si les investisseurs sont rationnels, de nombreuses recherches ont analysé la réaction du marché financier à la date de publication d'un changement comptable. Bien que cette méthodologie ne soit pas applicable pour analyser les conséquences du lissage des résultats sur la valeur de la firme, elle est proche de nos préoccupations. Elle permet, en effet, de montrer dans quelle mesure le marché financier peut se laisser bernier par une politique de lissage *comptable*.

L'hypothèse d'efficience des marchés permet d'avancer que le seul effet possible sur les cash-flows des modifications comptables est l'effet fiscal. Comme l'information est non coûteuse, les investisseurs ne supportent aucun coût pour évaluer les résultats calculés sous différentes méthodes comptables. Aucune variation des

⁴ Beaver, Kettler et Scholes (1970) ; Beaver et Manegold (1970) ; Jacquillat, Levasseur et Pene (1984).

cours boursiers ne devraient donc accompagner les changements comptables à moins qu'ils ne modifient l'impôt dû par la société et par conséquent les cash-flows de la firme.

Ces études isolent les variations de cours boursiers dues à des mouvements économiques généraux, puis apprécient l'ajustement du marché à travers les résidus du modèle de marché. Les résultats de ces travaux sont contradictoires. Quand l'entreprise modifie sa méthode d'amortissement⁵, parfois une réaction du marché est mise en évidence, parfois non. Quand la firme adopte la méthode LIFO (Last In First Out)⁶, parfois le marché réagit favorablement à l'économie d'impôt, parfois il réagit défavorablement à la diminution du résultat. Malgré les insuffisances méthodologiques de ces études, il semble que le marché puisse réagir à des modifications comptables. Si le marché est efficient, cette réaction peut signifier que les modifications comptables sont à expliciter par d'autres théories telles que la théorie des signaux ou la théorie de l'agence.

Cette méthodologie ne peut pas être utilisée pour évaluer l'impact du lissage des résultats sur le comportement des investisseurs puisque la politique de lissage des résultats a des effets à long terme et se traduit par la manipulation de plusieurs instruments comptables. Ces études montrent qu'il est probable que les investisseurs réagissent devant des résultats publiés lissés dans la mesure où le lissage des résultats transmettrait une information sur les perspectives futures de la firme (signal au marché) et dans la mesure où il aurait une influence sur la relation d'agence entre actionnaires et dirigeant et sur les relations qu'entretient la firme avec les pouvoirs publics.

3. Les explications alternatives au comportement de lissage des résultats.

Récemment, la théorie des signaux et la théorie de l'agence ont été introduites en comptabilité et permettent de comprendre certains choix comptables des entreprises. Le lissage *intentionnel* (*réel* ou *comptable*) des résultats serait soit un outil permettant de signaler au marché les perspectives futures de l'entreprise, soit il peut être explicité par l'introduction des coûts contractuels et politiques.

⁵ Le passage du dégressif au linéaire se traduit par une augmentation artificielle des résultats (Archibald (1972) ; Ball (1972) ; Cassidy (1976) ; Comiskey (1972) ; Davis (1990) ; Kaplan et Roll (1972)).

⁶ Le changement de méthode d'évaluation des stocks se traduit en période d'inflation par une économie fiscale et donc par une augmentation des cash-flows. Par contre, il aboutit aussi à une diminution du résultat. Il permet donc de savoir si le marché réagit favorablement à la variation des cash-flows ou défavorablement à la variation des résultats c'est à dire de valider l'hypothèse d'efficience des marchés ou de la rejeter (Abdel-Khalik et MacKeown (1978) ; Biddle et Lindahl (1982) ; Brown (1980) ; Ricks (1982) ; Sunder (1973, 1975)).

31. Le lissage des résultats comme outil de signalisation.

Les chercheurs en comptabilité ont récemment proposé d'introduire l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires pour justifier certaines politiques comptables. La théorie des signaux développée d'abord en économie puis en finance a été récemment utilisée en comptabilité. Elle suggère que les nombres comptables puissent être un instrument de signalisation au marché. Compte tenu de l'asymétrie d'information, un signal comptable permet aux firmes dont les perspectives futures sont favorables de se signaler au marché. Pour être crédible, valable et susceptible d'influencer l'estimation de la valeur de la firme par les intervenants extérieurs, un signal devra entraîner des coûts (Spence 1974 ; Riley 1975). Aussi, les frais d'émission du signal ne devront pas être récupérables par la firme si le signal s'avère non fondé.

Le lissage des résultats peut être un outil de signalisation. Mais, le lissage des résultats dans cette perspective doit être coûteux et crédible. De plus, les firmes qui lissent leurs résultats alors que leurs perspectives futures sont pessimistes devront être pénalisées.

Peu de chercheurs ont inscrit le lissage des résultats dans un contexte de signalisation. Ronen et Sadan (1981), dans la lignée des travaux réalisés en finance, ont élaboré un modèle de signalisation expliquant le lissage des résultats à partir des grilles de rémunération incitatrice pour les dirigeants. Trueman et Titman (1988) ont appuyé leur argumentation par la relation d'agence qui lie les actionnaires et les créanciers et ont introduit dans leur démonstration la probabilité de faillite de la firme et le coût du lissage des résultats.

311. Des grilles de rémunération incitant le dirigeant à lisser les résultats.

S'inspirant des travaux de Ross (1977), Ronen et Sadan (1981) élaborent un modèle où le lissage des résultats publiés constitue un outil de signalisation. En effet, le lissage du résultat courant⁷ peut être utilisé par le dirigeant comme un instrument pour transmettre ses prévisions sur le futur. Le dirigeant pourrait annoncer publiquement ses prévisions de résultat mais la signalisation des prévisions par le biais du résultat courant présente l'intérêt d'être transmise dans un cadre certifié par les auditeurs ce qui augmente la crédibilité du signal par rapport à une publication directe.

La modélisation qu'ils proposent se situe dans un contexte où la rémunération du dirigeant (C) l'incite à lisser : elle est inversement liée à la volatilité des résultats ou à la valeur des titres de la firme (elle-même affectée par la variabilité des résultats). Par hypothèse, elle pénalise les dirigeants s'ils transmettent une information qui conduit à des erreurs de prévisions.

$$C = j_0 \hat{Y}_0 + j_1 Y_1 - j_2 [Y_1 - \hat{Y}_0]^2$$

Y_1 : Résultat net à l'époque i.

⁷ Il s'agit du "classificatory smoothing" : le dirigeant lisse le résultat courant en classant certains éléments ("borderlines items") soit en opérations courantes, soit en opérations exceptionnelles. Ronen et Sadan étendent, par la suite, leur modèle au lissage intertemporel des résultats (allocation des dépenses, réelles ou comptables, entre deux périodes). Les conclusions sont très semblables.

$j_2 [Y_1 - \hat{Y}_0]^2$: pénalité supportée par le dirigeant s'il transmet un signal frauduleux.
 $a Y_0 = \hat{Y}_0$: résultat courant
 $(1-a) Y_0$: résultat exceptionnel

a^* représente le pourcentage optimal du résultat net affecté aux opérations courantes :

$$a^* = \frac{j_0 + 2j_2 Y_1}{2j_2 Y_0} \quad \hat{Y}_0 = a^* Y_0 = j_0/2j_2 + Y_1$$

La grille de rémunération du dirigeant est donc équivalente à un portefeuille financier défini sur deux périodes et constitué des actions de la firme dans laquelle le dirigeant travaille. L'intensité du lissage des résultats dépendra du nombre d'actions de la firme "détenues" par le dirigeant (j_0 et j_2), nombre fixé par les actionnaires lors des assemblées générales. Par conséquent, le modèle de Ronen et Sadan détermine le nombre d'actions que le dirigeant doit détenir de façon à ce qu'il soit incité à lisser le résultat de l'entreprise qu'il gère sachant que le lissage du résultat courant est dans l'intérêt des actionnaires et sachant que la rémunération du dirigeant est fonction de la valeur de marché de la firme et qu'elle pénalise les erreurs de prévisions de résultat.

Le modèle de signalisation développé ci-dessus met en évidence que l'intensité du lissage est liée à la définition des grilles de rémunération des dirigeants. Les schémas de rémunération basés sur les écarts entre résultat publié et résultat prévu incitent davantage au lissage que les rémunérations qui ne pénalisent pas ces écarts.

Mais, le modèle n'introduit aucune contrainte. Or, l'affectation des éléments en opérations exceptionnelles ou courantes est soumise au respect des principes comptables. L'introduction de restrictions dans le comportement de lissage des résultats modifie bien sûr les solutions optimales mais rend le lissage comme outil de signalisation plus crédible car il devient plus coûteux et moins flexible.

Ce modèle montre que, compte tenu de l'asymétrie d'information, le lissage des résultats permet aux actionnaires de mieux apprécier la valeur réelle de l'entreprise c'est à dire de constituer de façon plus optimale leur portefeuille de titres. Mais, l'activité de signalisation se produit dans les périodes 0 et 1 et le dirigeant n'est pénalisé qu'à l'époque 2 en cas de signal frauduleux. Or, si l'entreprise est liquidée avant l'époque 2, le dirigeant peut établir des prévisions fausses et n'encourir aucune pénalité. Ce décalage met en doute la validité empirique du modèle.

La signalisation par le lissage des résultats a été explicitée par Ronen et Sadan dans le cadre d'une relation d'agence actionnaires/dirigeants. Trueman et Titman vont expliciter ce comportement par la relation d'agence actionnaires/créanciers.

312. La relation d'agence actionnaires/créanciers et les incitations au lissage des résultats.

Trueman et Titman (1988) vont montrer que des incitations au lissage des résultats existent indépendamment de l'aversion au risque du dirigeant, indépendamment d'un accès restreint du dirigeant au marché des capitaux. La relation d'agence actionnaires/créanciers et l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les utilisateurs externes des états financiers sont des incitations aux pratiques de lissage des résultats. Seul le dirigeant connaît les résultats économiques de la firme qu'il dirige et seul le dirigeant connaît la flexibilité de lissage des résultats de cette firme.

Etant donné que le dirigeant maximise la valeur actuelle des cash-flows destinés aux actionnaires, le dirigeant agissant dans l'intérêt des actionnaires, va jouer

sur la probabilité évaluée a posteriori par les créanciers que la variance des résultats économiques soit basse. En effet, la variance des résultats économiques permet aux créanciers d'apprécier le risque qu'ils encourent à l'émission d'une dette. Le dirigeant aura une politique de lissage des résultats publiés car une telle politique augmente la probabilité que la variance des résultats économiques soit basse et donc diminue le coût de la dette supporté par les actionnaires.

Par conséquent, tant que le lissage n'est pas coûteux et en l'absence de coûts de faillite, les actionnaires des firmes qui lisent (qui ne lisent pas) gagnent (perdent) aux dépens des détenteurs de la dette car, dans la fixation du prix de la dette, les créanciers pensent qu'il y a possibilité que le résultat publié ne soit pas manipulé. Ceci les conduit, en moyenne, à minimiser la variance réelle des résultats économiques de la firme et donc à diminuer le coût de la dette.

Lorsque Trueman et Titman introduisent les coûts de faillite dans le modèle, ils montrent que le lissage des résultats est bénéfique pour les actionnaires et pour les créanciers. En effet, le lissage des résultats diminue le coût de la dette supporté par les actionnaires comme précédemment et de plus, il diminue la probabilité que la firme fasse faillite et donc diminue le risque pris par les créanciers. Finalement, le lissage augmente la valeur totale de marché de l'entreprise.

Jusqu'à maintenant, Trueman et Titman ont fait abstraction du coût du lissage, coût supporté par les actionnaires. Or, lorsque le coût est prohibitif, le dirigeant, agissant dans l'intérêt des actionnaires va préférer ne pas lisser. En effet, le gain attendu d'une augmentation de la probabilité que les résultats économiques aient une variance économique basse doit être supérieur au coût encouru pour qu'une politique comptable de lissage des résultats soit mise en oeuvre. Ils montrent que le lissage coûteux est optimal si la probabilité que la variance des résultats économiques soit basse est suffisamment différente de 0 ou de 1. En effet, si cette probabilité est proche de 0 ou de 1, les détenteurs de la dette ont peu d'incertitude sur la variance des résultats économiques de la firme et cette probabilité sera peu révisée lors de la publication du résultat de telle sorte que le bénéfice du lissage ne peut justifier son coût.

De plus, Titman et Trueman montrent que le lissage est moins profitable lorsque la part fixe que le dirigeant peut transférer d'une période à une autre est faible. Moins le dirigeant est contraint, plus il attend un gain important du lissage. La flexibilité de lisser est déterminée notamment par le poids de la dette dans les résultats économiques. Le lissage est donc moins profitable dans les firmes où le poids de la dette (charge fixe) est plus important.

Pour qu'un lissage coûteux soit optimal, il apparaît aussi que le coût de la dette quand les résultats économiques ont une variance haute soit suffisamment supérieur au coût de la dette lorsque les résultats économiques ont une variance faible. Quand il y a peu de différence de taux d'intérêt en fonction du risque pris, le coût du lissage dépasse les bénéfices retirés du lissage. Par conséquent, les firmes avec une faible probabilité de faillite quand la variance des résultats économiques est faible mais une probabilité beaucoup plus haute quand la variance est haute seront plus enclines à lisser. Comme la probabilité et le coût de faillite sont très proches dans une même industrie et très différents d'une industrie à l'autre, la tendance à lisser devrait être reliée à l'industrie.

Trueman et Titman relient donc le lissage des résultats avec la probabilité de faillite : le lissage des résultats est plus fréquent dans les entreprises dont la santé financière est bonne. Dans ce contexte, le lissage des résultats est d'autant plus probable que son coût est faible et que la flexibilité de lisser est grande.

La théorie des signaux offre donc des perspectives de recherche intéressantes en comptabilité. D'une part, elle invite le chercheur à expliciter le coût d'une activité de lissage des résultats. On peut penser, par exemple, que le lissage des résultats est plus coûteux, plus crédible lorsque l'audit des comptes de la firme qui lisse est réalisé par un vérificateur prestigieux. En effet, la firme dont les perspectives sont défavorables ne peut pas engager un vérificateur dont la renommée est grande car cet audit serait trop onéreux. D'autre part, les modèles de signalisation doivent faire l'objet de tests empiriques trop souvent absents. De plus, il semble nécessaire d'intégrer le fait

que la stratégie de signalisation est multidimensionnelle. Si un signal comptable est trop onéreux ou non crédible, l'entreprise peut utiliser les signaux financiers (actionariat du dirigeant, endettement, politique de dividendes etc...). Ces deux types de signaux peuvent être complémentaires ou substituables (Gonedes 1978).

Pour le moment, seuls les intérêts des utilisateurs externes des états comptables et surtout des actionnaires ont été pris en compte pour expliciter le comportement de lissage des résultats des entreprises. La "théorie positive de la comptabilité" propose de considérer les intérêts des dirigeants sur les nombres comptables publiés (Watts et Zimmerman 1986).

32. Le lissage des résultats dans un contexte politico-contractuel.

L'apport de Watts et Zimmerman se situe, d'une part, dans l'importance accordée au comportement et aux motivations des dirigeants en matière de procédures comptables et, d'autre part, dans la mise en évidence du rôle des contrats et des coûts liés à ces contrats dans les choix comptables effectués par l'entreprise. Les relations de l'entreprise avec les pouvoirs publics, les contrats d'endettement et les contrats de rémunération constituent trois éléments déterminants de la politique de lissage des résultats, politique qui diminuerait les coûts engendrés par les relations d'agence et supportés par l'entreprise et qui, par conséquent, augmenterait sa valeur. Ces trois variables explicatives sont d'autant plus déterminantes que la firme est une firme managériale.

321. Lissage des résultats et coûts contractuels.

3211. Lissage des résultats et contrats d'endettement.

Le conflit entre les actionnaires et les créanciers se traduit le plus souvent aux Etats-Unis par des clauses restrictives dans les contrats d'endettement afin de limiter les coûts d'agence et les transferts de richesse en faveur des actionnaires au détriment des créanciers. Mais, comme les clauses sont établies, en général, à partir des nombres comptables, le dirigeant peut les manipuler, tout en respectant les principes comptables, afin d'alléger les restrictions imposées par ce type de contrats. Kalay (1982) a montré que les transferts de richesse de l'obligataire vers le l'actionnaire augmentent quand les niveaux d'endettement sont croissants de telle sorte que les niveaux d'endettement puissent représenter un "proxy" des clauses de ces contrats.

L'endettement n'a pas été testé par Moses (1987) comme variable déterminant le lissage des résultats et par aucun autre chercheur. Du fait que les clauses restrictives se traduisent le plus souvent par des ratios à respecter et comme ces ratios ne font pas intervenir directement le résultat mais beaucoup d'autres nombres comptables (c'est la manipulation conjuguée de différents nombres comptables qui aboutit au respect du ratio), il n'est alors pas évident qu'un résultat lissé permette de respecter les clauses restrictives des contrats d'endettement et surtout pas dans le contexte français où de telles clauses sont absentes. Pourtant, Dumontier, Labelle et Raffournier (1990) ont montré que les firmes françaises les plus endettées sont celles qui effectuent des modifications comptables augmentant le résultat. L'explication est donc à rechercher en dehors de la théorie "positive" de la comptabilité.

Un résultat lissé peut être préféré par les obligataires, les banques car il inspire la confiance et parce que la firme qui lisse est moins risquée. Donc, le résultat et sa variabilité permettent aux banques d'apprécier le risque de la firme avant de lui prêter des capitaux et afin de fixer le coût de la dette. Plus la firme sera endettée, plus la

banque sera sensible au comportement du résultat dans le temps. Un résultat lissé et croissant permet de s'assurer que l'entreprise remboursera bien ses dettes. Cette explication rejoint les problèmes d'agence évoqués précédemment par Titman et Trueman (1988).

L'endettement, comme déterminant du lissage, n'a pas été testé empiriquement. Pourtant, le lissage des résultats comme outil de signalisation serait d'autant plus crédible que la firme qui lisse ses résultats a une bonne santé financière. La firme qui ne lisse pas ne pourrait pas car sa situation financière serait mauvaise.

Il a été montré que l'endettement favorisait les choix comptables augmentant le résultat mais aucune étude empirique n'a porté sur le lien entre l'endettement et le lissage des résultats. Par contre, les contrats de rémunération des dirigeants ont été testés comme variable explicative des pratiques de lissage des résultats.

3212. Lissage des résultats et contrats de rémunération

La richesse du dirigeant est affectée par la valeur de son capital humain sur le marché du travail et par ses rémunérations dont le calcul peut être effectué à partir des résultats comptables pour inciter le dirigeant à agir dans l'intérêt des actionnaires (Kelly 1983). Un comportement opportuniste de la part du dirigeant peut se traduire par une manipulation des résultats afin d'augmenter sa rémunération tout en respectant des principes comptables généralement admis.

La présence d'une limite supérieure et d'une limite inférieure de rémunération peut justifier le comportement de lissage des résultats. Moses (1987) a testé les schémas de rémunération incitatrice comme variable déterminant le lissage des résultats. Si les résultats sont en dessous de la limite maximale fixée dans les contrats, une nouvelle augmentation ne produit aucune rémunération supplémentaire mais une diminution de résultat peut être recherchée pour utiliser les résultats "économisés" dans les périodes futures. De plus, quand les résultats deviennent plus importants même à l'intérieur des limites, les taux marginaux d'imposition et l'utilité marginale décroissante pour ce type de rémunération peuvent réduire les motivations à de nouvelles augmentations de résultats. Et, si les commissions qui fixent les rémunérations utilisent les résultats actuels comme objectif à atteindre pour les périodes futures, les dirigeants sont incités à éviter des objectifs qui seraient trop difficiles à atteindre dans le futur. Le résultat net de ces influences peut être une politique de lissage des résultats publiés. Moses apprécie cette variable par une variable dichotomique et il conclut à une relation significative des contrats de rémunérations incitatrices avec le lissage des résultats.

322 Lissage des résultats et coûts politiques.

Cette hypothèse est liée à l'analyse des relations de l'entreprise avec les pouvoirs publics. Ces relations génèrent des coûts politiques qui proviennent d'une réglementation directe ou indirecte reposant le plus souvent sur les nombres produits par le système comptable.

Les fluctuations des résultats peuvent attirer l'attention des pouvoirs publics : d'importantes hausses peuvent être perçues comme un signal de pratiques monopolistiques et des variations à la baisse peuvent signaler une situation de crise et pousser les pouvoirs publics à agir (Moses 1987). Cette visibilité politique peut être reliée à différentes variables. La taille de l'entreprise est généralement utilisée comme "proxy" pour apprécier les coûts politiques supportés par l'entreprise : les firmes les plus grandes auront une probabilité de lissage des résultats plus importante. De plus, le pouvoir de la firme sur son marché augmente la probabilité d'activité antimonopolistique

: plus la part de marché de l'entreprise est grande, plus sa probabilité de lisser est grande (Moses 1987).

Des coûts peuvent également être imposés à la firme par les actions des salariés ou des syndicats (Liberty et Zimmerman 1986). En effet, les revendications des syndicats sont le plus souvent reliées avec les résultats comptables et leurs exigences sont sensibles aux fluctuations des résultats. Des augmentations de résultats peuvent générer des demandes d'augmentations de salaires et des diminutions de résultats peuvent imposer des coûts dus à la peur de problèmes financiers. On s'attend donc à ce que le comportement de lissage soit plus fréquent dans les firmes ayant des syndicats puissants (Moses 1987). Ce coût politique est apprécié par le degré de syndicalisation de l'industrie auquel appartient la firme.

A partir d'un échantillon de 212 changements comptables réalisés entre 1975 et 1980 dans des firmes appartenant à différentes industries, Moses a conduit des tests univariés et multivariés pour établir la validité de l'hypothèse des coûts politiques. Il a divisé son échantillon en deux groupes selon que la modification comptable lissait ou ne lissait pas les résultats. Il conclut que seule la taille de l'entreprise est significativement différente entre les deux groupes. La part de marché et le degré de syndicalisation ne sont pas significativement différents entre les firmes qui lisent et les firmes qui ne lisent pas leurs résultats.

Les travaux de Moses présentent des faiblesses méthodologiques dues principalement aux règles de partage de son échantillon c'est à dire à la méthodologie qu'il a choisie pour d'identifier les firmes qui lisent leurs résultats. De plus, ses conclusions reposent sur les "proxy" utilisés, objets de nombreuses critiques.

Belkaoui et Picur (1984) ont réalisé une étude empirique qui contredit les résultats précédents. Ils justifient le lissage des résultats par le besoin de neutraliser l'incertitude de l'environnement et donc de maîtriser les fluctuations de la performance de l'entreprise. Ils concluent que les firmes du secteur périphérique (environnement concurrentiel, firmes de petite taille) lisent davantage leurs résultats car elles sont exposées à un environnement incertain. Or, le secteur centre de l'économie (firmes oligopolistiques de grande taille) a une visibilité politique plus importante et donc devrait, selon l'hypothèse des coûts politiques, afficher une variabilité de ses résultats plus faible. Mais, les conclusions de leur étude sont contredites par Albrecht et Richardson (1990) qui, à partir d'une autre méthodologie, ne montrent aucune différence de comportement entre les deux secteurs.

Dans le cadre théorique décrit ci-dessus, le dirigeant joue un rôle déterminant sur les choix comptables et sur les nombres comptables publiés. On peut s'attendre à ce que les dirigeants des firmes managériales où les fonctions de décision et de propriété sont séparées, préfèrent maximiser leur propre satisfaction avant de maximiser la valeur de la firme. De plus, les dirigeants des firmes managériales contrôlent l'information concernant les performances de l'entreprise. Il est alors probable qu'ils manipulent la comptabilité pour afficher une meilleure performance.

323. Intensité du lissage des résultats et structure de l'actionariat de la firme.

La façon dont les trois facteurs (coûts politiques, contrats d'endettement et de rémunération) affectent le choix d'une méthode comptable est très influencée par la structure de l'actionariat de la firme. En effet, les grilles de rémunération incitatrice sont plus fréquentes dans les firmes à actionariat diffus où les divergences d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires sont plus probables. La structure de l'actionariat permet donc d'appréhender la probabilité que des contrats de rémunération incitatifs soient utilisés. De plus, la valeur du capital humain des dirigeants est déterminée par le marché du travail externe et leur réputation sur ce marché dépend des résultats publiés donc il est plus probable qu'ils manipulent les résultats publiés que les

dirigeants/propriétaires des entreprises entrepreneuriales. D'autre part, la cotation en bourse concerne surtout les firmes à actionariat dispersé contrôlées par les dirigeants. Dans ce type de firmes, le dirigeant doit satisfaire l'actionnaire et cette contrainte est d'autant plus forte que la firme est cotée. La cotation en bourse et la grande taille des firmes managériales font que ces firmes ont une visibilité politique plus grande que les firmes entrepreneuriales et donc supportent davantage de coûts politiques.

Smith (1976), Amihud, Kamin et Ronen (1983), Kamin et Ronen (1978), Koch (1981) ont repris le contrôle de l'actionariat sur le dirigeant pour expliciter le lissage des résultats. Smith, Kamin et Ronen concluent que les firmes contrôlées par les dirigeants lissent plus que les firmes contrôlées par les actionnaires.

L'originalité de l'étude de Koch (1981) est qu'il s'agit de la seule étude du lissage des résultats basée sur une expérience en laboratoire. A partir d'interrogations auprès de personnes des affaires réalisées sur le lieu du travail et d'une analyse de variance, Koch conclut que le lissage des résultats est plus important lorsque l'actionariat est diffus. Il y a alors un désir de la part du dirigeant de satisfaire l'actionnaire afin de sécuriser sa position dans l'entreprise, un désir d'améliorer la communication avec les actionnaires.

Kamin et Ronen (1978) reprennent l'hypothèse de Smith mais ils introduisent les barrières à l'entrée dans le secteur de la firme pour expliquer les différences de politique comptable en fonction du type de contrôle de la firme. Selon eux, les firmes managériales lissent plus que les firmes contrôlées par leurs propriétaires mais les différences de comportement sont tempérées par l'importance des barrières à l'entrée dans le secteur de la firme.

A partir d'un échantillon de 310 firmes industrielles, Kamin et Ronen concluent que lorsque les barrières à l'entrée sont fortes, les firmes managériales lissent plus que les firmes à actionariat concentré et inversement lorsque les barrières à l'entrée sont faibles. En effet, avec d'importantes barrières à l'entrée, les deux types de firmes ont plus de pouvoir sur les dépenses discrétionnaires puisqu'elles génèrent plus de profit : ceci crée un slack et augmente la flexibilité de lissage. Mais, les deux firmes ont un comportement de lissage des résultats différent. En effet, les actionnaires des firmes entrepreneuriales sont engagés dans une croissance à long terme, ils ne pensent pas quitter la firme. Par conséquent, une politique de lissage des résultats ne présente aucun intérêt pour les actionnaires des firmes entrepreneuriales alors que les actionnaires des firmes managériales sont intéressés par les augmentations de valeur à court terme permises par le lissage des résultats. Dans des conditions compétitives (barrières à l'entrée faibles), les actionnaires des firmes contrôlées par les propriétaires sont beaucoup plus mobiles, ils envisagent des placements à court terme. Ils seront alors favorables à une politique de lissage qui accroît la valeur des actions de la firme. Dans ces conditions, les firmes entrepreneuriales lissent plus que les firmes managériales car elles ont plus de pouvoir sur les dépenses discrétionnaires.

La recherche politico-contractuelle a considéré les effets potentiels sur les cash-flows des contrats d'endettement, des grilles de rémunération et des coûts politiques. En effet, le rôle de la comptabilité dans les contrats fournit une opportunité pour le lissage neutre au niveau fiscal d'avoir une incidence sur les cours boursiers (Watts et Zimmerman 1986). Chaque fois que le lissage autorise un transfert de richesse vers l'actionnaire, il devrait s'accompagner d'une réaction favorable des cours. Tel est le cas pour l'hypothèse des coûts politiques, des contrats d'endettement et de rémunération. Mais, cette augmentation de la valeur des titres de la firme est petite et donc difficile à observer et à valider.

4. Conclusion.

Dans un contexte d'efficience semi-forte des marchés financiers, le lissage *intentionnel* des résultats semble avoir un effet positif sur la valeur des titres de la firme bien que le lissage *comptable* soit a priori absurde lorsque les investisseurs sont rationnels et ne sont pas dupes des manipulations comptables. L'introduction de l'asymétrie de l'information entre actionnaires et dirigeants permet de considérer les pratiques de lissage des résultats comme un outil de signalisation au marché financier des perspectives futures de la firme. La théorie politico-contractuelle, quant à elle, souligne de façon explicite les intérêts des dirigeants sur les nombres comptables et introduit les coûts contractuels ou politiques pour justifier la politique de lissage des résultats, beaucoup plus fréquente dans les firmes managériales.

Malgré une littérature importante portant sur la politique de lissage des résultats, des développements théoriques sont nécessaires : ainsi, une réflexion sur le coût du lissage des résultats semble opportune car il est un des éléments déterminants de la mise en oeuvre de telles pratiques. Toute la difficulté, pour une étude empirique ultérieure, sera d'opérationnaliser les variables explicatives du lissage (visibilité politique, coût du lissage etc...) afin de les relier avec le degré de variabilité des résultats publiés. Des tests empiriques permettront de déterminer les variables qui discriminent les firmes qui lisent leurs résultats des firmes qui ne lisent pas leurs résultats et d'avoir une meilleure compréhension des pratiques de lissage des résultats des entreprises françaises cotées en bourse.

Bibliographie

- ABDEL-KHALIK (R) et McKEOWN (J)**, 1978, Understanding accounting changes in an efficient market : evidence of differential reaction, *The Accounting Review*, Vol.53, n°4, 851-868.
- ALBRECHT (D) et RICHARDSON (F)**, 1990, Income smoothing by economic sector, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.17, n°5, 713-730.
- AMIHUD (Y), KAMIN (J) et RONEN (J)**, 1983, "Managerial", "ownerism" and risk, *Journal of Banking and Finance*, Vol.7, 189-196.
- ARCHIBALD (R)**, 1972, Stock market reaction to the depreciation switch-back, *The Accounting Review*, Vol.47, n°1, 22-30.
- BALL (R)**, 1972, Changes in accounting techniques and stock prices, *Journal of Accounting Research*, Vol.10, Supplément, 1-41.
- BEAVER (W), KETTLER (P) et SCHOLES (M)**, 1970, The association between market-determined and accounting-determined risk measures, *The Accounting Review*, Vol.45, n°4, 634-682.
- BEAVER (W) et MANEGOLD (J)**, 1975, The association between market-determined and accounting-determined measures of systematic risk : some further evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysts*, 231-284.
- BEIDLEMAN (C)**, 1973, Income smoothing : the role of management, *The Accounting Review*, Vol.48, n°4, 653-667.
- BELKAOUI (A) et PICUR (R)**, 1984, The smoothing of income numbers : some empirical evidence on systematic differences between core and periphery industrial sectors, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.11, n°4, 527-545.
- BIDDLE (G) et LINDAHL (F)**, 1982, Stock price reactions to LIFO adoptions : the association between excess returns and LIFO tax savings, *Journal of Accounting Research*, Vol.20, n°2, 551-588.
- BROWN (V)**, 1980, Short range market reaction to changes to LIFO accounting using preliminary earnings announcement dates, *Journal of Accounting Research*, Vol.18, n°1, 38-63.
- CASSIDY (D)**, 1976, Investor evaluation of accounting information : some additional empirical evidence, *Journal of Accounting Research*, Vol.14, n°3, 212-229.
- COMISKEY (E)**, 1972, Market response to changes in depreciation accounting, *The Accounting Review*, Vol.46, n°2, 279-285.
- DAVIS (M)**, 1990, Differential market reaction to pooling and purchase methods, *The Accounting Review*, Vol.65, n°3, 696-709.
- DUMONTIER (P), LABELLE (R) et RAFFOURNIER (B)**, 1988, Etude empirique des modifications comptables effectuées par les entreprises françaises, *Revue Française de Comptabilité*, 63-68.
- FAMA (E)**, 1970, Efficient capital markets : a review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, Vol.25, 383-417.
- HAND (J)**, 1990, A test of the extended functional fixation hypothesis, *The Accounting Review*, Vol.65, n°4, 740-763.
- HARRIS (T) ET OHLSON (J)**, 1990, Accounting disclosures and the market's valuation of oil and gas properties : evaluation of market efficiency and functional fixation, *The Accounting Review*, Vol.65, n°4, 764-780.
- GONEDES (N)**, 1978, Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium : evidence on dividends, income, and extraordinary items, *Journal of Accounting Research*, Vol.16, n°1, 26-79.
- JACQUILLAT (B), LEVASSEUR (M) and PENE (D)**, 1976, Les mesures du risque boursier et du risque comptable, *Banque*, n°350, 400-415.
- KALAY (A)**, 1982, Stockholder-bondholder conflict and dividends constraints, *Journal of Financial Economics*, Vol.10, 211-233.
- KELLY (L)**, 1983, The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting, *Journal of Accounting Literature*, Vol.2, 110-150.

- KAMIN (J) and RONEN (J)**, 1978, The smoothing of income numbers : some empirical evidence on systematic differences among management-controlled and owner-controlled firms, *Accounting Organizations and Society*, Vol.3, n°2, 141-157.
- KAPLAN (R) and ROLL (R)**, 1972, Investor evaluation of accounting information : some empirical evidence, *Journal of Business*, Vol.45, 225-257.
- KOCK (B)**, 1981, Income smoothing : an experiment, *The Accounting Review*, Vol.56, n°3, 574-586.
- LEV (B) and KUNITZKY (S)**, 1974, On the association between smoothing measures and the risk of common stocks, *The Accounting Review*, Vol.49, n°2, 259-270.
- MOSES (D)**, 1987, Income smoothing and incentives empirical tests using accounting changes, *The Accounting Review*, Vol.62, n°2, 358-377.
- RICKS (W)**, 1982, The market's response to the 1974 LIFO adoptions, *Journal of Accounting Research*, Vol.20, n°2, 367-387.
- RILEY (J)**, 1975, Competitive signaling, *Journal of Economic Theory*.
- RONEN (J) and SADAN (S)**, 1981, *Smoothing Income Numbers : objectives, means and implications*, Addison Wesley, 148p.
- ROSS (S)**, 1977, The determination of financial structure : the incentive-signalling approach, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 23-40.
- SMITH (D)**, 1976, The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions, *The Accounting Review*, Vol.51, n°4, 707-723.
- SPENCE (M)**, 1974, Competitive and optimal responses to signals : an analysis of efficiency and distribution, *Journal of Economic Theory*, 296-332.
- SUNDER (S)**, 1973, Relationship between accounting changes and stock prices : problems of measurement and some empirical evidence, *Journal of Accounting Research : selected studies*, Vol.11, 1-45.
- SUNDER (S)**, 1975, Stock price and risk related to accounting changes in inventory valuation, *The Accounting Review*, Vol.50, n°2, 305-315.
- TRUEMAN (B) and TITMAN (S)**, 1988, An explanation for accounting income smoothing, *Journal of Accounting Research*, Vol.26, Supplément, 127-139.
- WATTS (R) and ZIMMERMAN (J)**, 1986, *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, New Jersey, 382p.