



**HAL**  
open science

# GESTION DES RESULTATS ET PERFORMANCE COMPTABLE ET BOURSIERE DES ENTREPRISES ÉMETTRICES DE NOUVELLES ACTIONS

Mohamed Faker Klibi, Hamadi Matoussi

► **To cite this version:**

Mohamed Faker Klibi, Hamadi Matoussi. GESTION DES RESULTATS ET PERFORMANCE COMPTABLE ET BOURSIERE DES ENTREPRISES ÉMETTRICES DE NOUVELLES ACTIONS. "COMPTABILITE ET ENVIRONNEMENT ", May 2007, France. pp.CD-Rom. halshs-00534752

**HAL Id: halshs-00534752**

**<https://shs.hal.science/halshs-00534752>**

Submitted on 10 Nov 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.

# ***GESTION DES RESULTATS ET PERFORMANCE COMPTABLE ET BOURSIERE DES ENTREPRISES ÉMETTRICES DE NOUVELLES ACTIONS***

**Mohamed Faker KLIBI**

**Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis (ESSEC)  
Laboratoire Interdisciplinaire de Gestion Université – Entreprise (LIGUE)**

**[faker.klibi@wanadoo.tn](mailto:faker.klibi@wanadoo.tn)**

**Hamadi MATOUSSI**

**Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises (ISCAE)  
Laboratoire Interdisciplinaire de Gestion Université – Entreprise (LIGUE)**

**Résumé :** L'objectif de ce papier est d'analyser la gestion des résultats comptables autour des opérations d'augmentation de capital françaises et son impact sur l'évaluation boursière des entreprises émettrices de nouvelles actions. Sur la base d'un échantillon de 132 augmentations de capital en numéraires, nos résultats montrent que les entreprises qui gèrent agressivement à la hausse leurs résultats comptables, avant l'augmentation de capital, connaissent une détérioration significative de leur performance comptable dans la période qui suit l'augmentation. La détérioration de la performance postérieure à l'émission est d'autant plus forte lorsqu'il s'agit d'une augmentation assortie de droits préférentiels de souscription. Cette détérioration est anticipée par les investisseurs financiers qui sanctionnent les entreprises manipulatrices au moment où elles annoncent leur augmentation de capital.

**Mots clefs :** Augmentation de capital, accruals discrétionnaires, DPS, effet réversif de la gestion des résultats comptables, efficience des marchés financiers.

## ***Earnings Management and Seasoned Equity Offerings***

### ***Operating and Stock Performance***

**Abstract:** *The aim of this paper is to analyze earnings management around French seasoned equity offerings (SEOs) and its impact on the market value of the issuer's firms. Based on 132 cash SEOs sample, we show that the firms managing positively and aggressively their accounting earnings before the issue, know a significant deterioration of their earnings performance during the post-offering period. This negative relation is stronger when it consists of a SEO with rights issue. Moreover, we show that investors infer earnings management and seem to correct its price impact at equity offering announcements.*

**Key words:** *Seasoned equity offerings, discretionary accruals, offering rights, reverse effect of the earnings management, market efficiency.*

## I. INTRODUCTION

La théorie et la littérature financières sont à la fois riches et entourées d'énigmes en ce qui concerne la performance comptable et boursière des entreprises émettrices de nouvelles actions avant, au moment et après l'annonce de l'augmentation de capital. Dans ce cadre, McLaughlin, Safieddine et Vasudevan (1996), Loughran et Ritter (1997), Denis et Sarin (2001) ont montré que la performance comptable des entreprises émettrices de nouvelles actions est anormalement bonne avant l'augmentation de capital et anormalement faible après. D'autres études ont examiné le comportement des cours boursiers aux alentours des opérations d'augmentation de capital. Les résultats empiriques indiquent que dans la plupart des cas, la performance boursière suit le profil de la performance comptable (Denis et Sarin, 2001 ; Loughran et Ritter, 1995 ; Spiess et Afleck-Graves, 1995).

Pour expliquer ce phénomène, et depuis la publication des travaux de Rangan (1998) et de Teoh, Welch et Wong (1998), un bon nombre de recherches se réfère à l'hypothèse de la gestion des résultats comptables<sup>1</sup>(Ching, Firth et Rui, 2002 (Honk Kong) ; Yoon et Miller, 2002 (Corée) et Pastor et Poveda, 2005 (Espagne)). En effet, Rangan (1998) et Teoh et al., (1998) estiment que la détérioration de la performance boursière, mesurée sur un long horizon dans la période post augmentation de capital, représente la réponse des investisseurs financiers à la gestion des résultats comptables antérieure à l'augmentation. Cette gestion passe par la manipulation des accruals discrétionnaires qui ont, à travers le temps, un caractère réversif. Par conséquent, si les dirigeants gèrent intentionnellement à la hausse les résultats comptables avant l'augmentation de capital, il faudra s'attendre à leur baisse durant la période post augmentation, ce qui expliquerait la baisse des cours boursiers.

Une deuxième hypothèse est développée par Shivakumar (2000) qui semble redonner à l'efficience des marchés financiers sa place de choix. En effet, selon cette hypothèse (dite hypothèse des anticipations rationnelles), le marché anticipe la détérioration de la performance comptable au moment où l'augmentation de capital est annoncée.<sup>2</sup> L'annonce d'une augmentation de capital constitue donc, selon Shivakumar (2000), l'événement *dévoilant* la gestion antérieure des résultats comptables. Autrement dit, l'annonce de cet

---

<sup>1</sup> Cette hypothèse est basée sur les apports de la théorie politico – contractuelle (voir Cormier, 2001 pour plus de détail sur cette théorie).

<sup>2</sup> Cette hypothèse constitue une explication alternative (et non exclusive) par rapport à la théorie de Myers et Majluf (1984), en ce qui concerne la réaction négative du marché au moment de cette annonce, en particulier dans le contexte américain (Hansen et Krutchley, 1990 ; Kalay et Shimart, 1987 ; Masulis et Korwar, 1986 ; Asquith et Mullins, 1986).

événement *renseigne* les investisseurs sur une gestion probable des résultats comptables dans la période pré annonce.

A la lumière de l'évolution qu'ont connu les recherches en matière de gestion des résultats inhérente aux opérations d'augmentation de capital, notre recherche, basée sur les conclusions de Shivakumar (2000), constitue une continuité par rapport aux explications avancées en matière de comportement du marché et des dirigeants autour desdites opérations.

La recherche que nous développons, prend en considération la modalité de l'augmentation de capital (avec ou sans droit préférentiel de souscription), omise par les travaux antérieurs (Shivakumar, 2000 ; Rangan, 1998 ; Teoh et al., 1998). En effet, et en se référant aux travaux de Gajewski et Ginlinger (1996) et de Heinkel et Scharz (1986)<sup>3</sup>, nous supposons que la modalité d'augmentation de capital a une influence éminente aussi bien sur l'ampleur de la gestion des résultats comptables que sur son impact sur les rendements anormaux et sur la performance comptable future des entreprises émettrices de nouvelles actions. Cette hypothèse est justifiée par la nature des enjeux caractérisant chacune desdites modalités.

Les augmentations de capital françaises, objet de notre étude, se réfèrent à un cadre institutionnel bien particulier. Contrairement aux augmentations de capital américaines, les émissions de nouvelles actions en France se font dans la plupart des cas avec un droit préférentiel de souscription. Ce droit donne le privilège aux anciens actionnaires de souscrire aux nouvelles actions émises. Ce cadre "minimise" théoriquement les enjeux (entre dirigeants et actionnaires) qui accompagnent lesdites émissions. Par conséquent, tout développement qui se réfère à la théorie politico - contractuelle (qui sous-tend l'hypothèse de la gestion des résultats) pourrait être non fondé si notre analyse porte sur un contexte où les augmentations de capital sont, dans la majorité des cas, assorties de DPS. Ce constat est soulevé par la recherche de Heron et Lie (2004). Ces auteurs ne montrent aucune relation significative entre la performance comptable et les accruals discrétionnaires autour des opérations d'augmentation de capital avec DPS. Cependant, il semble que les résultats de ces auteurs ne peuvent pas être généralisés sur d'autres contextes. Par exemple, Ching et al. (2002) ainsi que Pastor et Poveda (2005) montrent que les entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS, cotées successivement sur le marché de Hong - Kong et d'Espagne, gèrent à la hausse leurs résultats comptables pour améliorer leur performance dans l'objectif d'induire en erreur les investisseurs.

---

<sup>3</sup> Ces deux recherches n'ont pas étudié la gestion des résultats comptables autour des augmentations de capital mais elles ont distingué les émissions de nouvelles actions avec DPS de celles faites sans DPS de point de vue contenu informationnel véhiculé au moment de leur annonce.

Notre objectif est de voir dans quelles mesures l'annonce d'une augmentation de capital permet au marché de résoudre le problème d'asymétrie d'information existant pendant la période pré annonce.

Notre variable clé d'analyse est la gestion des résultats mesurée par les accruals discrétionnaires. Elle est définie pour expliquer deux phénomènes qui semblent intriguer les chercheurs et les praticiens:

1. La détérioration de la performance comptable durant la période post augmentation de capital et,
2. La détérioration des rendements boursiers au moment de l'annonce de ladite augmentation.

Cette étude vise donc à tester les deux hypothèses suivantes :

**H1** : La gestion à la hausse des résultats dans la période pré augmentation de capital entraîne la détérioration de la performance comptable dans la période post augmentation de capital.

**H2** : Le marché financier réagit négativement à toute annonce d'augmentation de capital en réponse à une gestion à la hausse des résultats comptables dans la période pré augmentation.

Le reste de cet article s'organise comme suit : la deuxième section exposera les choix méthodologiques de l'étude. Une description de l'échantillon sera présentée au niveau de la troisième section. La quatrième section détaillera les résultats trouvés ainsi que leurs interprétations. Enfin, la cinquième section présentera les conclusions et les voies de recherches futures.

## II. CHOIX METHODOLOGIQUES

Pour répondre à notre problématique, trois variables sont à mesurer : la gestion des résultats, la performance comptable et la performance boursière des entreprises émettrices de nouvelles actions.

La gestion des résultats comptables est un concept central dans ce travail. Il est mesuré durant<sup>4</sup> chacune des trois années précédant l'augmentation (notées ainsi : -3, -2 et -1 et ce, successivement pour la troisième, deuxième et première année précédant l'année 0), l'année de l'augmentation (notée année 0) et chacune des trois années suivant l'augmentation (notées

---

<sup>4</sup> En se référant aux travaux de recherche de Teoh et al., (1998) et de McLaughlin et al., (1996), nous avons choisi de mesurer et d'analyser le phénomène étudié sur une période de sept ans : trois années avant et trois années après l'année de l'augmentation de capital.

ainsi : 1, 2 et 3 et ce successivement pour la première, la deuxième et la troisième année suivant l'année 0).

Dans le cadre de cette étude, la gestion des résultats comptables est représentée par les accruals discrétionnaires. Les accruals discrétionnaires constituent un *proxy* qui renseigne sur les *agissements discrétionnaires* des dirigeants des entreprises sur les charges et les produits n'ayant pas généré des entrées ou des sorties de fonds. Les accruals discrétionnaires sont issus de la différence entre les accruals totaux<sup>5</sup> et les accruals non discrétionnaires. Ces derniers reflètent le niveau normal des accruals que devrait contenir le résultat comptable de l'entreprise émettrice. Pour cette raison, on l'estime en se référant à un autre groupe d'entreprises (qui n'ont pas procédé à l'augmentation de leur capital) qui appartiennent au même secteur. Les accruals non discrétionnaires sont estimés par des modèles conçus pour cette fin. Dans notre étude, nous utilisons le modèle de Jones (1991)<sup>6</sup> en coupe instantanée pour estimer les accruals non discrétionnaires<sup>7</sup>.

La performance comptable, des entreprises émettrices de nouvelles actions, est mesurée par la variation du résultat net (normé par le total actif du début de période) durant chacune des

<sup>5</sup> Les accruals totaux sont la différence entre le résultat net et les cash-flows d'exploitation.

<sup>6</sup> Comme Rangan (1998) et Shivakumar (2000), nous avons choisi d'estimer les accruals non discrétionnaires par le modèle de Jones (1991). Dans son étude shivakumar (2000) argue que les accruals non discrétionnaires estimés par le modèle de Jones (1991) et ceux estimés par le modèle de Jones modifié (voir Dechow et al., 1995), ne sont pas qualitativement différents.

<sup>7</sup> Les accruals non discrétionnaires sont calculés ainsi :

$$AND_{it}/A_{it-1} = a_1 (1/A_{it-1}) + a_2 (\Delta CA_{it}/A_{it-1}) + a_3 (IMMO_{it}/A_{it-1}) \quad (1)$$

Avec:

$AND_{it}$ : les accruals non discrétionnaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant la période  $t$  ( $t = [-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3]$ ).

$A_{it-1}$ : l'actif total de l'entreprise émettrice  $i$  durant la période  $t-1$  ( $t = [-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3]$ ).

$\Delta CA_{it}$ : la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant la période  $t$  ( $t = [-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3]$ ).

$IMMO_{it}$ : les immobilisations corporelles brutes de l'entreprise émettrice  $i$  durant la période  $t$  ( $t = [-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3]$ ).

$a_1$ ,  $a_2$  et  $a_3$  sont estimés sur la base des données d'un échantillon d'entreprises non émettrices qui appartiennent au même secteur de l'entreprise pour laquelle nous envisageons de calculer les accruals non discrétionnaires à partir de la régression suivante :

$$Accruals_{it}/A_{it-1} = \hat{a}_1 (1/A_{it-1}) + \hat{a}_2 (\Delta CA_{it}/A_{it-1}) + \hat{a}_3 (IMMO_{it}/A_{it-1}) + \varepsilon_i \quad (2)$$

Avec :

$Accruals_{it}$ : les accruals totaux de l'entreprise  $i$  non émettrice et appartenant au même secteur de l'entreprise étudiée pendant l'année  $t$ .

$\hat{a}_1$ ,  $\hat{a}_2$  et  $\hat{a}_3$  sont les estimateurs de  $a_1$ ,  $a_2$  et  $a_3$  dégagés de la régression (1).

Une fois la partie non discrétionnaire des accruals des entreprises émettrices (AND) déterminée, nous calculons la partie discrétionnaire ainsi :

$$AD_{it}/A_{it-1} = accruals_{it}/A_{it-1} - AND_{it}/A_{it-1} \quad (3)$$

Avec :

$AD_{it}$ : les accruals discrétionnaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant la période  $t$  ( $t = [-3, -2, -1, 0, 1, 2, 3]$ ).

années suivant l'augmentation de capital par rapport à l'année qui précède cette augmentation (année -1)<sup>8</sup>. Cette variable s'écrit de la manière suivante :

$VAR_{i(-1,j)}$  : variation du résultat net de l'entreprise émettrice  $i$  de l'année  $j$  ( $j = [1,2,3]$ ) par rapport à l'année -1.

La réaction du marché financier est mesurée par les rendements anormaux calculés au moment de l'annonce de l'augmentation de capital. Le rendement anormal d'un titre donné à l'instant  $t$  qui figure sur la fenêtre d'événement est la différence entre le rendement observé durant ladite fenêtre d'événement<sup>9</sup> et le rendement théorique mesurée sur une période dite d'estimation<sup>10</sup>.

Les variables mesurées seront exploitées dans le cadre des modèles suivants :

La relation entre la performance comptable post augmentation et la gestion des résultats pré augmentation est décrite ainsi :

$$VAR_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_i \quad (i)$$

$$VAR_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 VIm_{i,-1+1} + a_4 MBV_{i,-1} + \zeta_i \quad (ii)$$

La relation entre la réaction du marché financier au moment de l'annonce de l'augmentation au BALO et la gestion des résultats pré augmentation est décrite ainsi:

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_i \quad (iii)$$

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 MBV_{i,-1} + \zeta_i \quad (iv)$$

Avec:

$VAR_{I(-1,j)}$  : variation du résultat net de l'entreprise émettrice  $i$  de l'année  $j$  ( $j = [1,2,3]$ ) par rapport à l'année -1

$AD_{i,-1}$ , les accruals discrétionnaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant l'année -1.

$RA_{it}$  : Le rendement anormal de l'entreprise émettrice  $i$  autour de la date de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

Les variables par lesquelles nous entendons contrôler le phénomène étudié sont :

$Taille_{i,-1}$  : C'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année - 1). Elle est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total de cette année (McLaughlin et al., 1996 ; Loughran et Ritter, 1997).

<sup>8</sup> Nous supposons, comme les recherches antérieures (Shivakumar, 2000 ; Rangan, 1998 ; Teoh et al., 1998), que la gestion des résultats comptables pratiquée par les entreprises émettrices de nouvelles actions est plus importante durant l'année -1.

<sup>9</sup> La fenêtre d'événement est de trois jours : un jour avant et un jour après la date 0. La date 0 est définie comme étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

<sup>10</sup> Pour mesurer les rendements théoriques, nous nous basons sur le modèle de marché. Le modèle de marché a été estimé en se basant sur l'indice boursier SBF 250 et avec une période d'estimation de 100 jours (50 jours avant la fenêtre d'événement et 50 jours après la fenêtre d'événement). Pour plus de détail sur l'estimation des rendements théoriques par les modèles de marché, voir Dumontier et Martinez (2001) et Martinez (1999).

$V_{Im_{i(-1,1)}}$  : C'est la variation des immobilisations corporelles (normées par les actifs totaux de l'année t-1) de l'année 1 par rapport à l'année -1. Cette variable donne une idée sur la part des fonds augmentés affectée pour l'acquisition des immobilisations corporelles (McLaughlin et al., 1996).

$MBV_{i-1}$  : C'est le ratio market-to-book value de l'entreprise i durant l'année -1. Ce ratio donne une idée sur les opportunités de croissance futures des entreprises émettrices.

### III. ECHANTILLON

L'échantillon de notre étude est constitué de 132 émissions de nouvelles actions faites par 112 entreprises françaises ayant augmenté leur capital en numéraires durant la période allant de 1990 à 1999, soit une période de 10 ans<sup>11</sup>. Notre échantillon initial est composé de 311 entreprises françaises émettrices de nouvelles actions dont les augmentations ont été autorisées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)<sup>12</sup>. De cet échantillon initial, nous avons éliminé toutes les entreprises appartenant aux secteurs bancaire et financier vu la réglementation spécifique régissant l'établissement de leurs états financiers.

Une deuxième élimination a porté sur les observations relatives à la deuxième augmentation faite par une entreprise de notre échantillon dans une période inférieure à trois années par rapport à l'année de la première augmentation. En effet, la performance comptable des entreprises émettrices est étudiée trois ans avant et trois ans après l'année de l'augmentation de capital. Retenir une augmentation de capital faite par la même entreprise durant cette même période, qui suit l'augmentation de capital, pourrait rendre interdépendants nos tests statistiques (Healy et Palepu, 1990 ; Loughran et Ritter, 1997).

Enfin, nous avons éliminé quelques observations relatives à des entreprises émettrices dont les états financiers ne sont pas disponibles dans la base de données *world scope* (notre source de données).

Le tableau 1 décrit la composition de l'échantillon de notre étude.

---

<sup>11</sup> En se référant à la littérature antérieure, nous pouvons remarquer que la période retenue s'étend généralement sur une dizaine d'années. L'étude de Loughran et Ritter (1997) a porté sur une période de 11 ans, celle de Teoh et al. (1998) a porté sur 14 ans.

<sup>12</sup> Rappelons que durant la période de l'étude, l'appellation de l'AMF est COB (commission des opérations de bourse).

**Tableau 1 : Description longitudinale de l'échantillon de l'étude**

Année	Nombre des augmentations	Marché		DPS	
		1 <sup>er</sup> marché	2 <sup>nd</sup> marché	Avec DPS	Sans DPS
<b>1990</b>	10 (7.57%)	06 (60%)	04 (40%)	07 (70%)	03 (30%)
<b>1991</b>	18 (13.65%)	11 (61.11%)	07 (38.89%)	13 (72.22%)	05 (27.78%)
<b>1992</b>	13 (9.85%)	10 (76.92%)	03 (23.08%)	08 (61.54%)	05 (38.46%)
<b>1993</b>	11 (8.33%)	10 (90.90%)	01 (9.10%)	05 (45.45%)	06 (54.55%)
<b>1994</b>	29 (21.97%)	13 (44.83%)	16 (55.17%)	21 (72.41%)	08 (27.59%)
<b>1995</b>	07 (5.30%)	03 (42.86%)	04 (57.14%)	04 (57.14%)	03 (42.86%)
<b>1996</b>	08 (6.06%)	02 (25%)	06 (75%)	05 (62.5%)	03 (37.5%)
<b>1997</b>	12 (9.09%)	07 (58.33%)	05 (41.67%)	08 (66.67%)	04 (33.33%)
<b>1998</b>	12 (9.09%)	08 (66.67%)	04 (33.33%)	05 (41.67%)	07 (58.33%)
<b>1999</b>	12 (9.09%)	08 (66.67%)	04 (33.33%)	09 (75%)	03 (25%)
<b>Total</b>	132 (100%)	78 (59.09%)	54 (40.91%)	85 (64.39%)	47 (35.61%)

Le tableau 1 décrit la distribution de 132 observations relatives aux entreprises françaises cotées sur le premier et le second marché et qui ont augmenté leur capital en numéraires sur la période allant de 1990 à 1999. Pour la deuxième colonne, le chiffre entre parenthèses représente le pourcentage des augmentations faites durant l'année considérée par rapport au nombre total des augmentations. Pour la troisième et la quatrième colonne, le chiffre entre parenthèses représente respectivement le pourcentage des entreprises émettrices de nouvelles actions cotées sur le premier marché et sur le second marché durant une année, par rapport au nombre total des entreprises émettrices durant la même année. Pour la cinquième et la sixième colonne, le chiffre entre parenthèses représente respectivement le pourcentage des augmentations de capital assorties d'un droit préférentiel de souscription (DPS) et non assorties de DPS durant une année donnée par rapport au nombre total des augmentations faites durant la même année.

## IV. RESULTATS

### 4.1. Profil des accruals discrétionnaires autour de l'augmentation de capital

Ce paragraphe s'intéresse à l'analyse du profil des accruals discrétionnaires durant les six années qui entourent symétriquement l'année de l'augmentation de capital. L'analyse a porté sur, tout d'abord, toutes les augmentations constituant l'échantillon, puis, sur les augmentations formant quatre quartiles allant du quartile des entreprises ayant géré à la baisse - *d'une manière agressive* - leurs résultats (quartile 1) au quartile des entreprises ayant géré à la hausse - *d'une manière agressive* - lesdits résultats (quartile 4).

**Tableau 2. Variation des accruals discrétionnaires autour des augmentations de capital françaises**

Années	-3	-2	-1	0	1	2	3
<b>Echantillon total</b>							
N	69	90	105	102	95	82	76
Médiane	0.0564	0.033	0.009	0.065	0.0796	0.065	0.075
Moyenne	0.107	0.216	-0.017	0.113	0.070	0.055	0.058
% accruals dis. positifs	68.12	57.78	53.33	36.72	61.05	63.41	64.47
Ecart-type	0.475	1.256	0.521	0.520	0.298	0.257	0.249
Min	-0.6727	-0.911	-4.360	-2.381	-1.259	-0.911	-1.042
Max	3.193	11.025	0.866	3.901	0.731	0.843	0.681
<b>Premier quartile</b>							
N	17	23	26	21	17	14	13
Médiane	-0.025	-0.024	-0.273	0.055	0.101	0.055	0.095
Moyenne	0.066	-0.090	-0.489	0.140	0.099	0.0251	0.1
% accruals dis. positifs	47.06	43.48	0	57.14	64.70	64.29	76.92
Ecart-type	0.314	0.251	0.829	1.0739	0.073	0.189	0.248
Min	-0.486	-0.547	-4.360	-2.381	-0.188	-0.277	-0.423
Max	0.840	0.416	-0.147	3.901	0.437	0.345	0.408
<b>Deuxième quartile</b>							
N	16	19	26	24	22	19	18
Médiane	0.015	0.0216	-0.048	0.0612	-0.0081	0.037	0.081
Moyenne	-0.057	0.744	-0.059	0.107	0.104	0.028	0.016
% accruals dis. positifs	62.5	52.63	11.54	75	45.45	52.63	61.11
Ecart-type	0.245	2.604	0.046	0.160	0.269	0.232	0.218
Min	-0.673	-0.971	-0.138	-0.162	-0.320	-0.486	-0.545
Max	0.260	11.025	0.007	0.371	0.731	0.511	0.295
<b>Troisième quartile</b>							
N	19	25	26	23	20	18	15
Médiane	0.119	0.06	0.102	0.075	0.082	0.023	0.187
Moyenne	0.097	0.156	0.094	0.088	0.076	0.037	0.163
% accruals dis. positifs	89.47	64	100	69.56	60	55.55	80
Ecart-type	0.106	0.547	0.058	0.221	0.240	0.201	0.193
Min	-0.138	-0.413	0.0095	-0.366	-0.285	-0.291	-0.132
Max	0.267	2.331	0.181	0.487	0.581	0.385	0.571
<b>Quatrième quartile</b>							
N	15	22	27	22	20	16	14
Médiane	0.057	0.132	0.312	0.117	0.070	0.186	0.067
Moyenne	0.249	0.166	0.369	0.137	0.106	0.166	0.082
% accruals dis. positifs	66.66	72.73	100	59.10	70	87.5	64.28
Ecart-type	0.871	0.325	0.165	0.254	0.255	0.200	0.230
Min	-0.534	-0.668	0.185	-0.340	-0.283	-0.303	-0.232
Max	0.193	0.827	0.866	0.784	0.611	0.556	0.681

Concernant l'échantillon total, la médiane<sup>13</sup> des accruals discrétionnaires à travers la période de l'étude ne connaît pas un profil à *tendance*. Rappelons qu'aux Etats-Unis, Rangan (1998), Teoh et al., (1998) et Shivakumar (2000) montrent que la médiane des accruals

<sup>13</sup> Pour décrire le profil des accruals discrétionnaires à travers le temps, nous nous basons sur l'analyse des médianes. La médiane est un indicateur statistique plus fiable que la moyenne dans les études où des mesures comptables sont comparées à travers les années (Il s'agit du problème de «Skewness» occasionné par la symétrie des données comptables à travers le temps). Aussi, la moyenne est un indicateur qui peut être biaisé par l'existence des observations extrêmes.

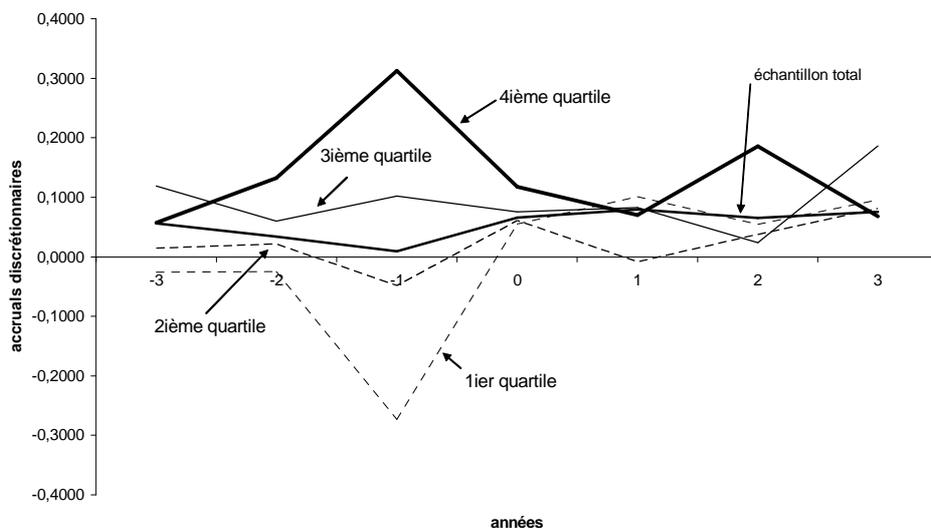
discrétionnaires s'améliore d'une manière significative durant les trois années qui précèdent l'augmentation de capital, surtout durant l'année -1.

Ces résultats descriptifs, qui ne donnent pas une idée sur le profil de la gestion des résultats comptables autour des augmentations de capital, sont, peut être, dus à l'hétérogénéité des entreprises émettrices : chacune a sa stratégie d'agir avant d'augmenter son capital.

A partir de l'analyse des quartiles, et plus précisément les quartiles opposés (quartiles 1 et 4), nous pouvons détecter l'effet réversif de la gestion des résultats comptables. En effet, si les entreprises affichent un niveau élevé (bas) des accruals discrétionnaires avant l'augmentation de capital, elles connaîtront une baisse (hausse) de ces mêmes accruals durant les trois années suivant l'augmentation. La figure 1 illustre la variation de la médiane des accruals discrétionnaires des entreprises émettrices autour des augmentations de capital étudiées.

Dans le paragraphe suivant, nous étudions l'impact du niveau des accruals discrétionnaires avant l'augmentation de capital sur la performance comptable future des entreprises émettrices.

**Figure 1 : Profil des accruals discrétionnaires autour des augmentations de capital françaises**



#### **4.2. Gestion des résultats et performance comptable postérieure à l'augmentation de capital**

La gestion à la hausse des résultats dans la période pré-augmentation de capital, peut-elle entraîner la détérioration de la performance comptable future des entreprises françaises émettrices de nouvelles actions ? C'est la question à la quelle nous proposons une réponse dans ce paragraphe.

La lecture du tableau 3 (les colonnes 1 I, 2 I et 3 I) montre que le pouvoir explicatif des modèles, où seule la variable  $AD_{i,-1}$ , est introduite est faible. Donc, pour toutes les entreprises de l'échantillon, la gestion des résultats comptables durant l'année qui précède l'augmentation de capital ne constitue pas un déterminant significatif de la variation de la performance comptable post augmentation.

En revanche, l'ajout des variables de contrôle semble améliorer les pouvoirs explicatifs des modèles avec des F de Fisher significatifs.

La variable variation des immobilisations est assortie d'un coefficient de régression négatif et significatif et ce, pour les trois années qui suivent l'augmentation de capital. Ce résultat suggère que l'affectation des fonds augmentés dans l'acquisition des immobilisations, retardera probablement l'obtention d'une bonne performance durant les années suivantes.

**Tableau 3 : Relation entre la variation de la performance des entreprises émettrices françaises et la gestion des résultats**

$$VAR_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_i \text{ (I)}$$

$$VAR_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 VIm_{i,-1,+1} + a_4 MBV_{i,-1} + \zeta_i \text{ (II)}$$

$VAR_{i(-1,j)}$  : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise i durant l'année j par rapport à l'année -1.  $AD_{i,-1}$ , les accruals discrétionnaires de l'entreprise émettrice i durant l'année -1.  $Taille_{i,-1}$  : c'est la taille de l'entreprise émettrice i dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année - 1). Elle est mesurée par le log naturel des actifs totaux de cette année.  $VIm_{i(-1,+1)}$  : C'est la variation du niveau des immobilisations (normée par les actifs totaux) de l'année 1 par rapport à l'année -1.  $MBV_{i,-1}$  : C'est le ratio market to book value de l'entreprise i dans l'année -1.

Entre parenthèses t de student. \* : significatif au seuil de 10%, \*\* significatif au seuil de 5% et \*\*\* significatif au seuil de 1%.

Année j	VAR <sub>i(-1,j)</sub> : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise i durant l'année j (j = [années, 1,2 et 3]) par rapport à l'année -1.					
	1		2		3	
	I	II	I	II	I	II
N	82	73	71	65	62	57
$AD_{i,-1}$	-0.087 (-0.781)	-0.082 (-0.800)	-0.121 (-1.016)	-0.128 (-1.053)	-0.104 (-0.813)	-0.101 (-0.804)
$Taille_{i,-1}$		<b>-0.277</b> <b>(-2.577)**</b>		-0.188 (-1.471)		-0.183 (-1.416)
$VIm_{i,-1,1}$		<b>-0.446</b> <b>(-4.15)***</b>		<b>-0.266</b> <b>(-2.075)*</b>		<b>-0.381</b> <b>(-2.91)***</b>
$MBV_{i,-1}$		-0.138 (-1.288)		<b>0.284</b> <b>(2.179)**</b>		-0.090 (-0.707)
$R^2$	0.7	29.5	1.5	12	1.1	18
$R^2$ ajusté	0.00	25.4	0.00	6.2	0.00	11.8
F	0.611	<b>7.204***</b>	1.032	<b>2.072*</b>	0.66	<b>2.903**</b>

Dans cet esprit, les entreprises de notre échantillon qui investissent le plus dans les immobilisations connaîtront plus de difficultés à réaliser une bonne performance durant les trois années suivant celle de l'émission<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> McLaughlin et al., (1996) trouvent un coefficient positif et significatif associé à la variable variation des immobilisations et ce, durant la deuxième année qui suit l'augmentation de capital. Ce résultat, montre que les entreprises émettrices qui investissent plus dans les immobilisations fructifient cet investissement deux années après l'augmentation.

Pour la variable market-to-book value, le coefficient de régression  $y$  relatif, est positif et significatif durant la deuxième année qui suit l'augmentation de capital. Les entreprises qui ont le plus d'opportunités de croissance connaissent une amélioration de leur performance durant la période post-augmentation. Ces résultats sont conformes à ce qui a été attesté par la littérature antérieure (voir par exemple Shivakumar, 2000).

Enfin, en ce qui concerne la variable taille, il paraît que les entreprises qui ont la taille la plus importante connaissent une détérioration significative de leur performance comptable durant la première année suivant l'année de l'augmentation. Durant les années suivantes, la taille de l'entreprise émettrice ne paraît pas influencer ladite performance.

Dans un but d'approfondir nos résultats et en se basant sur les apports de Gajewski et Ginglinger (2002) nous avons scindé l'échantillon de l'étude en deux groupes d'entreprises: un premier groupe de 85 entreprises ayant émis de nouvelles actions en maintenant le DPS et un groupe de 47 entreprises émettrices ayant émis leurs actions sans DPS. Pour voir s'il existe une différence entre les deux groupes en terme de gestion des résultats comptables durant l'année précédant l'augmentation de capital, nous avons eu recours à la technique de l'analyse de la variance (ANOVA). L'ANOVA tente de répondre à la question suivante : est-ce que les deux groupes d'entreprises gèrent de la même manière leurs résultats comptables dans la période pré augmentation de capital ?

Les résultats de ce test montrent que les deux groupes d'entreprises sont significativement différents comparés (avec un  $F$  de 3.269 et  $p = 0.074$ ) en terme d'accruals discrétionnaires publiés durant l'année -1.

Dans ce qui suit, nous étudions la relation gestion des résultats – performance comptable pour chacun des groupes constitués.

Le tableau 4 décrit les résultats empiriques relatifs au groupe d'entreprises émettrices avec DPS.

La lecture du tableau 4 montre que tous les coefficients de régression associés à la variable accruals discrétionnaires sont négatifs et significatifs et ce, pour toutes les années qui suivent l'augmentation de capital, en tenant compte ou non des variables de contrôle. Tous les modèles ont des  $R^2$  élevés et dans la majorité des cas, ils sont significatifs au seuil de 1%.

D'après les résultats indiqués, il semble que les opérations d'augmentation de capital avec DPS nous offrent la meilleure situation pour valider notre première hypothèse : il existe une relation négative et significative entre la gestion des résultats de la période pré augmentation de capital et la variation de la performance comptable de la période post augmentation. Autrement dit, la gestion des résultats dans la période pré augmentation de capital est un

déterminant significatif de la variation de la performance comptable dans la période post augmentation.

**Tableau 4 : Relation entre la variation de la performance des entreprises émettrices avec DPS et la gestion des résultats**

$$\text{VAR}_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 \text{AD}_{i,-1} + \zeta_i \text{ (I)}$$

$$\text{VAR}_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 \text{AD}_{i,-1} + a_2 \text{Taille}_{i,-1} + a_3 \text{VIm}_{i,-1,+1} + a_4 \text{MBV}_{i,-1} + \zeta_i \text{ (II)}$$

$\text{VAR}_{i(-1,j)}$  : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise  $i$  durant l'année  $j$  par rapport à l'année  $-1$ .  $\text{AD}_{i,-1}$ , les accruals discrétionnaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant l'année  $-1$ .  $\text{Taille}_{i,-1}$  : c'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année  $-1$ ). Elle est mesurée par le log naturel des actifs totaux de cette année.  $\text{VIm}_{i(-1,+1)}$  : C'est la variation du niveau des immobilisations (normée par les actifs totaux) de l'année  $1$  par rapport à l'année  $-1$ .  $\text{MBV}_{i,-1}$  : C'est le ratio market to book value de l'entreprise  $i$  dans l'année  $-1$ .

Entre parenthèses  $t$  de student. \* : significatif au seuil de 10%, \*\* significatif au seuil de 5% et \*\*\* significatif au seuil de 1%.

	VAR <sub>i(-1,j)</sub> : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise $i$ durant l'année $j$ ( $j =$ [années, 1,2 et 3]) par rapport à l'année $-1$ .					
Année $j$	1		2		3	
	I	II	I	II	I	II
N	55	49	48	44	41	38
AD <sub>i,-1</sub>	<b>-0.295</b> (-2.271)**	<b>-0.280</b> (-2.338)**	<b>-0.330</b> (-2.411)**	<b>-0.314</b> (-2.235)**	<b>-0.334</b> (-2.241)**	<b>-0.422</b> (-2.940)***
Taille <sub>i,-1</sub>		<b>-0.276</b> (-2.126)**		-0.120 (-0.820)		-0.094 (-0.649)
VIm <sub>i,-1,1</sub>		<b>-0.463</b> (-3.745)***		<b>-0.328</b> (-2.359)**		<b>-0.444</b> (-3.116)***
MBV <sub>i,-1</sub>		-0.096 (-0.726)		<b>0.359</b> (2.320)**		-0.131 (-0.889)
R <sup>2</sup>	8.7	37.1	11.00	28.5	11.2	33.7
R <sup>2</sup> ajusté	7	31.5	9.1	21.3	8.9	25.9
F	<b>5.158***</b>	<b>6.624***</b>	<b>5.811**</b>	<b>3.98***</b>	<b>5.022***</b>	<b>4.323***</b>

Pour le groupe d'entreprises qui émettent de nouvelles actions sans DPS, cette relation ne semble pas être significative (voir tableau 5). En effet, pour ce groupe, la gestion des résultats durant la période pré augmentation de capital n'influence pas significativement la variation de la performance comptable dans la période post augmentation.

Les résultats développés sont conformes à ceux de Ching et al., (2002) et contre intuitifs par rapport à ceux de Heron et Lie (2004) . En effet, Ching et al. (2000) montrent que la gestion à la hausse des résultats comptables avant les augmentations de capital avec DPS est suivie d'une détérioration du ratio retour sur actifs durant la période post augmentation. Ce phénomène n'est pas observé dans le cas des augmentations de capital sans DPS. Les auteurs concluent que seules les entreprises qui augmentent leur capital avec DPS gèrent leurs résultats comptables dans la période précédant l'augmentation de capital d'une *manière intentionnelle*<sup>15</sup> pour afficher une meilleure performance.

<sup>15</sup> Dans ce cadre, Ching et al. (2002) se basent sur un postulat (formulé initialement par Shivakumar, 2000) selon lequel la gestion des résultats comptables, avant l'augmentation de capital, est pratiquée d'une manière intentionnelle dans le but de fausser l'évaluation boursière de l'entreprise, si elle influence négativement la performance comptable post – augmentation.

**Tableau 5 : Relation entre la variation de la performance des entreprises émettrices sans DPS et la gestion des résultats**

$$\text{VAR}_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 \text{AD}_{i,-1} + \zeta_i \text{ (I)}$$

$$\text{VAR}_{i(-1,j)} = a_0 + a_1 \text{AD}_{i,-1} + a_2 \text{Taille}_{i,-1} + a_3 \text{VIm}_{i,-1,1} + a_4 \text{MBV}_{i,-1} + \zeta_i \text{ (II)}$$

$\text{VAR}_{i(-1,j)}$  : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise  $i$  durant l'année  $j$  par rapport à l'année  $-1$ .  $\text{AD}_{i,-1}$ , les accruals discrétionnaires de l'entreprise émettrice  $i$  durant l'année  $-1$ .  $\text{Taille}_{i,-1}$  : c'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année  $-1$ ). Elle est mesurée par le log naturel des actifs totaux de cette année.  $\text{VIm}_{i(-1,1)}$  : C'est la variation du niveau des immobilisations (normée par les actifs totaux) de l'année  $1$  par rapport à l'année  $-1$ .  $\text{MBV}_{i,-1}$  : C'est le ratio market to book value de l'entreprise  $i$  dans l'année  $-1$ .

Entre parenthèses  $t$  de student. \* : significatif au seuil de 10%, \*\* significatif au seuil de 5% et \*\*\* significatif au seuil de 1%.

VAR <sub>i(-1,j)</sub> : variables dépendantes : variation du résultat net de l'entreprise $i$ durant l'année $j$ ( $j = [\text{années}, 1, 2 \text{ et } 3]$ ) par rapport à l'année $-1$ .						
Année $j$	1		2		3	
	I	II	I	II	I	II
N	26	23	22	20	20	18
AD <sub>i,-1</sub>	0.017 (0.086)	0.038 (0.192)	0.290 (0.135)	-0.007 (-0.033)	0.010 (0.045)	0.060 (0.259)
Taille <sub>i,-1</sub>		-0.333 (0.126)		<b>-0.435</b> <b>(-1.898)*</b>		-0.310 (-1.240)
VIm <sub>i,-1,1</sub>		-0.281 (-1.285)		-0.108 (-0.432)		-0.133 (-0.487)
MBV <sub>i,-1</sub>		<b>-0.381</b> <b>(-1.850)*</b>		-0.366 (-1.575)		-0.477 (-1.837)
R <sup>2</sup>	0.000	30.5	0.1	30.2	0.000	28.7
R <sup>2</sup> ajusté	0.000	15.9	0.000	12.7	0.000	8.4
F	0.007	2.083**	0.018	1.73	0.002	1.410

Dans un contexte français, nous pouvons avancer les raisons institutionnelles pour expliquer les résultats de notre recherche. En effet, Gajewski et Ginglinger (2002) estiment que les augmentations de capital avec DPS créent une situation d'asymétrie d'information quant à la valeur fondamentale de l'entreprise émettrice durant la période pré augmentation de capital. Cette asymétrie d'information est causée par la nature institutionnelle des augmentations de capital avec DPS qui, contrairement aux augmentations sans DPS, ne sont pas caractérisées par une certification et un contrôle très exigeants de la part du souscripteur<sup>16</sup>. D'après les résultats de notre étude, il semble que les dirigeants des entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS tirent un avantage de cette situation caractérisée par un manque de contrôle et de transparence pour gérer intentionnellement les résultats comptables dans la période pré augmentation de capital. Cette gestion incontrôlée a pour objectif soit d'emprunter des revenus des résultats futurs (gestion à la hausse) soit de reporter des revenus excédentaires à la période future (gestion à la baisse) pour éviter une sous performance après l'augmentation de capital (voir Dumontier, 2003)).

<sup>16</sup> Rappelons que ces raisons avancées par la recherche de Gajewski et Ginglinger (2002) pour expliquer pourquoi les entreprises qui émettent de nouvelles actions avec DPS connaissent une chute significative de leurs cours boursiers au moment où elles annoncent une augmentation de capital. Ces mêmes raisons pourraient aussi expliquer les résultats de la recherche de Jeanneret (2000) qui a montré que seules les entreprises émettrices d'actions assorties de DPS connaissent une détérioration de leurs cours boursiers dans les trois années qui suivent l'augmentation de capital.

### 4.3. Gestion des résultats et performance boursière des entreprises émettrices

Selon les développements faits jusqu'à maintenant, nous nous attendons à ce que la gestion à la hausse des résultats comptables ait un effet négatif sur la réaction du marché financier au moment de l'annonce de l'augmentation de capital.

Le tableau 6 (Panel A) montre que la relation entre les rendements anormaux mesurés le jour de l'annonce de l'augmentation de capital et les accruals discrétionnaires de l'année -1 est négative (-0.38) et significative au seuil de 1%. Aussi, le coefficient de détermination et le coefficient de détermination ajusté sont de l'ordre de 14.6% et 13% successivement. Le F de Fischer est significatif au seuil de 1%.

**Tableau 6. : Relation entre la gestion des résultats comptables et la performance boursière des entreprises émettrices françaises**

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_i$$

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 MBV_{i,-1} + \zeta_{it}$$

$RA_{i,0}$  = rendement anormal de l'entreprise émettrice  $i$  à la date 0. La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$RA_{i,[-1,1]}$  = rendement anormal moyen de l'entreprise émettrice  $i$  sur la fenêtre  $[-1 ; 1]$ . La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$AD_{i,-1}$  = les accruals discrétionnaires de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$Taille_{i,-1}$  = c'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$MBV_{i,-1}$  = c'est le ratio market-to-book value de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$a_i$  = coefficient de régression.

T = t de student

\* : significatif au seuil de 10%

\*\* : significatif au seuil de 5%

\*\*\* : significatif au seuil de 1%

Variable dépendante	N	% R <sup>2</sup>	% R <sup>2</sup> ajusté	F	Variables indépendantes					
					AD <sub>i,-1</sub>		Taille <sub>i,-1</sub>		MBV <sub>i,-1</sub>	
					a <sub>1</sub>	T	a <sub>2</sub>	T	a <sub>3</sub>	T
<b>Panel A</b>										
$RA_{i,0}$	57	14.6	13	9.54***	<b>-0.38</b>	<b>-3.09***</b>				
$RA_{i,0}$	54	20.9	16.3	4.50***	<b>-0.41</b>	<b>-3.29***</b>	0.16	1.29	-0.16	-1.29
<b>Panel B</b>										
$RA_{i,[-1,1]}$	57	11.8	10.3	7.52***	<b>-0.34</b>	<b>-2.74***</b>				
$RA_{i,[-1,1]}$	54	20	15.3	4.25***	<b>-0.35</b>	<b>-2.83***</b>	0.22	1.74	-0.21	-1.65

Ces résultats montrent que les entreprises qui gèrent à la hausse leurs résultats comptables avant l'augmentation de capital connaissent une détérioration significative de leurs cours boursiers le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO. Ces résultats semblent valider notre deuxième hypothèse.

Lorsque nous ajoutons les variables de contrôle, à savoir la taille (de l'année -1) et le ratio market-to-book value (de l'année -1), le pouvoir explicatif de la relation augmente pour atteindre 16.3% (pour le coefficient de détermination ajusté) et le F de Fischer reste significatif au seuil de 1%.

Le panel B du tableau 6 décrit les résultats qui ont trait à la relation entre la gestion des résultats comptables dans la période pré augmentation de capital et les rendements anormaux mesurés sur la fenêtre [-1 ; 1], c'est à dire durant trois jours centrés sur le jour de la publication de l'annonce au BALO. Pour ce test, nous aboutissons aux mêmes résultats décrits par le panel A du même tableau.

Pour analyser l'impact de la modalité de l'augmentation de capital, nous avons testé cette même relation, distinctement pour les entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS et pour celles émettant sans DPS.

**Tableau 7. : Relation entre la gestion des résultats comptables et la performance boursière des entreprises émettrices françaises (avec DPS)**

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_i$$

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 MBV_{i,-1} + \zeta_{it}$$

$RA_{i,0}$  = rendement anormal de l'entreprise émettrice  $i$  à la date 0. La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$RA_{i,[-1,1]}$  = rendement anormal moyen de l'entreprise émettrice  $i$  sur la fenêtre [-1 ; 1]. La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$AD_{i,-1}$  = les accruals discrétionnaires de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$Taille_{i,-1}$  = c'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$MBV_{i,-1}$  = c'est le ratio market to-book-value de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année -1).

$a_i$  = coefficient de régression.

T = t de student

\* : significatif au seuil de 10%

\*\* : significatif au seuil de 5%

\*\*\* : significatif au seuil de 1%

Variable dépendante	N	% R <sup>2</sup>	% R <sup>2</sup> ajusté	F	Variables indépendantes					
					AD <sub>i,-1</sub>		Taille <sub>i,-1</sub>		MBV <sub>i,-1</sub>	
					a <sub>1</sub>	T	a <sub>2</sub>	T	a <sub>3</sub>	T
<b>Panel A</b>										
RA <sub>i,0</sub>	38	19.7	17.6	9.10***	<b>-0.44</b>	<b>-3.02***</b>				
RA <sub>i,0</sub>	35	26.2	19.3	3.79**	<b>-0.48</b>	<b>-3.14***</b>	0.14	0.82	-0.19	-1.12
<b>Panel B</b>										
RA <sub>i,[-1,1]</sub>	38	18	15.8	8.13***	<b>-0.42</b>	<b>-2.85***</b>				
RA <sub>i,[-1,1]</sub>	35	30.4	23.9	4.66***	<b>-0.44</b>	<b>-2.94***</b>	0.29	1.79	<b>-0.32</b>	<b>-1.99*</b>

La lecture des tableaux 7 et 8 montre que seules les entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS connaissent une relation négative et significative entre la gestion des résultats comptables durant l'année -1 et la réaction des cours boursiers au moment de l'annonce de ladite augmentation<sup>17</sup>. Autrement dit, il semble que l'intensité de la gestion des résultats comptables avant l'augmentation de capital influence inversement et significativement l'évaluation des entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS au moment où elles annoncent leur augmentation de capital au BALO. Pour les entreprises émettrices de nouvelles actions sans DPS, il paraît que les investisseurs financiers prennent en

<sup>17</sup> Ce résultat est identique dans le cas où les rendements boursiers anormaux ont été mesurés le jour de l'annonce de l'augmentation ou durant les trois jours centrés sur le jour de l'augmentation.

considération d'autres données, autres que celles prises en considération par notre étude, pour les besoins de ladite évaluation.

**Tableau 8 : Relation entre la gestion des résultats comptables et la performance boursière des entreprises émettrices françaises (sans DPS)**

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + \zeta_{it}$$

$$RA_{it} = a_0 + a_1 AD_{i,-1} + a_2 Taille_{i,-1} + a_3 MBV_{i,-1} + \zeta_{it}$$

$RA_{i,0}$  = rendement anormal de l'entreprise émettrice  $i$  à la date 0. La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$RA_{i,-1,1}$  = rendement anormal moyen de l'entreprise émettrice  $i$  sur la fenêtre  $[-1 ; 1]$ . La date 0, étant le jour de l'annonce de l'augmentation de capital au BALO.

$AD_{i,-1}$  = les accruals discrétionnaires de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année  $-1$ ).

$Taille_{i,-1}$  = c'est la taille de l'entreprise émettrice  $i$  dans l'année qui précède l'augmentation de capital (année  $-1$ ).

$MBV_{i,-1}$  = c'est le ratio market-to-book value de l'entreprise  $i$  durant l'année qui précède l'augmentation de capital (année  $-1$ ).

$a_i$  = coefficient de régression.

T = t de student

\* : significatif au seuil de 10%

\*\* : significatif au seuil de 5%

\*\*\* : significatif au seuil de 1%

Variable dépendante	N	% R <sup>2</sup>	% R <sup>2</sup> ajusté	F	Variables indépendantes					
					AD <sub>i,-1</sub>		Taille <sub>i,-1</sub>		MBV <sub>i,-1</sub>	
					a <sub>1</sub>	T	a <sub>2</sub>	T	a <sub>3</sub>	T
<b>Panel A</b>										
RA <sub>i,0</sub>	18	6.3	0.8	1.14	-0.25	-1.07				
RA <sub>i,0</sub>	18	12	00	0.68	-0.26	-1.88	0.20	0.79	-0.09	-0.378
<b>Panel B</b>										
RA <sub>i,-1,1</sub>	18	1.2	00	0.204	-0.11	-0.45				
RA <sub>i,-1,1</sub>	18	5.8	00	0.31	-0.11	-0.45	0.15	0.60	-0.11	-0.44

Donc, et en se référant aux résultats du test précédent, il paraît que l'annonce de l'augmentation de capital au BALO attire, l'attention de l'investisseur financier tout d'abord, sur la probabilité d'une gestion à la hausse des résultats antérieure et puis, sur les conséquences néfastes de cette gestion sur la performance future des entreprises émettrices de nouvelles actions assorties de droits préférentiels. De ce fait, il paraît que l'augmentation de capital constitue le moment où l'investisseur financier *corrige* la valeur de l'entreprise émettrice. Ce développement nous conduit à qualifier l'annonce de l'augmentation de capital avec DPS comme *une force de rappel invisible qui ramène au bout d'un certain temps les cours boursiers vers leur valeur fondamentale* (Gillet, 1999). Bien entendu, cette force de rappel suppose que le marché financier est un cadre efficient où évoluent des investisseurs financiers suffisamment rationnels savant évaluer *correctement* un titre boursier. Cette évaluation serait d'autant plus rationnelle si l'investisseur financier pouvait anticiper la performance future de l'entreprise en question.

Pour les entreprises émettrices de nouvelles actions sans droit préférentiel de souscription, les résultats relatifs au test de la première hypothèse suggèrent quelles ne sont pas concernées par l'effet réversif de la gestion des résultats comptables de la période pré augmentation de

capital. En effet, l'investisseur financier français semble être conscient que les entreprises émettrices de nouvelles actions sans DPS, même si elles ont géré à la hausse leurs résultats comptables dans la période pré augmentation, ne connaîtront pas une détérioration de leur performance comptable durant la période post augmentation de capital. Dans la mesure où la gestion à la hausse des résultats antérieure à l'augmentation n'entraîne pas la détérioration des résultats comptables dans la période post augmentation de capital, l'investisseur financier *tolère* ladite gestion et par conséquent ne révisé pas à la baisse les cours boursiers au moment de l'annonce de ladite augmentation.

## **V. CONCLUSIONS ET VOIES DE RECHERCHES FUTURES**

Dans cette étude, nous avons analysé l'effet réversif de la gestion des résultats autour des augmentations de capital françaises et sa relation avec l'évaluation boursière des entreprises émettrices de nouvelles actions.

Les résultats montrent que seuls les accruals discrétionnaires des entreprises qui émettent de nouvelles actions avec DPS connaissent cet effet réversif dont le sens semble influencer la nature de la réaction du marché financier au moment de l'annonce de la nouvelle émission. En effet, la gestion à la hausse des résultats comptables avant une augmentation de capital avec DPS semble causer la détérioration desdits résultats durant la période post augmentation. Au moment de l'annonce de l'augmentation de capital, les investisseurs révisent à la baisse les cours boursiers des entreprises émettrices de nouvelles actions avec DPS car ils anticipent la détérioration de leur performance comptable future.

Les résultats de cette recherche contribuent à une meilleure compréhension de la manière avec laquelle les modalités d'augmentation de capital constituent un signal pertinent pour réduire l'asymétrie d'information (causée par la gestion antérieure des résultats comptables) entre investisseurs financiers et dirigeants au moment de l'annonce de l'augmentation.

Ce travail de recherche qui a mis l'accent sur la gestion des résultats comptables et sa relation avec l'évaluation du marché financier a omis de répondre à la question suivante : est ce qu'il y a un seuil de gestion des résultats à partir duquel le marché commence à sanctionner les entreprises manipulatrice ? Les recherches futures peuvent se concentrer sur la détermination d'un seuil de tolérance représentant le niveau de la gestion des résultats comptables accepté par l'investisseur financier qui, au dessus duquel, il commence à réviser à la baisse les cours

boursiers des entreprises émettrices de nouvelles actions qui gèrent à la hausse leurs résultats comptables dans la période pré augmentation de capital.

Aussi les recherches futures peuvent approfondir les raisons qui poussent les entreprises émettrices à gérer à la baisse leurs résultats comptables durant la période pré augmentation de capital. Dans ce cadre, ces recherches peuvent, en suivant la méthodologie de Gajewski et Quéré (2001), comparer les résultats comptables, si ceux-ci n'avaient pas été gérés, et les prévisions des analystes financiers. Dans le cas où lesdits résultats dépassent les prévisions des analystes financiers, il faudrait vérifier si les entreprises émettrices de nouvelles actions les gèrent à la baisse pour reporter une partie des revenus aux résultats futurs lorsqu'ils s'attendent à ce que la performance postérieure à l'augmentation de capital soit peu prometteuse (Dumontier, 2003).

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Asquith p. & D. W. Mullins (1986), " Equity Issues and Offering Dilution" *Journal of Financial Economics* 15. pp. 69 – 89.
- Ching. K.M.L, Firth. M & M. Rui (2002), " Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings " *Papier de travail The Hong Kong Polytechnic University*.
- Cormier. D. " Comptabilité anglo – saxonne et internationale", COOP UQUAM éditeur, 470 pages.
- Dechow, P., R. Sloan et A. Sweeney. (1995), " Detecting earnings management " , *The Accounting Review* 70(2): pp. 193-225.
- Denis. DJ & A. Sarin. (2001), " Is the Market Surprised by Poor Earnings Realisation Following Seasoned Equity Offering? " *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, June.
- Dumontier. P, (2003), " Les Manipulations Comptables et la Qualité de l'Information Communiquée aux Investisseurs", *La Revue du Financier*, n° 139, pp. 66 – 73.
- Dumontier. P et I. Martinez, (2001), " les Etudes d'Événement en Comptabilité Financière " pp. 103 – 116. in "faire de la recherche en comptabilité financière" Edition Vuibert – FNEGE.
- Gajewski J.F. & E. Ginglinger, (1996), " Augmentation de Capital en Présence d'Asymétrie d'Information ", *Revue Finéco (Canada)*, Vol. 6, n° 1 & 2, pp. 31 – 54.
- Gajewski J.F. & E. Ginglinger (2002), " Seasoned Equity Issues In A Closely Held Market : Evidence From France " *European Finance Review*, 6, 3, pp. 291 – 319.
- Gajewski J.F. & B. Quéré (2001), " The information Content of earnings and turnover announcements in France" *The European Accounting Review*, Vol 10, pp. 679 – 704.
- Gillet. P, (1999), " L'efficacité des marchés financiers ", éditions Economica.
- Hansen R.S. & C.E. Crutchley (1990), " Corporate Earnings and Financing: An Empirical Analysis ", *Journal of Business*, , Vol. 63, n° 3, pp. 347 – 371.
- Healy. P. & K. G. Palepu, (1990), " Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers " *Journal of Accounting Research*, 28, pp. 25 – 48.
- Henkel. R & E. S. Schwarz (1986), " Right Versus Underwritten Offerings : An Asymmetric Information Approach " *Journal of Finance* 41. pp. 1 – 18.

- Heron R & K Lie (2004), “ A comparison of the Motivation for and the Information Content of Different Types of Equity Offerings ”, *Journal of Business*, 77, pp. 605 – 632.
- Jeanneret. P (2000), “ Use Of The Proceeds And Long – Term Performance Of French SEO Firms ”, *Papier de travail*, Institut de l'entreprise. <http://www.unine.ch/gge/welcome-e.html>.
- Jones, J.(1991), “ Earnings management during import relief investigations ”, *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 193-228.
- Kalay. A. & A. Shimart, (1987), “ Firm Value and Seasoned Equity Issues ”, *Journal of Financial Economics*, , Vol. 19, pp. 109 –126.
- Loughran. T. & J. Ritter (1995), “ The New Issues Puzzel ” *Journal of Finance*. 50,1, pp. 23-51.
- Loughran. T. & J. Ritter, (1997), “ The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings ” *Journal of Finance*. 52, pp. 1823-1850.
- Martinez. I. (1999), “ Les Réactions du Marché Français des Actions aux Emissions de Titres : Le Type de Société, Familiale ou Non Familiale, a – t – il une Influence ? ” *papier de travail*, GDO – ESUG, Université Toulouse I.
- Masulis R. W & A. N. Korwar (1986), “ Seasoned Equity Offerings An Empirical Investigation ” *Journal of Financial Economics* 15, pp. 91 – 118.
- McLaughlin R, A Safieddine & Vasudevan (1996), “ The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers : Free cash flow and post – Issue Performance ” *Financial Management*, Winter. P41 – 53.
- Myers. S. & N. Majluf (1984), “ Corporate Finance and Investments Decisions: When Firms Have Information That Investors do Not Have ” *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187 – 221.
- Pastor. M.J & Poveda. F. (2005), “ Earnings Management as an Explanation of the Equity Puzzle ” *Papier de travail*, Universidad alicante.
- Rangan. S. (1998), “ Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offering ” *Journal of Finance*, 50, pp. 101-122.
- Shivakumar. L. (2000), “ Do firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned equity Offerings? ” *Journal of Accounting and Economics*, 29 pp. 339-371.
- Spiess. D. K. & J. Affleck – Graves. (1995), “ Underperformance in Long – Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings ” *Journal of Financial Economics*, 38, 243 –268.
- Teoh, S.; I. Welch & T. Wong. (1998 a), “ Earning Management and the Post – Issue Underperformance of Seasoned Equity Offering ” *Journal of Financial Economics*. 50, pp. 63 – 100.
- Yoon S. Y & G. Miller (2002), “ Earnings Management of Seasoned Equity Offering Firms In Korea ”, *The international journal of accounting* 37 pp. 57 – 78.