HAL
open science

Objectifs de la gestion des résultats comptables et marchés financiers

Sylvie Chalayer Rouchon, François Degeorge, Anne-Laure Le Nadant

To cite this version:

Sylvie Chalayer Rouchon, François Degeorge, Anne-Laure Le Nadant. Objectifs de la gestion des résultats comptables et marchés financiers. Faire de la recherche en comptabilité financière, Vuibert, pp.235, 2001. halshs-00522981

HAL Id: halshs-00522981

https://shs.hal.science/halshs-00522981v1

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.

Faire de la recherche en comptabilité financière
Chapitre 15 : Objectifs de la gestion des résultats et marchés financiers

Sylvie CHALAYER-ROUCHON, *François* DEGEORGE,
Anne-Laure LE NADANT

Stolowy (2000, p.161) définit la comptabilité créative comme «un ensemble de procédés visant à modifier le niveau de résultat, dans un souci d'optimisation ou de minimisation, ou la présentation des états financiers, sans que ces objectifs s'excluent mutuellement». La comptabilité créative est rendue possible par la réglementation comptable : il est largement admis que les entreprises ont la possibilité, en utilisant au mieux les différentes méthodes comptables tout en restant dans un cadre licite, de modifier la présentation et le contenu de leurs états financiers. Cet article s'intéresse à la gestion des résultats comptables. En effet, le résultat constitue probablement l'élément le plus important des états financiers. De nombreuses études ont montré que la rentabilité des fonds propres est fortement liée aux résultats publiés par l'entreprise (Easton, Harris et Ohlson, 1992 ; Kothari et Sloan, 1992). Le résultat intéresse donc vivement les actionnaires actuels ou potentiels de l'entreprise. De même, les dirigeants reçoivent des rémunérations qui sont généralement déterminées pour partie par référence aux résultats comptables (Healy, 1985). Les salariés via la participation ou l'intéressement sont également sensibles au niveau de résultats publiés. Par ailleurs, les établissements financiers accordent une importance particulière à cette variable lors de l'étude des dossiers de crédit. Ainsi, la gestion des résultats vise à modifier le niveau de résultat publié. Les procédés pour y parvenir sont de différentes natures. Certains procédés sont qualifiés de naturels dans le sens où il n'y a aucune action entreprise par le dirigeant pour jouer sur le niveau de résultat publié. Eckel (1981) a identifié le lissage naturel, c'est-à-dire un processus de génération du résultat qui produit de façon inhérente des résultats lissés. Degeorge et Zeckhauser (1993) montrent que les entreprises choisissent de s'introduire en Bourse quand l'information privée concernant la performance future de l'entreprise est peu favorable. Ainsi, même en l'absence de manipulations comptables, il est normal d'observer des résultats en hausse avant une opération financière. À l'inverse, il peut y avoir une gestion intentionnelle des résultats via différents procédés. Eckel (1981) qualifie de gestion réelle des résultats les actions engagées pour contrôler certains événements économiques (retarder des dépenses de recherche et développement, report des investissements, promotion des ventes, etc.). Bartov (1993) a montré que les ventes d'immobilisations sont planifiées de façon à publier un résultat à la hausse. Le dirigeant peut aussi jouer sur les *accruals* (provisions, amortissements, évaluation des stocks, etc.) pour modifier le niveau de résultat publié tout en respectant les règles comptables en vigueur. On parle alors de gestion comptable des résultats : il s'agit d'utiliser la latitude laissée par le Plan comptable pour certains choix comptables qui ont une incidence sur le résultat mais aucune sur la trésorerie.

De nombreuses études ont montré que les états comptables et en particulier le résultat transmettent de l'information utile aux investisseurs pour anticiper les cash-flows futurs de la firme. Dans un contexte d'efficience des marchés où les investisseurs sont rationnels et où l'accès à l'information n'est pas coûteux, les manipulations comptables ne sont pas pertinentes, puisque l'investisseur peut alors apprécier sans coût le résultat de l'entreprise sous les différentes méthodes comptables possibles. Si l'hypothèse de symétrie d'information entre les différentes parties de l'entreprise peut être relâchée, les résultats comptables peuvent constituer un signal au marché de la qualité de la firme. Ainsi, Degeorge, Moselle et Zeckhauser (1998) ont montré que les entreprises de bonne qualité ont une variance des résultats plus faible. D'autres études se sont intéressées à la dimension contractuelle de l'information comptable puisque celle-ci permet de contrôler la gestion, de contrôler le respect des différents contrats qui lient les différentes parties au sein de la firme en s'assurant que leurs engagements ont été respectés (Watts et Zimmerman, 1978). Dans ce contexte, l'analyse des motivations du comportement de gestion des résultats se consacre essentiellement à l'analyse des contrats négociés au sein de la firme et à leurs conséquences sur le comportement des différents contractants.

Cet article se propose d'analyser les objectifs sous-jacents à la gestion des résultats sans réstreindre cette dernière à la gestion comptable des résultats. Traditionnellement, on distingue trois grands objectifs : la minimisation, la maximisation ou le lissage des résultats. L'objectif de minimisation des résultats peut être recherché pour minimiser la charge fiscale de l'entreprise (Boynton, Dobbins et Plesko, 1992), pour jouer négativement sur les montants de participation ou d'intéressement versés aux salariés ou pour freiner leurs demandes d'augmentation de salaires. Par ailleurs, il est fréquemment observé lors des changements de direction : la nouvelle équipe dirigeante publie la première année des résultats en très forte baisse, mauvaise performance qu'elle impute à l'ancienne équipe de façon à publier l'année qui suit une forte hausse des résultats (Dechow et Sloan, 1991 ; Pourciau, 1993 ; Walsh, Craig et Clarke, 1991).

La maximisation des résultats est particulièrement observée lors des opérations financières de l'entreprise : introduction en bourse (Teoh, Welch et Wong, 1998 a ; Teoh, Wong et Rao, 1998 ; Friedlan, 1994) et augmentation de capital (Teoh, Welch et Wong, 1998 b ; Rangan, 1998), par exemple. De nombreuses études (Ronen et Sadan 1981 ; Defond et Park, 1997) ont testé l'hypothèse de lissage des résultats. Il suffit d'observer la tendance générale des résultats de certaines entreprises cotées en Bourse pour apprécier la réalité de cette hypothèse : les régressions chronologiques des résultats de nombreuses entreprises affichent des coefficients de détermination proches de l'unité.

Des études plus récentes ont mis en évidence d'autres objectifs de gestion des résultats visant à modifier la perception du marché financier. Une des stratégies

possibles pour les entreprises consiste à publier un résultat proche de certains seuils : éviter de publier une perte, maintenir le niveau de performance récente, atteindre les anticipations du marché. Par ailleurs, elles peuvent jouer sur le calendrier *(timing)* de façon à choisir le moment le plus favorable pour lancer certaines opérations financières en fonction de la performance réalisée. Une troisième stratégie consiste à augmenter ou diminuer la variance des performances pour affecter les perceptions du marché.

Cet article se propose de présenter les principaux travaux traitant des stratégies de gestion des résultats visant à modifier la perception du marché financier [1]. Les dirigeants manipulent les résultats pour atteindre un niveau déterminé de résultats anticipés (prévisions des analystes, estimations initiales des dirigeants, continuation d'une tendance des résultats) (Fern *et al.*, 1994). Les manipulations sont réalisées pour gérer l'impression qu'ont les investisseurs sur la firme (Degeorge, Patel et Zeckhauser, 1999). Ce point de vue est détaillé par Kellog et Kellog (1991) qui distinguent deux motivations principales à la gestion des résultats : encourager les investisseurs à acheter des actions de la firme et augmenter la valeur de marché de la firme. L'utilisation de l'information comptable par les investisseurs et les analystes financiers pour les aider à évaluer les actions peut inciter les dirigeants à manipuler les résultats afin d'essayer d'influencer la performance à court terme de l'action.

Nous présentons trois exemples de stratégies de gestion des résultats annoncés visant à altérer les perceptions des investisseurs financiers :

1) l'atteinte de certains seuils ;

2) la gestion des résultats précédant la réalisation de certaines opérations financières ;

3) l'augmentation ou la diminution de la variance des performances pour affecter les perceptions du marché. Nous examinons ensuite les implications de la gestion des résultats comptables incitée par le marché financier pour la normalisation comptable.

1. Les effets de seuil

Une motivation de la gestion des résultats récemment développée dans la littérature est liée à la psychologie des dirigeants. Elle s'appuie sur l'idée qu'il est plus agréable pour un dirigeant d'annoncer :

- un résultat positif ;
- une hausse des résultats comptables plutôt qu'une baisse ;
- des résultats conformes aux prévisions des analystes financiers.

1.1. Importance des seuils

Les dirigeants se focalisent sur des seuils parce que les autres parties concernées par la performance de l'entreprise le font. Deux types d'arguments permettent d'expliquer cette façon de raisonner. Il y a tout d'abord des raisons d'ordre psychologique qui sont abordées dans la littérature sur la psychologie cognitive (Schelling, 1960 ; Kahneman et Tversky, 1979). En effet, l'esprit humain fait une différence fondamentale entre les nombres positifs et les nombres négatifs. Ainsi, le dirigeant sera très réticent à la publication d'une perte. De plus, les individus se comportent comme s'ils avaient des normes en tête. Ainsi, les dirigeants projettent un niveau de résultat qu'ils chercheront à publier.

Un certain nombre de travaux ont montré l'importance des seuils pour les marchés financiers. Barth, Elliott et Finn (1999) prétendent que, toutes choses égales par ailleurs, les firmes qui publient des résultats en croissance continue sont mieux évaluées que les autres firmes et cette surévaluation augmente avec la période de croissance des résultats. Skinner et Sloan (2000) montrent que la réponse des marchés financiers aux mauvaises surprises en matière de résultat (par exemple, publication d'une perte) est beaucoup plus importante pour les actions des firmes qui ont connu une longue période d'augmentation des résultats.

Des raisons organisationnelles permettent également d'expliquer la focalisation sur les seuils. Des actions comme accorder ou refuser un prêt ou encore acheter, conserver ou vendre un titre sont à la discrétion des banquiers ou des analystes. Ce type de décisions nécessite d'apprécier la performance et pour ce faire, l'utilisation de seuils de performance permet de simplifier l'analyse et la prise de décision. Les seuils ont, en quelque sorte, un contenu informationnel au second degré et permettent ainsi de simplifier les processus de décisions.

Les motivations de gestion des résultats liées à l'atteinte de seuils nécessitent au préalable l'identification de ces seuils. Il s'agit de définir les seuils que le marché financier considère comme importants. La section suivante se propose de passer en revue les seuils les plus couramment étudiés dans la littérature.

1.2. Identification des seuils

Les utilisateurs de l'information financière perçoivent les résultats par rapport à des seuils. Trois objectifs sont présentés dans la littérature sur la gestion des résultats. Il s'agit d'atteindre les anticipations du marché, d'éviter de publier des pertes ou de publier des résultats en augmentation régulière. Ces seuils n'ont, par ailleurs, pas la même importance pour les dirigeants et peuvent être hiérarchisés.

Atteindre le niveau de résultat prévu par les analystes financiers

Degeorge, Patel et Zeckhauser (1999) ont montré que les résultats sont gérés afin d'atteindre les anticipations des analystes financiers (représentées par les prévisions publiques de résultats). Bien plus de sociétés annoncent des résultats légèrement au-delà du consensus des analystes que légèrement en-deça. Cette observation est compatible avec un comportement de manipulation du résultat par les dirigeants de manière à dépasser le seuil psychologique que constitue le consensus de marché. En apparence, cette observation contredit le résultat bien connu selon lequel les analystes financiers sont « optimistes », c'est-à-dire publient des prévisions supérieures en moyenne aux bénéfices réalisés. En réalité, les auteurs observent que la contradiction n'est qu'apparente : la distribution des erreurs de prévision (résultat affiché moins consensus de prévision) des analystes est asymétrique (médiane nulle, moyenne négative). Cela suggère que lorsqu'ils le peuvent, les dirigeants affichent des résultats dépassant de peu le consensus du marché. Lorsque cet objectif est irréalisable (parce que la performance réelle de l'entreprise est insuffisante), alors les dirigeants « chargent la barque » et annoncent des résultats nettement en-dessous du consensus de marché.

1. Il faut noter que, par exemple, un comportement de maximisation des résultats peut très bien aller de pair avec un effet *timing* ou que la troisième stratégie fait référence à l'objectif de lissage des résultats. Par conséquent, il ne s'agit pas d'opposer les objectifs qualifiés de traditionnels avec ces trois derniers développés plus récemment.

L'objectif des dirigeants d'afficher des résultats dépassant les prévisions des analystes peut être atteint de deux manières : d'une part, en manipulant les résultats, d'autre part, en manipulant les prévisions. De nombreuses anecdotes suggèrent que, au moins depuis les années 1990, les dirigeants s'emploient, lors des réunions d'analystes financiers, à calmer l'enthousiasme des analystes, de peur que ceux-ci publient des prévisions de résultats qui s'avéreront ensuite difficiles à atteindre. Les analystes ont intérêt à se prêter à ce jeu, dans la mesure où ils ne peuvent pas se permettre d'indisposer des dirigeants qui contrôlent leur accès à l'information. Burgstahler et Eames (1999) analysent cette manipulation des prévisions par les dirigeants. Ils utilisent les changements de prévisions comme *proxy* de la manipulation des prévisions par les dirigeants. Ils montrent que parmi les sociétés annonçant un résultat par action exactement égal au consensus des analystes, beaucoup viennent de faire l'objet d'une révision à la baisse des prévisions, c'est-à-dire, dans l'interprétation des auteurs, d'une manipulation des prévisions à la baisse par le dirigeant. Abarbanell et Lehavy (1999) utilisent les recommandations d'actions des analystes financiers (vendre, conserver ou acheter) pour prédire le sens de la gestion des résultats. Ils affirment et montrent que les firmes qui reçoivent des recommandations d'achat sont plus susceptibles de gérer les résultats afin d'atteindre les anticipations des analystes, tandis que les firmes qui reçoivent des recommandations de vente sont plus susceptibles d'avoir des *accruals* anormaux négatifs. Kasznik (1999) obtient des résultats qui corroborent l'hypothèse selon laquelle les firmes qui risquent d'avoir des résultats inférieurs à ceux prévus par les dirigeants, utilisent des *accruals* anormaux pour gérer les résultats à la hausse. Payne et Robb (2000) s'intéressent à l'hypothèse selon laquelle les dirigeants vont manipuler leurs résultats de façon à en publier de conformes aux prévisions des analystes financiers afin que le marché ne soit pas déçu. En effet, ces prévisions sont importantes aux yeux des actionnaires et des dirigeants puisque ces derniers rencontrent régulièrement les analystes pour les aider à fixer les prévisions de résultats. De plus, ne pas atteindre les prévisions de résultats sera coûteux pour le dirigeant puisque le marché risque d'être déçu. Cependant, on peut penser que la gestion des résultats sera différente selon que le résultat avant toute manipulation se trouve en dessous ou au-dessus du niveau de résultat prévu. Dans le premier cas, le dirigeant sera très motivé pour augmenter son résultat via des manipulations de façon à atteindre les prévisions des analystes financiers. De plus, il semblerait que les investisseurs accordent plus d'importance aux prévisions des analystes quand celles-ci sont homogènes et donc peu éloignées les unes des autres. Par conséquent, la gestion des résultats à la hausse pour atteindre le résultat prévu par les analystes sera d'autant plus forte que la dispersion des prévisions de résultats par les analystes sera faible. Ils utilisent le modèle de Jones (1991) pour définir les *accruals* discrétionnaires. Les résultats des tests permettent de valider leur première hypothèse, à savoir que lorsque les résultats avant toute manipulation sont en dessous des prévisions des analystes, les *accruals* discrétionnaires sont significativement positifs. Ce premier comportement est d'autant plus marqué que la dispersion dans les prévisions de résultats des analystes est faible. Et inversement, lorsque les résultats attendus sont au-dessus des prévisions des analystes financiers, les *accruals* discrétionnaires sont significativement négatifs.

Éviter de publier des pertes et publier des résultats en augmentation régulière

Burgstahler et Dichev (1997) ont une approche qui ne repose pas sur des modèles prédictifs des *accruals*. Sous l'hypothèse nulle de non-gestion des résultats, la distribution en coupes instantanées des variations de résultats et des résultats est lissée. La notion de lissage fait référence à l'objectif de résultat que le dirigeant cherche à atteindre. Selon eux, le résultat visé en n est égal à la moyenne des résultats de n−1 et de n + 1. Les tests portent sur la distribution des différences normées entre le résultat observé pour une période et le résultat attendu pour cette même période, tel qu'il a été défini précédemment. Sous l'hypothèse nulle, ces différences suivent une loi normale centrée réduite.

Ils font deux hypothèses. D'une part, ils examinent l'hypothèse selon laquelle les dirigeants cherchent à éviter les diminutions de résultats. Ce comportement sera d'autant plus probant que la période d'augmentation des résultats qui a précédé aura été longue. D'autre part, ils se demandent dans quelle mesure les dirigeants gèrent les résultats de l'entreprise qu'ils dirigent de façon à éviter de publier des pertes. Ils ont montré que la distribution des résultats publiés entre 1976 et 1994 par les entreprises met en évidence des fréquences anormalement basses de pertes relativement faibles et des fréquences anormalement fortes de résultats faiblement positifs. Ils en concluent que les firmes gèrent leurs résultats pour éviter de publier une perte. De même, ils observent une asymétrie dans la distribution des fréquences relatives aux différences entre le résultat observé et le résultat attendu en l'absence de gestion des résultats. Ils en concluent que les dirigeants cherchent à éviter des résultats qui sont en baisse. Des prolongements de ces études sont proposés par Myers et Skinner (1999). Ces auteurs remarquent qu'il y a un nombre anormal d'entreprises ayant une longue succession de trimestres (au moins 17 trimestres) caractérisés par une augmentation de bénéfices depuis 1987. Puis, ils constatent une chute boursière au moment de l'interruption de cette augmentation continue. Ils observent également encore plus d'augmentation du bénéfice par action (BPA) que d'augmentation du résultat net, ce qui implique que le dénominateur, c'est-à-dire le nombre d'actions, est aussi manipulé par les opérations de rachats d'actions. Stipuler qu'un des objectifs des dirigeants consiste à publier un résultat au moins équivalent au résultat publié l'année précédente fait référence à l'hypothèse de lissage des résultats. En effet, lorsque les dirigeants cherchent à publier une croissance régulière des résultats, ils le font par rapport à un résultat objectif qualifié de seuil dans ce paragraphe. Dans la littérature, l'objectif a été déterminé de différentes manières : résultat par action, résultat net, résultat courant.

Hiérarchie des seuils

Degeorge, Patel et Zeckhauser (1999) proposent un modèle prédisant comment les dirigeants influencent stratégiquement les résultats publiés. Le modèle repose sur l'hypothèse selon laquelle les utilisateurs de l'information financière perçoivent les résultats par rapport à des seuils. Trois objectifs doivent alors être atteints : éviter le « rouge », maintenir le niveau de performance récente et atteindre les anticipations du marché. Leur modèle montre comment les efforts pour atteindre des seuils engendrent des types particuliers de gestion des résultats. Les résultats juste en dessous des seuils seront manipulés à la hausse. Les résultats très éloignés des seuils, qu'ils soient au-dessus ou en dessous, seront manipulés à la baisse, ce qui rendra les seuils plus faciles à atteindre dans le futur. Les tests empiriques montrent clairement que les dirigeants manipulent les résultats pour atteindre trois seuils : publier des résultats positifs, confirmer la performance récente et atteindre les anticipations des analystes. Les auteurs observent des discontinuités dans la distribution des

résultats qui indiquent la présence de gestion des résultats visant à atteindre des seuils. À partir de tests sur les distributions conditionnelles, ils déduisent que les seuils sont hiérarchisés. Il est plus important de publier des résultats positifs puis de publier des profits trimestriels au moins aussi élevés que les profits de l'année passée (quatre trimestres en arrière) et enfin d'atteindre les anticipations des analystes.

Lorsqu'ils ont recours à la manipulation, les dirigeants augmentent les résultats réels en « empruntant » une part des résultats futurs. Les auteurs examinent ensuite si la performance future des entreprises qui atteignent tout juste les seuils est inférieure à celle des groupes de contrôle. Il s'agit en fait de savoir si les sociétés plus suspectes d'avoir manipulé sous-performent par la suite.

Le groupe suspect est constitué de sociétés ayant tout juste maintenu les bénéfices de l'année précédente, et dont les bénéfices du 4e trimestre étaient en forte progression. Leur étude montre que les sociétés du groupe suspect sous-performent l'année suivante par rapport à deux groupes de comparaison constitués de sociétés n'ayant pas atteint les bénéfices de l'année précédente et de sociétés ayant largement dépassé les bénéfices de l'année précédente.

Ainsi, bien que les résultats soient une variable continue, les partenaires de la firme (internes et externes) utilisent des normes psychologiques comme les résultats nuls, les résultats passés et les prévisions de résultats des analystes comme des seuils significatifs pour estimer la performance d'une firme. La théorie suggère et les données confirment que les dirigeants manipulent les résultats de façon prévisible afin d'atteindre des seuils.

1.3. Intérêt de la méthodologie fondée sur les distributions de résultats

L'approche de Burgstahler et Dichev (1997) n'enlève pas d'intérêt aux modèles statistiques de prédiction des *accruals*, elle les complète plutôt. Quelques remarques peuvent en effet être formulées à l'encontre de cette méthodologie. D'abord, elle ne permet pas d'apprécier l'ampleur de la gestion des résultats, mais seulement de tester la présence ou non d'un comportement de gestion des résultats. Elle suppose ensuite qu'on connaît le résultat objectif, celui qui est visé par la direction de l'entreprise, et qu'elle cherche à atteindre via la gestion des résultats, ce qui n'est pas le cas. On ne connaît pas non plus la distribution des résultats sous l'hypothèse nulle de non-gestion des résultats. Enfin, si cette approche permet de tester la présence ou non de gestion des résultats, elle ne permet pas d'identifier les firmes qui gèrent leurs résultats.

Kang (1999) se propose de comparer les différentes méthodologies mises en place pour tester l'hypothèse de gestion des résultats visant à éviter la publication d'une perte : celles utilisant le modèle de Jones (1991) ou des versions améliorées de ce modèle et la méthodologie proposée par Burgstahler et Dichev (1997). Quelle que soit la méthodologie utilisée, le papier montre que les firmes gèrent leur résultat de façon à l'augmenter et éviter ainsi une perte.

2. La gestion des résultats précédant les opérations financières

Les études récentes sur les motivations liées au marché financier pour gérer les résultats se sont intéressées au comportement des *accruals* anormaux sur les périodes où les incitations à gérer les résultats sont susceptibles d'être fortes. Il s'agit de travaux liés aux transactions réalisées sur le marché financier et susceptibles d'engendrer des comportements de gestion des résultats. Nous examinerons les opérations de MBO, les augmentations de capital et les introductions en Bourse.

2.1. Le cas des MBO

La littérature anglo-saxonne s'est intéressée à la gestion des résultats comptables préalable aux opérations de MBO, cas particuliers de LBO où ce sont les dirigeants eux-mêmes qui rachètent l'entreprise. En effet, lorsqu'il existe une asymétrie d'information concernant la valeur de la cible, les dirigeants peuvent faire preuve d'opportunisme pré-contractuel *(adverse selection)* en utilisant leur avantage informationnel. Pour ce faire, ils peuvent mettre en place une gestion des résultats comptables, une préparation à la vente, une gestion réelle du chiffre d'affaires, des dépenses de publicité et de recherche et développement, afin de minimiser la valeur de l'entreprise et le prix qu'ils auront à payer aux actionnaires pour la prise de contrôle. Parmi les outils dont ils disposent pour exercer leur opportunisme pré-contractuel, la gestion des résultats comptables est particulièrement intéressante car elle influe sur les résultats comptables qui, traditionnellement, servent à l'évaluation des entreprises. Une minimisation des résultats sur la période précédant le LBO permet donc de minimiser le prix de rachat des actions de la société.

Les manipulations comptables dans le cas des MBO ont été étudiées par DeAngelo (1986). Elle a utilisé une méthodologie basée sur les *accruals* comptables sur un échantillon de 64 sociétés du *New York Stock Exchange (NYSE)* et de l'*Amex (American Stock Exchange)* ayant reçu une proposition de MBO entre 1973 et 1982. Elle se propose de montrer que les dirigeants qui proposent de racheter leur entreprise diminuent systématiquement les résultats comptables durant les périodes qui précèdent l'acquisition. Ses résultats n'ont pas permis de corroborer l'hypothèse de manipulation par les dirigeants. L'étude de Perry et Williams (1994) s'est aussi intéressée à la motivation des dirigeants pour réduire les résultats publiés avant l'annonce de la proposition de rachat. Ils ont utilisé un modèle d'*accruals* plus précis que celui de DeAngelo (1986), proposé par Jones (1991), sur un échantillon de 175 MBO entre 1981 et 1988. L'analyse de Perry et Williams apporte des éléments significatifs de manipulation des *accruals* discrétionnaires à la baisse durant l'année qui précède l'annonce publique de l'intention des dirigeants de prendre le contrôle de la société. Néanmoins, comme le souligne Wu (1997), ces résultats sont difficiles à interpréter. Premièrement, il est difficile, pour les dirigeants, d'évaluer le gain engendré par un tel comportement de manipulation des *accruals* sans connaître l'envergure de la minimisation des résultats comptables. Deuxièmement, les auteurs n'ont en moyenne que 11 observations pour estimer le modèle des *accruals* non discrétionnaires. Par conséquent, moins de la moitié des coefficients de leur modèle sont significatifs aux seuils conventionnels. Wu (1997) utilise une méthodologie différente pour étudier les manipulations comptables pour 87 opérations de MBO entre 1980 et 1987. Il cherche à identifier une diminution soudaine et systématique des résultats comptables juste avant une proposition de MBO. Il observe, l'année précédant le MBO, une diminution significative des résultats des sociétés, cibles de MBO par rapport aux autres sociétés du secteur. L'étude des cours des actions

avant le MBO indique un mouvement baissier. Ce mouvement baissier est systématiquement associé à des variations pré-MBO des résultats. De plus, ces diminutions pendant la période précédant l'annonce de l'opération sont spécifiques aux MBO. En effet, dans le cas de rachats par des tiers, le résultat net n'a pas diminué pendant la période précédant l'annonce. Lorsque cette méthodologie est appliquée à l'échantillon de DeAngelo (1986), les résultats vont dans le sens de l'hypothèse de manipulations des résultats comptables. Globalement, l'ensemble des résultats de cette étude apporte des éléments en faveur de l'hypothèse selon laquelle les dirigeants ont manipulé les résultats à la baisse avant la proposition de MBO. Wu (1997) évalue le bénéfice potentiel de cette manipulation des résultats à presque 50 millions de dollars en moyenne pour les sociétés de son échantillon.

2.2. Le cas des augmentations de capital

Deux études récentes montrent que les dirigeants gèrent les résultats comptables sur la période qui précède les augmentations de capital (Rangan, 1998 ; Teoh, Welch et Wong, 1998 b). En particulier, ces travaux indiquent que les résultats publiés par les firmes qui procèdent à une augmentation de capital sont très élevés au moment de l'opération du fait d'un niveau d'*accruals* anormalement élevé. En revanche, les résultats publiés après l'augmentation de capital sont anormalement faibles. Les auteurs mettent en évidence une relation significative entre la gestion des résultats et le rendement de l'action après l'opération : les actions des firmes ayant le niveau d'*accruals* le plus élevé ont un rendement après l'opération plus faible que celui des actions des autres firmes. Selon les auteurs, ces résultats corroborent l'hypothèse selon laquelle les investisseurs extrapolent naïvement les résultats de la période qui précède l'augmentation de capital sans totalement prendre en compte les manipulations potentielles des résultats publiés. L'étude de Shivakumar (1999) réexamine l'hypothèse proposée par Teoh *et al.* (1998 b) et Rangan (1998) selon laquelle la sous-performance des actions après l'opération est due à l'incapacité des investisseurs à identifier la gestion des résultats comptables sur la période précédant les augmentations de capital.

L'annonce d'une augmentation de capital a un impact négatif sur les cours. À partir de ce constat, l'auteur pose deux questions :

a) existe-t-il une manipulation des résultats comptables ?

b) cette manipulation a-t-elle un impact sur les cours boursiers ?

Les résultats empiriques montrent une gestion des résultats à la hausse sur la période précédant l'opération. Toutefois, en utilisant une méthodologie plus robuste sur longue période que celle utilisée par Rangan et Teoh *et al.*, l'auteur montre que les *accruals* anormaux n'expliquent pas les rendements anormaux négatifs mesurés après l'augmentation de capital. Autrement dit, la manipulation comptable avant l'opération n'est pas responsable de la sous-performance qui suit l'augmentation de capital. L'auteur propose alors une nouvelle hypothèse pour expliquer les rendements anormaux négatifs. La correction par les investisseurs se fait lors de l'annonce de l'augmentation de capital car les investisseurs ne sont pas naïfs et anticipent la manipulation des résultats. Postérieurement à l'annonce, il y aurait une méfiance des investisseurs vis-à-vis des chiffres comptables et, en conséquence, le lien entre le cours boursier et les résultats comptables devrait se distendre après l'annonce de l'augmentation de capital.

2.3. Le cas des introductions en Bourse

Une introduction en Bourse constitue un contexte particulièrement favorable à la gestion des résultats comptables. Il existe en effet une asymétrie d'information importante entre les investisseurs et les émetteurs au moment de l'offre. Les dirigeants des firmes effectuant un premier appel public à l'épargne ont intérêt à afficher des bénéfices les plus élevés possibles pour les périodes précédant l'émission d'actions. En effet, les preneurs fermes s'appuient presque exclusivement sur l'information financière présentée par l'entreprise afin de fixer le prix d'émission. Les résultats des études sur cette question suggèrent une gestion stratégique des bénéfices dans les derniers états financiers intermédiaires précédant le premier appel public à l'épargne. Teoh, Welch et Wong (1998 a) montrent que les sociétés introduites en Bourse, ayant des niveaux d'*accruals* anormalement élevés l'année de l'introduction, connaissent dans les trois années qui suivent une sous-performance de leurs actions. Cette sous-performance après l'introduction est d'autant plus importante que les *accruals* discrétionnaires l'année de l'opération étaient élevés. Teoh, Wong et Rao (1998) indiquent que les firmes introduites en Bourse ont, en moyenne, des résultats nets positifs élevés l'année de l'opération grâce au recours aux *accruals* discrétionnaires. Après l'introduction, alors que les *accruals* discrétionnaires élevés ne peuvent pas être maintenus, les résultats des firmes introduites en Bourse sont plus faibles que ceux des autres sociétés de leurs secteurs d'activité. Les auteurs montrent également que les *accruals* discrétionnaires de l'année de l'opération expliquent la sous-performance des résultats après l'introduction. Les firmes introduites en Bourse, ayant des *accruals* discrétionnaires élevés au moment de l'introduction, connaissent ensuite une sous-performance particulièrement importante trois à cinq ans après l'opération. L'ensemble des résultats de leur étude suggère que la gestion opportuniste des résultats explique une partie de la sous-performance des firmes récemment introduites en Bourse. Il existe également un autre effet complémentaire des manipulations comptables avant l'introduction. Une société souhaitant s'introduire en Bourse va hésiter sur le *timing* de l'introduction : faut-il vendre ou faut-il attendre ? Les dirigeants souhaitent maximiser le prix de vente. Ils ont, en outre, une bonne idée de la performance potentielle de la société, et donc de sa « vraie valeur ». Les investisseurs estiment la valeur de la société à partir de projections de cash-flows, fondées sur la performance passée. Si la performance réalisée connue par le marché est égale à la performance potentielle connue seulement des dirigeants (mais pas du marché), l'entreprise est indifférente entre vendre et attendre. En revanche, l'entreprise a intérêt à s'introduire en Bourse dès que la performance réalisée est supérieure à la performance potentielle. Par conséquent, du fait de l'effet de *timing* pour les introductions en Bourse, il y a une augmentation de la performance avant l'opération et diminution après, sans qu'il y ait forcément manipulation. Autrement dit, il existe une autosélection des entreprises pour les introductions en Bourse : les entreprises vont sur le marché financier lorsqu'elles ont intérêt à le faire. Les résultats empiriques américains (Degeorge et Zeckhauser, 1993 ; Jain et Kini, 1994) montrent que les sociétés s'introduisant en Bourse surperforment l'année précédant l'introduction tandis que leur performance est décevante par la suite. Une explication possible est que les analystes extrapolent souvent naïvement et la performance boursière est alors décevante. Deux effets complémentaires

permettraient donc d'expliquer les résultats empiriques américains : les manipulations comptables et l'effet de *timing*. Une voie de recherche possible serait la détermination de la stratégie pré-IPO adoptée par les entreprises. Il s'agirait de montrer quelles entreprises utilisent plus ou moins l'effet de *timing* ou les manipulations comptables. Par exemple, il est probable que les entreprises ne pouvant pas attendre vont recourir davantage à la gestion des résultats avant l'opération.

3. La prise de risque comme brouillage de l'information

Dans le cadre de la théorie des signaux (hypothèse de signaling), la gestion des résultats permet aux dirigeants de révéler leur information privilégiée et ainsi d'aligner les anticipations du marché sur les leurs. Degeorge, Moselle et Zeckhauser (1998) ont analysé le niveau de la variance des résultats choisi par les firmes et leurs dirigeants lorsqu'ils disposent d'une information privée concernant la qualité de la firme. Les auteurs montrent que même les dirigeants neutres au risque choisiront un niveau de variance qui, stratégiquement, permettra d'altérer les perceptions du marché. Si les choix de niveaux de variance ne sont que partiellement observables, comme le supposent les auteurs, et si le marché n'a pas d'*a priori* sur la qualité des firmes alors les firmes du type « bon » choisiront des variances faibles et les firmes du type « mauvais » des variances élevées. Par hypothèse, les entreprises peuvent influer sur la variance des bénéfices mais, à chaque fois, il y a un coût : cela diminue la moyenne des résultats.

Les entreprises du type « mauvais » ont intérêt à augmenter la variance de leurs résultats, même si cela diminue la moyenne, car il y a alors davantage de cas où elles peuvent être confondues avec les entreprises du type « bon ». Au contraire, les entreprises du type « bon » ont intérêt à réduire la variabilité de leurs résultats, de façon à augmenter la moyenne de la distribution et à se distinguer des entreprises du type « mauvais ». Les résultats empiriques obtenus à partir d'un échantillon de 415 firmes américaines sur une période de 17 ans ont permis de montrer que la moyenne de la rentabilité d'exploitation mesurée par le rendement des actifs (*ROA* ou *Return on Assets*) est négativement corrélée à son écart-type. Ainsi, cette analyse montre que les firmes choisissent d'augmenter ou de réduire la variance de leurs résultats pour ressembler à d'autres firmes ou au contraire pour se distinguer des autres firmes.

Conclusion

La manipulation prend des formes diverses, non mutuellement exclusives. Une piste de recherche intéressante serait de déterminer la contribution de chaque type de manipulation dans la réaction du marché financier. La manipulation est, en outre, parfois intégrée et décodée par les investisseurs. En particulier, les changements de méthodes d'inventaire de stocks constituent des manipulations qui sont parfaitement décodées par le marché financier. De même, l'étude de Bishop et Eccher (2000) montre que le marché est efficient car il tient compte des changements de méthodes comptables plusieurs années après le changement. Les auteurs s'intéressent aux changements effectués dans l'estimation de la durée de vie des actifs immobilisés et leurs résultats indiquent que les investisseurs n'oublient pas l'effet sur les résultats des changements comptables lorsqu'ils évaluent la firme dans les deux ans qui suivent. Toutefois, la manipulation peut payer même quand elle est décodée. Ces remarques conduisent alors à se demander si la manipulation est justifiable. Selon Subramanyam (1996), les *accruals* discrétionnaires sont utiles aux investisseurs, ils possèdent un contenu informatif car ils véhiculent l'intuition des dirigeants. Laisser les dirigeants manipuler les *accruals* a du sens. Selon l'hypothèse d'efficience des marchés, les investisseurs corrigent le résultat des manipulations comptables dont il a pu faire l'objet. La manipulation n'est toutefois pas antinomique avec l'efficience des marchés : la théorie des signaux et la théorie de l'agence permettent d'expliquer le recours aux manipulations comptables. Les dirigeants peuvent ainsi manipuler tout en sachant que les manipulations sont décodées par les investisseurs financiers. Bishop et Eccher (2000) proposent une autre explication à l'existence de manipulations comptables alors que le marché est efficient : soit ce type de manipulation des résultats n'est pas coûteux, soit les dirigeants sont sceptiques concernant les résultats de la recherche empirique et ne croient pas en l'efficience des marchés. Les études qui examinent les effets de la gestion des résultats sur le marché financier laissent sans réponse un certain nombre de questions qui constituent autant de pistes de recherche futures.

Les termes de comptabilité créative ou de gestion des résultats sont des notions ambiguës dans la mesure où ils laissent supposer l'existence de comportements opportunistes de la part des dirigeants d'entreprise qui chercheraient à maximiser leur richesse personnelle en jouant sur le niveau de résultat publié via des choix comptables. Nos sociétés ont fait le choix de normaliser l'information comptable notamment pour restreindre les choix comptables possibles et surtout parce que l'indicateur de performance issu d'une comptabilité d'engagement (le résultat) donne beaucoup plus d'informations aux utilisateurs des états financiers qu'un simple indicateur de trésorerie (cash flow).

Pour autant, la normalisation doit-elle laisser de la souplesse aux dirigeants dans les choix comptables ? Si oui, quel degré de souplesse ?

Inévitablement, le normalisateur doit s'interroger sur la rationalité des investisseurs. Si les investisseurs sont rationnels et si les choix comptables transmettent de l'information utile aux tiers pour évaluer l'entreprise et donc traduisent une augmentation de la valeur de l'information comptable, alors le normalisateur doit laisser aux dirigeants des possibilités de choix comptables. En revanche, si les investisseurs ne sont pas rationnels et si les dirigeants poursuivent des objectifs personnels, la gestion des résultats a un effet sur l'allocation des ressources dans l'économie. Elle peut, dans ce cas, inciter les organismes de normalisation à restreindre les choix comptables.

Pour le normalisateur, il est important de savoir lequel de ces deux effets domine. Les résultats de la recherche empirique ont montré que la gestion des résultats existe. Les résultats concernant l'ampleur du phénomène sont toutefois insuffisants. Par conséquent, la recherche comptable doit, selon Healy et Wahlen (1999), s'intéresser à l'importance et à la fréquence des comportements de gestion des résultats dans une économie, aux méthodes comptables utilisées, aux motivations sous-jacentes au comportement de gestion des résultats, aux effets de la gestion des résultats sur l'allocation des ressources et déterminer qui en bénéficie.

Bibliographie

ABARBANELL J. et LEHAVY R. (1999), « Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts' Forecast Errors ? », *Working Paper*, University of North Carolina and University of California at Berkeley.

BALL R. et BROWN P. (1968), « An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers », *Journal of Accounting Research*, vol. 6, n° 2, p. 159-178.

BARTH M., ELLIOTT J. et FINN M. (1999), « Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings », *Journal of Accounting Research*, 37, automne, p. 387-413.

BARTOV E. (1993), « The Timing of Asset sales and Earnings Manipulation », *The Accounting Review*, vol. 68, n° 4, p. 840-855.

BISHOP M. et ECCHER E. (2000), « Do Markets Remember accounting Changes ? An Examination of Subsequent Years », *Working Paper*, University of Pennsylvania and Massachusetts Institute of Technology.

BURGSTAHLER D. et DICHEV I. (1997), « Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, décembre, p. 99-126.

BURGSTAHLER D. et EAMES M. (1999), « Management of Earnings and Analysts Forecasts », *Working Paper*, University of Washington and Santa Clara University.

CHANEY P. et LEWIS C. (1998), « Income Smoothing and Underperformance in Initial Public Offerings », *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, p. 1-29.

CORMIER D. et MAGNAN M. (1996), « La gestion stratégique des résultats : le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 1, n° 1, p. 45-61.

DEANGELO L. (1986), « Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes : a Study of Management buyouts of Public Stockholders », *The Accounting Review*, 61, p. 400-420.

DECHOW P. (1994), « Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance : the Role of Accounting Accruals », *Journal of Accounting and Economics*, 18 (1), p. 3-40.

DECHOW P. et SKINNER D. (2000), « Earnings Management : Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners and Regulators », *Working Paper*, University of Michigan Business School.

DECHOW P. et SLOAN R. (1991), « Executive Incentives and the Horizon Problem », *Journal of Accounting Economics*, vol. 14, p. 51-89.

DECHOW P.M., SLOAN R.G. et SWEENEY A.P. (1995), « Detecting Earnings Management », *The Accounting Review*, vol. 70, n° 2, p. 193-225.

DEFOND M.L. et PARK C. W. (1997), « Smoothing Income in Anticipating of Future Earnings », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, p. 115-139.

DEGEORGE F. et ZECKHAUSER R. (1993), « The Reverse LBO Decision and Firm Performance : Theory and Evidence », *The Journal of Finance*, n° 4, septembre, p. 1323-1347.

DEGEORGE F., MOSELLE B. et ZECKHAUSER R. (1998), « Strategic Choice of Earnings Risk : Reducing and Increasing Noise in the Signal of Firm Quality », *Working Paper*.

DEGEORGE F., PATEL J. et ZECKHAUSER R. (1999), « Earnings Management to Exceed Thresholds », *Journal of Business*, vol. 72, n° 1, p. 1-33.

EASTON P., HARRIS T. et OHLSON J. (1992), « Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns : The Case of Long Return Intervals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, p. 119-142.

ECKEL N. (1981), « The Income Smoothing Hypothesis Revisited », *Abacus*, p. 28-40.

ERICKSON M. et WANG S. (1998), « Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers », *Journal of Accounting and Economics*, avril, 27, p. 149-176.

FERN R.H., BROWN B. et DICKEY S.W. (1994), « An Empirical Test of Politically-motivated Income Smoothing in the Oil Refining Industry », *Journal of Applied Business Research*, 10 (1), hiver, p. 92.

FRIEDLAND J. (1994), « Accounting choices by issuers of Initial Public Offerings », *Contemporary Accounting Research*, été, p. 1-32.

GUAY W., KOTHARI S.P. et WATTS R. (1996), « A Market-based Evaluation of Discretionary Accrual Models », *Journal of Accounting Research*, vol. 34 (supplément), p. 83-105.

HEALY P. (1985), « The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, p. 85-107.

HEALY P. et PALEPU K. (1993), « The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices », *Accounting Horizons*, vol. 7, n°1, p. 1-11.

HEALY P.M. et WAHLEN J.M. (1999), « A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting », *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 4, décembre, p. 365-383.

JAIN B. et KINI O. (1994), « The Post-issue Operating Performance of IPO Firms », *The Journal of Finance*, 49, décembre, p. 1699-1726.

JONES J. (1991), « The Effect of Foreign Trade Regulation of Accounting Choices and Production and Investment Decisions », *Journal of Accounting Research*, printemps, p. 193-228.

KAHNEMAN D. et TVERSKY A. (1979), « Prospect Theory : an Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, 47, p. 263-291.

KANG S. (1999), « A Conceptual and Empirical Evaluation of Accruals Prediction Models », *Working Paper*, Yale School of Management.

KASZNIK R. (1999), « On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management », *Journal of Accounting Research*, vol.37, p. 57-81.

KELLOG I. et KELLOG L.B. (1991), *Fraud, Window Dressing and Negligence in Financial Statements*, McGraw Hill, Colorado Springs.

KOTHARI S.P. et SLOAN R.G. (1992), « Information in Prices about Earnings : Implications for Earnings Response Coefficients », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, p. 143-171.

MYERS L. et SKINNER D. (1999), « Earnings Momentum and Earnings Management », *Working Paper*, University of Michigan.

PAYNE J. et ROBB S. (2000), « Earnings Management : The Effect of ex ante Earnings Expectations », *Journal of Accounting Auditing and Finance*.

PERRY S. et WILLIAMS T. (1994), « Earnings Management Preceding Management buyout Offers », *Journal of Accounting and Economics*, 18, p. 157-179.

POURCIAU S. (1993), « Earnings Management and Non-routine Executive Changes », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 317-336.

RANGAN S. (1998), « Earnings before Seasoned Equity Offerings : Are they Overstated ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, n° 1, p. 101-122.

RONEN J. et SADAN S. (1981), *Smoothing Income Numbers : Objectives Means and Implications*, Addison Wesley, 148 pages.

SCHELLING T. (1960), *The Strategy of Conflict*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.

SHIVAKUMAR L. (1999), « Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings before Seasoned Equity », *Working Paper*, London Business School.

SKINNER D. et SLOAN R. (2000), « Earnings Surprises, growth Expectations, and Stock Returns, or Don't let an Earnings Torpedo Sink your Portfolio », *Working Paper*, University of Michigan.

STOLOWY H. (2000), « Comptabilité créative », in *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, Economica, Paris, p. 157-178.

SUBRAMANYAM K. (1996), « The Pricing of Discretionary Accruals », *Journal of Accounting and Economics*, 22, p. 249-281.

TEOH S., WELCH I. et WONG T. (1998a), « Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 1935-1974.

TEOH S., WELCH I. et WONG T. (1998b), « Earnings Management and the Post-issue Performance of Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, octobre, 50, p. 63-99.

TEOH S., WONG T. et RAO G. (1998), « Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic ? », *Review of Accounting Studies*, 3, p. 175-208.

WALSH P., CRAIG R. et CLARKE F. (1991), « Big Bath Accounting Using Extraordinary Items Adjustments : Australian Empirirical Evidence », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 18, n° 2, p. 173-189.

WATTS R. et ZIMMERMAN J. (1978), « Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards », *The Accounting Review*, vol. 53, n° 1, p. 112-134.

WU Y.W. (1997), « Management buyouts and Earnings Management », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 12, n° 4, hiver, p. 373-389.