



HAL
open science

Structure financière, gestion des résultats et caractéristiques de la firme

Sondes Draief

► **To cite this version:**

Sondes Draief. Structure financière, gestion des résultats et caractéristiques de la firme. COMPT-ABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00548113

HAL Id: halshs-00548113

<https://shs.hal.science/halshs-00548113>

Submitted on 18 Dec 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.

Structure financière, gestion des résultats et caractéristiques de la firme

Sondes DRAIEF

Assistante à l'Institut Supérieur de Gestion Industrielle de Sfax.
draiefsondess@yahoo.fr

Résumé:

L'objectif de cet article est d'étudier la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats. En nous basant sur un échantillon de 377 firmes américaines (extraites de Fortune1000), pour la période 1994-2001, nos résultats montrent l'absence de monotonie stricte entre la dette et la gestion des résultats et ce contrairement à la formulation de la théorie positive de la comptabilité. De plus, l'impact de l'endettement dans l'amplification ou l'atténuation de la gestion des résultats dépend des caractéristiques de la firme : En effet, nous avons trouvé qu'un free cash flow excessif, une forte diversification et une faible distribution des dividendes constituent un terrain favorable à la discrétion managériale et affectent positivement les accruals discrétionnaires. Cette tendance semble être découragée par une augmentation de l'endettement qui constitue dans ces conditions un mécanisme de contrôle explicite des coûts d'agence du free cash flow et atténue l'asymétrie d'information entre les parties prenantes. Cependant, un accroissement de la dette incite les dirigeants à gérer les résultats dans les firmes qui disposent de fortes proportions d'actifs tangibles et qui distribuent un niveau élevé de dividendes. Ces manipulations comptables ont dans ce cas pour objectif d'éviter une violation des clauses d'endettement. De plus, l'excès de l'endettement pousse les dirigeants des firmes en croissance à gérer les résultats et ce afin d'éviter les problèmes de sous investissement. Cette association positive est observée aussi dans les firmes en détresse financière afin de réduire la perception du risque de faillite de la part des investisseurs qu'un excès d'endettement pourrait occasionner.

Mots clefs : politique d'endettement, gestion des résultats, caractéristiques de la firme

Structure financière, gestion des résultats et caractéristiques de la firme

1. INTRODUCTION

Les entreprises se livrent depuis longtemps à une gestion des résultats. Ce phénomène a donné lieu à une littérature abondante et même à des controverses entre académiciens, praticiens et chercheurs. Sans enfreindre les règles comptables, les dirigeants, de part leur position stratégique, ont la possibilité d'influencer la présentation et le contenu des états financiers en profitant des lacunes comptables et des latitudes managériales (Breton et Stolowy 2000). L'objectif de ces manipulations comptables est de dévier intentionnellement les résultats rapportés vers un seuil désiré (Clikeman, Geiger et O'Connel 2000) afin de s'approprier des gains personnels (Schipper, 1989), d'induire en erreur les investisseurs ou d'influencer les contrats dépendants des chiffres comptables (Healy et Wahlen, 1999).

Ce phénomène a été lourdement critiqué. En effet, dans son discours du 28 septembre 1998 intitulé « *The numbers game* », Arthur Levitt, un ancien président de la SEC, a attaqué les pratiques de gestion et de lissage des résultats dans certaines sociétés cotées: « *Dans les efforts zélés déployés pour dégager un résultat correspondant aux estimations consensuelles et projeter une courbe nivelée de bénéfices, il se pourrait bien que les désirs l'emportent sur la fidélité de la présentation. En conséquence, j'ai bien peur que nous assistions actuellement à une érosion de la qualité des résultats présentés et, de ce fait, de la qualité de l'information financière.* »

Avec les récents scandales financiers (Enron, Worldcom, Tyco...), la question de la gestion des résultats occupe actuellement le devant de la scène de l'actualité américaine. En effet, ces bouleversements ont fait réaliser à quel point les entreprises (même les plus grandes) peuvent être dans certains cas vulnérables aux fraudes et aux manipulations.

La littérature financière avance plusieurs motivations à la gestion des résultats. Certaines se rapportent à la théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986), qui repose sur l'utilisation des chiffres comptables pour gérer des enjeux contractuels, et concernent principalement le contrat d'endettement (DeFond et Jiambelvo, 1994 ; Dichev et Skinner, 2002), le contrat de rémunération (Gaver et al, 1995) et les coûts politiques. D'autres motivations, liées au marché de capitaux, et touchent essentiellement les transactions des

insiders (Béneish et al, 2001), l'émission d'actions (Erikson et al, 1999) et l'atteinte des prévisions des analystes (Dechow et al, 2000).

Kim (2001) avance que le choix de la politique comptable est le reflet des conflits d'agence au sein de l'entreprise et d'une asymétrie d'information en faveur du dirigeant au détriment des *stakeholders*. Dans ce contexte, le contrat d'endettement constitue une pièce maîtresse à réduire l'asymétrie d'information et à diminuer l'attitude discrétionnaire des dirigeants vis à vis des actionnaires.

En effet, la théorie des signaux (Ross, 1997) s'inscrivant dans un cadre de l'asymétrie de l'information, considère la dette comme un signal donné par les dirigeants sur les flux présents et futurs de l'entreprise. En ce sens, Ross (1977), montre que seules les firmes performantes sont prêtes à supporter un endettement relativement important car elles sont en mesure d'honorer leurs engagements sans aucun problème. L'endettement est considéré alors comme un signal de la bonne situation financière de la firme.

Outre son rôle ex-ante de réduire l'asymétrie de l'information, la dette peut être également utilisée pour réduire le conflit ex-post entre les actionnaires et les dirigeants (la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976)). Jensen et Meckling (1976) considèrent que les intérêts des parties prenantes sont divergents et conflictuels. Ces conflits d'intérêt font subir des coûts d'agence qui sont de nature à réduire la valeur totale de la firme. Les deux auteurs considèrent la dette comme un moyen de contrôle des dirigeants les contraignant à être performants.

Partant de ces constats, nous considérons la politique d'endettement comme un moyen de contrôle des dirigeants qui limitent leur opportunisme et constitue une véritable contrainte aux manipulations comptables.

Néanmoins, la littérature financière attribue à la dette des effets néfastes pour les autres partenaires de la firme. En effet, la politique d'endettement semble aggraver les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers, puisque les actionnaires/ dirigeants vont profiter de leur liberté de gestion des fonds confiés par les créanciers et s'approprier une richesse détournée.

Dans ce contexte, les managers peuvent utiliser la marge de manœuvre conférée par les variables comptables pour gérer les résultats à leur avantage. L'objectif de ces manipulations comptables est d'éviter la violation des clauses limitatives des contrats d'endettement qui seraient coûteuses (Defond et Jiambelvo, 1994 et Sweeney, 1994), de bénéficier d'une baisse du coût de financement qu'un endettement supplémentaire pourrait occasionner et de réduire la perception du risque de faillite (Djama, 2003).

Dés lors, l'effet net de l'endettement sur la gestion des résultats paraît ambigu. En effet, ce dernier est considéré comme un mécanisme indispensable pour réduire l'asymétrie de l'information et diminuer le comportement discrétionnaire des dirigeants vis à vis des actionnaires, mais aussi une source de conflits avec les créanciers qui amplifie la gestion des résultats.

L'idée de base de cette recherche est d'étudier la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats en considérant que les motifs de choix de la structure financière constituent une motivation à la gestion des résultats et en même temps un moyen de contrôle des dirigeants les contraignant à être performants.

Le reste de cet article est organisé comme suit : Dans la section suivante, nous présentons une revue de la littérature des études ayant trait à la relation entre la gestion des résultats et la politique d'endettement et nous annonçons nos hypothèses de recherche. La troisième section est consacrée à la présentation de notre échantillon et la méthodologie adoptée. La quatrième section présente une interprétation de nos résultats empiriques. La dernière section synthétise nos principaux constats empiriques

2. POLITIQUE D'ENDETTEMENT ET GESTION DES RESULTATS: DISCUSSION THEORIQUE ET HYPOTHESES DE RECHERCHE

La relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats a constitué un vaste champ de réflexion pour les chercheurs de la théorie positive (Watts et Zimmerman, 1986, 1990). Ces derniers concluent que toutes choses égales par ailleurs, les firmes les plus endettées cherchent à incorporer dans leur situation actuelle des résultats futurs par le biais de techniques comptables appropriées. Cette hypothèse est dérivée d'une hypothèse plus théorique selon la quelle, les managers sont incités à prendre des décisions, en matière de présentation des états financiers, qui réduisent la probabilité de violation des engagements convenus au sein des contrats d'endettement (Watts et Zimmerman, 1986,1990).

Richardson (1998) soutient l'idée que les contrats des dettes préconisent des motivations pour gérer le résultat, afin d'éviter d'enfreindre les conventions relatives à ces contrats. Ainsi, lorsque l'asymétrie de l'information est assez élevée, les managers cherchent à manipuler les bénéfices aux alentours de ces contrats, sans avoir à être découverts.

Sur le plan empirique, plusieurs chercheurs confirment l'hypothèse que les clauses des contrats d'endettement sont étroitement liées à une gestion agressive des résultats. Dans ce contexte, Defond et Jambalvo (1994), en étudiant un échantillon d'entreprises qui ont effectivement violé les conventions et accords signés, dans le contrat de dettes, rapportent

que les bénéfices sont gonflés, un an avant la violation des engagements convenus. Les deux auteurs interprètent ce résultat comme un moyen pour minimiser la survenance de violations futures des engagements convenus.

Dans le même courant d'investigation, Sweeney (1994) démontre que la violation des clauses est précédée par un changement, au niveau des méthodes comptables, qui entraîne une hausse fictive du bénéfice. En examinant, les stratégies adoptées au niveau des accruals, il trouve que les firmes enregistrent des accruals discrétionnaires significativement positifs, un an avant le défaut technique des clauses relatives à l'endettement. Il conclut que les dirigeants emploient les accruals discrétionnaires pour accroître fictivement le résultat et éviter, par la même occasion, les violations des accords signés avec les obligataires.

Dans le même esprit, les études récentes de Dichev et Skinner (2002) portent sur un échantillon de firmes, en difficulté financière, ayant violé leur contrat d'endettement. Ils ont étudié le comportement de ces firmes dans le temps en le comparant à celui des firmes présentant des caractéristiques similaires mais ayant honoré à leur obligation contractuelle. Les deux auteurs constatent qu'étant données les conséquences néfastes de la violation des accords du contrat des dettes pour les entreprises en difficulté financière (renégociation de la dette, obligation de remboursement, perte de contrôle de la société (Smith et Warner, 1979)), les motivations pour manipuler le résultat et respecter par voie de conséquence ces accords, sont très accrues. Ils tirent la conclusion à la fin de leur travail, que le nombre des entreprises qui sont au-dessous des seuils, établis lors de la signature du contrat des dettes, est anormalement petit alors que le nombre des entreprises au-dessus de ces seuils est anormalement grand. Ceci implique que les managers entreprennent les actions nécessaires pour éviter le risque de défaut, même en recourant à des actions illégales.

De leur côté, DeAngelo, DeAngelo et Skinner (1994) et Janes (2003) trouvent que les entreprises proches de la violation de leurs clauses d'endettement ajustent à la baisse leurs résultats. Les auteurs suggèrent que cette baisse des indicateurs de performance est expliquée par un contrôle accru des auditeurs dans ces situations, et le désir de dramatiser la situation et obtenir une renégociation des termes des contrats qui soit favorable à l'entreprise.

Richardson et al. (2002) et Breton et Schatt (2003) élargirent le champ d'investigation de cette hypothèse en montrant que l'endettement présente en lui-même (plutôt que les clauses d'endettement) la variable déterminante des manipulations comptables. Pour ces chercheurs, les choix comptables d'une entreprise reflètent ses problèmes financiers plutôt que le désir de se conformer aux conventions du contrat. Ils trouvent que les firmes les plus endettées ajustent à la hausse les résultats tant pour présenter une situation financière avantageuse à

l'égard de ses investisseurs externes que pour obtenir un financement externe à moindre coût. D'autres recherches ont testé l'effet du taux d'endettement sur le choix d'un ensemble de méthodes comptables à savoir : les méthodes d'évaluation des stocks, l'amortissement, la comptabilisation des dépenses en recherches et développement...

Smith et al. (1982) étudient l'effet du taux d'endettement sur le choix de la méthode d'amortissement. L'analyse PROBIT montre que les entreprises les plus endettées optent pour la méthode d'amortissement linéaire plutôt que celle d'amortissement dégressif. En effet la méthode d'amortissement linéaire accroît le résultat et permet ainsi de respecter les clauses restrictives du contrat d'endettement.

Les résultats des tests univariés de Daley et Vigeland (1983), pour le choix de comptabilisation des dépenses en recherches et développement, prouvent que les entreprises qui capitalisent ces frais sont plus endettées, ont plus de dettes publiques que celles privées et distribuent plus de dividendes que les entreprises qui comptabilisent ces frais en charges.

D'après ce qui précède, un ratio d'endettement élevé semble être propice dans l'amplification de la gestion des résultats.

Toutefois, malgré leur importance, les travaux précédents se trouvent critiquables aussi bien sur le plan théorique qu'empirique. D'abord, la théorie positive de la comptabilité se fonde essentiellement sur l'hypothèse de l'opportunisme des managers pour l'explication des choix comptables. En effet, Ses partisans considèrent que les dirigeants utilisent la marge de manœuvre conférée par les variables comptables pour gérer les résultats à leur avantage et maximiser leur richesse. Ce cadre d'analyse est très réducteur puisque d'autres motivations peuvent intervenir. Dans cet esprit, Paek et Press (1997) ont testé l'impact de l'information contenue dans les accruals discrétionnaires, visant une conformité aux clauses d'endettement, sur le rendement des actions. Ils ont trouvé que cette gestion des résultats qu'ils qualifient de « non opportuniste » n'est pas mal perçue par le marché étant donné qu'elle s'opère en faveur des intérêts des actionnaires.

Ensuite, sur le plan empirique, la majorité des études repose sur une simplification de la relation entre la gestion des résultats et la motivation. En effet, la relation supposée par Watts et Zimmerman (1986, 1990), et confirmée ensuite par d'autres chercheurs, est strictement monotone. Autrement dit, pour tout niveau de stimuli (dans ce cas c'est l'endettement), il existe une incitation à gérer les résultats. Toutefois, plusieurs études récentes ont infirmé ces constats. Dans une étude purement théorique, Tondeur (1996) suggère que l'utilisation du ratio d'endettement pour représenter la survenance d'une violation des clauses contractuelles

d'endettement ou pour approximer la détresse financière n'est fiable que dans les cas les plus extrêmes.

Enfin, les prédictions de la théorie positive font abstraction des périodes futures et de l'effet « mean reversion » des accruals. Ce dernier sous-entend que les firmes ne peuvent gérer infiniment leurs résultats ni à la hausse ni à la baisse. En ce sens que l'aménagement des accruals dans le temps obéit à une contrainte de possibilité, c'est la distribution des résultats. En effet, la prise en compte de l'horizon temporel et de l'effet « mean reversion » remettent en cause les hypothèses de la théorie positive.

Dans un essai d'approfondissement de l'hypothèse de l'endettement, Becker et al. (1998) utilisent pour modéliser l'influence de l'endettement sur la gestion des résultats une variable muette selon que l'entreprise appartienne ou non au décile d'endettement le plus élevé de l'échantillon. Leurs résultats montrent qu'une augmentation du ratio d'endettement des firmes qui appartiennent à ce décile entraîne une augmentation du résultat publié. Toutefois, une augmentation de l'endettement dans les firmes les moins endettées n'a aucun effet sur la stratégie comptable du dirigeant. Les deux auteurs tirent la conclusion que l'hypothèse des clauses contractuelles n'est valable que dans les cas les plus extrêmes. Ces constats empiriques remettent en cause la pertinence de l'hypothèse de monotonie stricte entre l'endettement et la gestion des résultats avancée par la théorie positive.

D'où nous annonçons notre première hypothèse de recherche :

H_a: La relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats est non monotone.

Pour valider cette hypothèse, nous tenterons d'étudier la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats à la lumière des théories explicatives de la structure du capital. Ces théories parviennent à expliquer en grande partie le mode de financement des entreprises à partir d'un ensemble de facteurs qui se rapportent aux caractéristiques spécifiques de la firme. En ce sens qu'il y a des caractéristiques qui favorisent l'accès à l'endettement et d'autres qui limitent la capacité d'emprunt. Pour cela, nous estimons que les caractéristiques de la firme peuvent être considérées comme un facteur déterminant de la relation endettement /gestion des résultats. Nous supposons que les objectifs poursuivis par les managers dans le choix de la structure financière sont considérés à la fois comme une motivation à la gestion des résultats mais aussi une contrainte à ce comportement discrétionnaire.

D'où, nous annonçons notre deuxième hypothèse :

H_b : L'impact de la politique d'endettement dans l'amplification ou l'atténuation de la gestion des résultats dépend des caractéristiques de la firme.

Pour notre étude, la sélection des variables déterminantes de la politique d'endettement est principalement guidée par les résultats des études antérieures. Ces variables sont respectivement : le free cash flow, la part de l'actif tangible, la politique des dividendes, la diversification, les opportunités de croissance et le risque de la firme.

Nous présentons dans ce qui suit les hypothèses relatives à la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats compte tenu de la caractéristique en question.

2.1. LE FREE CASH FLOW

L'hypothèse de free cash flow de Jensen (1986) prédit que les dirigeants dotés de free cash flow excessifs vont l'employer d'une manière abusive dans des projets non optimaux qui respectent seulement leurs propres intérêts. Ce comportement opportuniste des dirigeants se fait au détriment de la richesse des actionnaires et entraîne une baisse de la valeur marchande des actions. Gull et Jaggi (1998) suggèrent que les dirigeants cherchent à mitiger cette situation en s'engageant dans une manipulation des résultats vers le haut afin de signaler une bonne performance virtuelle et préserver en conséquence la sécurité de leur emploi.

Jensen (1986, 1993) et Stulz (1990) montrent que le recours à l'endettement limite la discrétion managériale en réduisant l'accès des dirigeants au cash flow de l'entreprise. En effet, la dette représente un engagement de l'entreprise à utiliser son free cash flow pour payer les intérêts et rembourser le capital plutôt qu'à le dépenser dans des projets non rentables. L'endettement constitue dans ce cas un mécanisme de contrôle explicite des coûts d'agence de free cash flow. En augmentant l'endettement, le dirigeant jouit alors d'une latitude discrétionnaire plus faible pour entreprendre des actions de manipulation des bénéfices.

D'ou :

H_{b1}: Dans une situation de free cash flow, une augmentation de l'endettement a pour conséquence une baisse des accruals discrétionnaires.

2.2. LA TANGIBILITE

Les actifs tangibles sont moins sujets aux asymétries de l'information et perdent en cas de liquidation moins de valeur que les actifs intangibles. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers (Alli et al, 1993). En effet, si l'entreprise détient d'importants actifs tangibles, les droits des créanciers seront préservés, ces derniers seraient moins exigeants en terme des clauses restrictives du contrat d'endettement. En conséquence, la probabilité que les dirigeants

procèdent à une gestion des résultats pour présenter une situation financière avantageuse aux créanciers est réduite étant donné leur accès facile à l'endettement.

Cependant, Maury et Pajuste (2002) suggèrent que les dirigeants de ces firmes peuvent se comporter d'une manière opportuniste et profiter de cette garantie en augmentant l'endettement à un niveau supérieur au plafond fixé dans le contrat de dettes pour préserver leur contrôle de vote personnel (Stulz, 1988) et décourager les acquéreurs potentiels à prendre le contrôle de la firme. Nous penchons vers cette idée et nous anticipons que la présence de l'actif tangible maintient le comportement opportuniste des dirigeants.

H_{b2}: En présence d'actifs tangibles, une augmentation de l'endettement incite les dirigeants à gérer les résultats.

2.3. LES DIVIDENDES

En se référant à l'hypothèse de free cash flow de Jensen (1986), Lang et Litzenberger (1989) affirment que l'entreprise a intérêt à augmenter son niveau des dividendes afin de protéger les actionnaires contre une mauvaise allocation des fonds discrétionnaires par les managers. Ainsi la distribution des dividendes réduit le recours des dirigeants aux manipulations opportunistes des résultats.

Alternativement, en poussant à l'extrême les problèmes d'agence, Kalay (1982) considère la distribution des dividendes comme une source de conflits entre les actionnaires et les créanciers. En effet, les créanciers imposent dans leur contrat de prêt des contraintes sur la distribution des dividendes afin de maintenir un certain niveau d'investissement (Begley et Feltham, 1999). Cette clause se justifie par la possibilité offerte aux dirigeants de réduire les investissements ou d'augmenter l'endettement afin de financer la distribution des dividendes. Donc, plus le niveau des dividendes est élevé, plus les dirigeants seront incités à gérer les résultats tant pour éviter de violer la clause restrictive concernant la distribution des dividendes que pour montrer qu'ils sont en mesure de réaliser des gains et de faire face à leur engagement vis à vis des créanciers (Beneish, 2001).

H_{b3}: Plus le niveau des dividendes augmente, plus les dirigeants seront incités à gérer les résultats.

2.4. LA DIVERSIFICATION

La diversification peut être source de sérieux conflits d'intérêts entre les actionnaires et les managers. En effet, Berger et Ofeck (1995) indiquent que les managers utilisent la stratégie de diversification afin de s'enraciner davantage et investir dans des projets spécifiques respectant

tout juste leur propre intérêt. Ces suggestions laissent penser que les stratégies de diversification se font au détriment des intérêts des actionnaires et sont donc destructrices de la valeur (Berger et Ofeck, 1995 et Lamont et Polk, 2000). Cette hypothèse de réduction de la valeur incite les managers à gérer les résultats afin de contourner une mauvaise performance. D'un autre côté, Berger et Ofeck (1999) suggèrent que les problèmes d'asymétrie de l'information sont optimaux dans les firmes diversifiées où le contrôle des activités managériales est difficile. Cette asymétrie informationnelle rend possible et facile la tâche des managers à manipuler les comptes. En effet plusieurs études théoriques (Dye, 1988) et empiriques (Chaney et Lewis, 2000) considèrent la gestion des résultats imperceptible comme la conséquence logique d'une situation où les dirigeants profitent d'une asymétrie d'information vis à vis des actionnaires.

En s'inscrivant dans ce cadre d'asymétrie d'information, la théorie des signaux (Ross, 1977) considère la dette comme un signal émis par les dirigeants aux investisseurs externes quant à la qualité de la firme et la valeur de ses projets futurs. Ross (1977) se plaçant dans une situation d'asymétrie informationnelle et supposant que les dirigeants s'intéressent aux bénéfices avec toutefois une pénalité en cas de faillite, prouve qu'un endettement relativement important signale au marché la capacité de l'entreprise à générer des cash flow suffisants pour le remboursement de son emprunt. Ceci implique que l'accroissement de la dette est un indicateur de performance permettant un processus de création de valeur.

En se référant à la théorie d'agence, Alonso (2000) met en évidence la tendance des firmes diversifiées à substituer les mécanismes de contrôle externe coûteux par un contrôle moins coûteux en terme de politique d'endettement. En effet, il est généralement admis que les firmes diversifiées sont moins exposées au risque opérationnel et peuvent s'endetter à moindre coût. Plutôt qu'une variable manipulée, l'endettement apparaît dans les firmes diversifiées comme une variable de contrôle qui contraint les managers à adopter des stratégies de diversification hasardeuses.

Nous supposons que la réduction de l'asymétrie d'information entre les parties prenantes est de nature à limiter la discrétion managériale et par conséquent la manipulation des comptes.

H_{b4}: Dans les firmes diversifiées, une augmentation de l'endettement réduit la gestion des résultats.

2.5. LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

Dans la recherche de perspectives de développement de la théorie positive, de nombreuses études empiriques (Skinner, 1993 ; Gaver et Gaver, 1993) s'attachent à préciser les liens entre

les choix comptables des dirigeants et les opportunités de croissance de la firme. Ces recherches s'inscrivent dans un paradigme d'équilibre contractuel au niveau des relations entre les *stakeholders* de la firme. Leur postulat est de considérer que les différences entre les opportunités de croissance d'une firme à l'autre risquent d'entraîner des optimums distincts en matière d'équilibre contractuel et d'efficience informationnelle. Les managers maintiennent alors l'équilibre en adoptant des choix comptables alternatifs.

Dans le cadre de discussions des motivations non opportunistes de la gestion des résultats, Chen et Chung (2002) et Gul et al. (2003) avancent que les managers des firmes en croissance utilisent les accruals discrétionnaires afin de signaler au marché financier leurs opportunités de croissance future surtout lorsque leur rémunération sera fonction de leur capacité à fournir une information fiable sur les flux futurs de l'entreprise.

Les hypothèses ayant trait à la gestion des résultats par seuils, prédisent que les firmes en croissance sont incitées à atteindre les benchmark¹ pour signaler leur potentiel de croissance au marché financier. En effet, Skinner et Sloan (1999) trouvent que le marché pénalise sévèrement les firmes en croissance en cas de surprise négative. Nous anticipons donc une corrélation positive entre la gestion des résultats et les opportunités de croissance.

La relation entre la gestion des résultats et l'endettement des firmes en croissance n'a pas été traitée directement par la littérature financière. Dans la perspective de la théorie des options, l'excès de l'endettement incite les dirigeants à ne pas entreprendre des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive si les cash flow générés de ces projets servaient essentiellement à rembourser les créanciers. Ceci entraînera évidemment une baisse de la valeur totale de la firme.

Chen (2002) indique que les coûts d'agence dus aux problèmes de sous-investissement seront d'autant plus élevés que la valeur des opportunités de croissance future de l'entreprise est plus importante par rapport à la valeur actuelle des actifs en place dans la mesure où les conflits entre actionnaires-créanciers qui surgissent lors de l'exercice de ces options sont plus intenses (Myers, 1977). Les créanciers étant au courant de cette situation de sous-investissement font subir à l'entreprise un coût de financement élevé.

¹Burgstahler et Dichev (1997) et Degeorge, Patel et Zeckhauser (1999) précisent que la préférence du manager pour une gestion des résultats est motivée par le désir d'atteindre certains seuils de résultats. Trois seuils ont été identifiés par la littérature : rapporter un résultat positif, afficher une croissance du résultat et atteindre les prévisions des analystes.

D'un autre coté, Skinner (1993) avance que les coûts d'agence de la dette liés au problème de substitution d'actif sont plus intenses dans les firmes en croissance étant donné que la substitution d'actif est difficile à prévoir dans ces firmes.

Par ailleurs, afin d'éviter ces problèmes de sous investissement et de substitution de l'actif, les dirigeants des firmes à fortes options de croissance utilisent les techniques comptables et font augmenter les résultats.

H_{b5}: Pour les firmes en croissance, une augmentation de l'endettement pousse les dirigeants à ajuster à la hausse les résultats

2.6. LE RISQUE DE LA FIRME

Bloch et al. (1995) indiquent que la dégradation de la santé financière peut mettre en péril la compétitivité, l'image de marque, la situation financière, en bref la survie de l'entreprise et a pour conséquence une baisse de la valeur marchande des actions. Cette baisse de la valeur est propice à la multiplication des conflits entre les différents partenaires. Dans un tel contexte, les dirigeants, s'appuyant sur le pouvoir discrétionnaire qu'ils détiennent, vont mettre en œuvre des stratégies qui préservent leurs intérêts et seront incités à gérer intentionnellement les résultats afin de contourner une mauvaise performance et masquer les difficultés de la firme (Janes, 2003).

D'un autre coté, Stulz et Shin (2000) affirment que les entreprises qui ont une plus grande volatilité du bénéfice sont plus exposées au risque de faillite. Le marché va dans ce cas imposer des restrictions sévères à la firme et demande une prime pour accepter d'accorder des fonds de nature à augmenter les coûts de la dette.

Djama (2003) affirme que l'endettement augmente la volatilité du résultat net. Il devrait donc être négativement corrélé au risque d'exploitation car dans le cas contraire il en résulte une plus forte probabilité de faillite et une plus faible probabilité que l'entreprise puisse utiliser la totalité de ses charges d'intérêts en déduction de son résultat fiscal. Pour mitiger ces problèmes, Djama (2003) admet que les stratégies des dirigeants des entreprises à détresse financière tendent à privilégier un processus de renégociation des termes des contrats d'endettement qui soit favorable à l'entreprise. En ce sens les dirigeants de ces firmes gèrent à la baisse les résultats afin d'inciter les partenaires à la renégociation de la dette. Nous penchons vers cette idée et nous anticipons :

H_{b6} : Dans les firmes à risque élevé, une augmentation de l'endettement entraînera une gestion à la baisse des résultats.

3. DONNEES ET METHODOLOGIE

3.1. ECHANTILLON

L'étude portera sur un échantillon de 377 entreprises américaines, de grandes tailles, sur une période de huit ans (de 1994 jusqu'à 2001) soit 3016 observations. Les firmes objet de notre recherche sont extraites de Fortune1000. Les données financières sont extraites des rapports annuels « 10-K ». Ces rapports sont publiés et disponibles au niveau du site EDGARSCAN.

L'échantillon exclut les firmes dont le rapport annuel n'est pas disponible. Nous avons exclu également de notre échantillon les institutions financières (banques, compagnie d'assurance,...) dont l'activité entraîne un traitement comptable différent.

3.2. METHODOLOGIE

Pour détecter la présence de la gestion des résultats, plusieurs modèles ont été développés dans la littérature². La mesure la plus retenue dans les études antérieures est les accruals³. Les modèles d'estimation considèrent qu'une partie seulement de ces ajustements des variables comptables peut être manipulée⁴. Il s'agit de la composante discrétionnaire.

Dechow et al. (1995), dans une étude qui compare l'efficacité de cinq modèles différents concernant la détection de la gestion des résultats (il s'agit des modèles de Healy, 1985 ; DeAngelo, 1986 ; Jones 1991 ; Jones modifié et le modèle sectoriel), arrivent à la conclusion que le modèle de Jones modifié (1995), bien que ses résultats restent assez modestes, fournit l'estimation la plus fiable des accruals. Ce même résultat a été confirmé ultérieurement par Jeter et Shivakumar (1999).

La version modifiée du modèle de Jones est la suivante :

$$ACCT_t / A_{t-1} = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta CA_t - \Delta REC_t / A_{t-1}) + \alpha_3 (IMMO_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

ACCT: Accruals totaux = Bénéfice net-cash flow opérationnel.

ΔCA : La variation du chiffre d'affaire entre deux exercices successifs.

ΔREC : La variation des créances clients entre t-1 et t.

²Parmi ces modèles, on peut citer d'une part les modèles stationnaires de Healy (1985), DeAngelo (1986) et d'autre part les modèles économiques de Jones (1991) et les améliorations introduites par Dechow et al. (1995), Shivakumar (1996), Subramanyam (1996) et Cormier et al. (1998).

³Selon Cormier et al. (2000): « Les accruals englobent tous les ajustements qui permettent de passer d'une comptabilité de caisse à une comptabilité d'exercice, qu'il s'agisse des dotations, des provisions ou encore des changements de méthodes comptables... ils sont reliés aux activités d'exploitation ».

⁴La composante non discrétionnaire comprend l'ensemble des éléments comptables sur les quels les dirigeants n'ont pas le pouvoir décisionnel en matière de politique comptable. Elle inclut principalement la variation du besoin en fond de roulement, les dotations aux amortissements nettes des reprises incluses dans le calcul de la capacité d'autofinancement et les flux monétaires résultant des décalages dans les comptes de régularisation des opérations financières de restructuration des dettes et des cessions des créances.

$IMMO_t$: Le montant total des immobilisations de l'entreprise à la période t.

A_{t-1} : L'actif total en t-1.

ε_t : Le terme d'erreur de ce modèle représente la proportion des accruals discrétionnaires.

McNichols (2000) suggère que la critique majeure adressée à ce modèle est qu'il suppose que chaque changement dans le chiffre d'affaires à crédit résulte d'une gestion stratégique des résultats.

Beneish (2001) avance quant à lui que la non prise en compte des indicateurs de performance constitue une limite à ce modèle. Il trouve que la gestion des résultats existe dans les firmes qui présentent un niveau de performance extrême (anormalement bonne ou mauvaise).

Kothari et al. (2001) tentent de remédier à ces critiques en proposant une nouvelle approche d'estimation des accruals qui relie ces derniers à la performance passée et actuelle de la firme. Ils développent un modèle qui met en relation les accruals et le rendement des actifs comme mesure de la performance de la firme.

Le modèle de Kothari et al. (2001) ajusté par la performance est le suivant :

$$ACCT_t/A_{t-1} = (1/A_{t-1}) + (\Delta CA_t/A_{t-1}) + (IMMO_t/A_{t-1}) + ROA + \varepsilon_t$$

ROA : le rendement de l'actif.

Les accruals discrétionnaires liés à la performance seraient donc la différence entre les accruals discrétionnaires du modèle de Jones (1991) et les accruals discrétionnaires du modèle de Jones ajusté par le ROA.

Dechow et Dichev (2002) proposent quant à eux une nouvelle approche pour mesurer la qualité de l'information comptable de la firme qui suppose une relation entre les accruals de la période actuelle et les cash flows opérationnels dans les périodes courantes, passées et futures. Le modèle de Dechow et Dichev (2002) s'écrit ainsi comme suit :

$$TCA_{i,t}/Aveasset_{i,t} = \theta_{0,t} + \theta_{1,t} (CFO_{i,t-1}/Aveasset_{i,t}) + \theta_{2,t} (CFO_{i,t}/Aveasset_{i,t}) + \theta_{3,t} (CFO_{i,t+1}/Aveasset_{i,t}) + e_{i,t}$$

$Aveasset_{i,t}$ est l'actif total moyen de l'entreprise i durant la période t et t-1.

$CFO_{i,t}$ est le montant des flux de trésorerie d'exploitation de l'entreprise i à la date t.

$TCA_{i,t}$ représente le total des accruals courants de la période t et il est égal à : $\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}$

$\Delta CA_{i,t}$: la variation des actifs courants entre t et t-1.

$\Delta CL_{i,t}$: la variation du passif courant entre t et t-1.

$\Delta STDEBT$: la variation des dettes à court terme entre t et t-1.

Dechow et Dichev (2002) définissent la qualité du résultat comme étant le degré de persistance du résultat dans les périodes suivantes. C'est à dire qu'un résultat où la

composante accruals est importante ne va pas persister dans le futur tandis qu'un résultat où la composante accruals est faible persistera dans le futur et sera donc de bonne qualité. Ils estiment la qualité du résultat par le terme d'erreur de l'équation ci-dessus. Plus cette valeur est importante en valeur absolue moins la qualité du résultat comptable est bonne.

McNichols (2002) trouve de son côté que le modèle de Dechow et Dichev (2002) fournit une qualité informationnelle supérieure du résultat comparativement aux modèles de Jones et de Jones modifié puisqu'il permet de fournir une spécification de la relation entre les accruals et les cash flow ainsi qu'une meilleure explication du risque informationnel.

Cependant, ce modèle souffre d'une limite majeure étant donné qu'il considère seulement les accruals de la période courante or les accruals anormaux renferment les accruals courants et les accruals non courants.

Pour surmonter ces limites, McNichols (2002) propose de combiner les deux modèles de Dechow et Dichev (2002) et de Jones modifié. Il additionne au modèle de Dechow et Dichev (2002) les deux variables fondamentales du modèle de Jones modifié à savoir : la variation du chiffre d'affaire et le montant des immobilisations.

Le modèle d'estimation est le suivant :

$$TCA_{i,t} / Aveasset_{i,t} = \theta_{0,t} + \theta_{1,t} (CFO_{i,t-1} / Aveasset_{i,t}) + \theta_{2,t} (CFO_{i,t} / Aveasset_{i,t}) + \theta_{3,t} (CFO_{i,t+1} / Aveasset_{i,t}) + (\Delta CA_t / Aveasset_{i,t}) + (IMMO_t / Aveasset_{i,t}) e_{i,t}$$

Francis et al. (2003) confirment la supériorité de ce modèle et trouvent que l'addition de la variation du chiffre d'affaire et du montant des immobilisations au modèle de Dechow et Dichev (2002) réduit l'erreur de mesure et améliore son pouvoir explicatif qui passe de 39% à 50%.

Pour mesurer l'étendue de la gestion des résultats dans les firmes constituant notre échantillon, nous allons procéder à une comparaison des accruals générés des quatre modèles d'évaluation de la gestion des résultats ci-dessus. Dans la suite de notre étude, nous n'allons retenir que la mesure qui nous paraît la moins biaisée et la plus consistante et significative.

L'estimation des quatre modèles d'évaluation de la gestion des résultats a été faite en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires.

Les statistiques descriptives des accruals discrétionnaires calculés à partir des différents modèles de mesure de la gestion des résultats sont réunies dans le tableau n°1 (voir annexe).

Les différentes mesures consolidées affichent des valeurs positives des accruals discrétionnaires indiquant une gestion des résultats à la hausse. Le test de student (t-statistic) nous permet de confirmer la significativité des différents modèles utilisés sauf pour les accruals liés à la performance. Nous remarquons que les accruals du modèle de Dechow et

Dichev combiné sont plus faibles que ceux calculés par les autres modèles. Ceci rejoint l'idée que la combinaison des deux modèles de Dechow et Dichev (2002) et de Jones modifié corrige le problème de la mauvaise spécification des accruals. Le modèle de Dechow et Dichev combiné présente aussi un pouvoir explicatif plus élevé que les autres modèles ce qui confirme les suggestions de Francis et al. (2003) concernant la supériorité informationnelle de ce modèle. Par ailleurs, nous allons retenir dans le reste de cet article les accruals discrétionnaires du modèle de Dechow et Dichev combiné comme mesure de la gestion des résultats puisqu'ils sont les moins élevés et les plus significatifs.

La méthodologie utilisée vise ensuite à vérifier la relation non monotone entre la politique d'endettement et la gestion des résultats. Pour ce faire, nous allons procéder en deux étapes : D'abord, nous ferons appel à la procédure d'ajustement de fonction (linéaire, quadratique ou cubique) entre les deux variables taux d'endettement et accruals discrétionnaires. Pour cerner les variables discriminantes de la relation *endettement/gestion des résultats*, nous procéderons à un « cluster » des entreprises (analyse en nuées dynamique) suivant le niveau des accruals discrétionnaires, le taux d'endettement et les caractéristiques de la firme. Cette procédure cherche à identifier des groupes d'observations relativement homogènes d'après les critères de séparation sélectionnés. Le but étant de cerner la nature de la relation entre le couple endettement/gestion des résultats pour chaque classe homogène.

Nous tenterons ensuite de vérifier que l'impact de l'endettement dans l'amplification ou l'atténuation de la gestion des résultats dépend des caractéristiques de la firme.

Le modèle d'interaction ci-dessous examine cette question :

$$\text{Accruals}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OPP CR} + \alpha_2 \text{FCF} + \alpha_3 \text{DIVSF} + \alpha_4 \text{RISQ} + \alpha_5 \text{DIV} + \alpha_6 \text{TANG} + \beta_1 \text{OPP CR} * \text{END} + \beta_2 \text{FCF} * \text{END} + \beta_3 \text{DIVSF} * \text{END} + \beta_4 \text{RISQ} * \text{END} + \beta_5 \text{DIV} * \text{END} + \beta_6 \text{TANG} * \text{END} + \varepsilon_{it}$$

Chaque coefficient ($\alpha_i + \beta_i$) propre à une caractéristique est interprété comme étant la relation entre le ratio d'endettement et la gestion des résultats compte tenu de la caractéristique en question.

4. LES RESULTATS EMPIRIQUES

Nous tenterons dans ce qui suit de vérifier l'hypothèse de la non monotonie entre la politique d'endettement et la gestion des résultats. Pour ce faire, nous allons regrouper les firmes en quatre classes homogènes en fonction du niveau d'endettement, du niveau des accruals discrétionnaires et des caractéristiques de la firme.

Le tableau 3 (*voir annexe*) nous donne les moyennes des niveaux d'endettement, des accruals discrétionnaires et des caractéristiques de la firme pour les quatre groupes d'entreprises.

D'après ce tableau, nous remarquons que les firmes qui appartiennent au premier groupe enregistrent le plus faible taux d'endettement et le plus faible niveau d'accruals discrétionnaires. Alternativement le quatrième groupe englobe les firmes qui procèdent à une gestion agressive à la baisse et qui sont les plus endettées. Ces constats confirment l'hypothèse de la théorie positive selon laquelle plus une firme est endettée, plus elle est incitée à gérer les résultats. Plus spécifiquement, nos résultats indiquent que lorsque la firme est très endettée et par conséquent elle risque de violer les clauses convenues dans le contrat d'endettement, elle opte plutôt à une publication pessimiste des états financiers (gestion agressive à la baisse) d'une part afin d'obtenir une renégociation des termes des contrats qui soit favorable à l'entreprise et d'autre part afin d'éviter une violation des clauses restrictives qui serait coûteuse. En effet, le coefficient de corrélation entre les accruals discrétionnaires et le taux d'endettement est respectivement 0,0037 pour le premier groupe et 0,094 pour le quatrième groupe. Ces résultats indiquent que la politique d'endettement est un moyen qui accentue le phénomène de la gestion des résultats.

Néanmoins le résultat surprenant concerne le troisième groupe qui gèrent moyennement les résultats comparativement au deuxième groupe qui enregistre une forte gestion des résultats à la hausse. Ces firmes ont un niveau d'endettement plus élevé que celui des firmes qui appartiennent au second groupe. L'endettement apparaît dans ces firmes comme une variable de contrôle plutôt qu'une variable manipulée par les dirigeants. En effet, le coefficient de corrélation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats est négative (-0,024) pour ces deux groupes d'entreprises. Pour ces firmes une augmentation de l'endettement ne se fait pas au détriment des intérêts des actionnaires, la dette agit plutôt comme étant un mécanisme disciplinaire qui freine la manipulation des accruals.

Ceci dit, la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats paraît ambiguë. Certes, nous trouvons à la fois des firmes endettées et qui gèrent faiblement ses résultats (groupe 3) et d'autres qui enregistrent aussi de faibles proportions d'accruals discrétionnaires sans qu'elles soient très endettées (groupe 1). La coexistence d'effets positifs et négatifs nous amène à constater que la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats peut ne pas être linéaire. Pour vérifier ce constat, nous avons procédé à un ajustement de fonctions entre les deux variables endettement et accruals discrétionnaires. Nous avons trouvé une relation cubique entre le niveau d'endettement et les accruals discrétionnaires (tableau 4).

Par ailleurs, nous avons essayé de déterminer les deux points d'inflexion⁵ définis en fonction du taux d'endettement. Les valeurs de ces deux seuils sont respectivement 11,96% et 28,90%. Le niveau d'endettement est positivement lié aux accruals discrétionnaires pour un taux d'endettement inférieur à 11,96% ou au delà de 28,90% et affecte négativement les accruals discrétionnaires pour des niveaux intermédiaires (entre ces deux seuils). Ainsi lorsque le niveau d'endettement est très faible ou très élevé, une augmentation de ce dernier pousse les managers à gérer les résultats. Une explication de nos résultats est la suivante : Pour les firmes non endettées, une augmentation de l'endettement traduit au marché les perspectives de croissance future de la firme. En effet, dans son modèle d'équilibre avec signalisation, Ross (1977) affirme que la variation de l'endettement est un signal révélateur jusqu'à un niveau critique ou le marché considère la firme comme performante. Les managers, face à une telle situation, augmentent les bénéfices pour attirer plus d'investisseurs, qui seront incités d'une part par la variation positive de l'endettement et d'autre part, par la bonne performance virtuelle.

Nos résultats montrent également que pour des taux d'endettement intermédiaires, les effets négatifs de l'endettement sont plus que proportionnellement compensés par les avantages de l'endettement. L'endettement agit comme une contrainte qui pousse les dirigeants à agir dans l'intérêt de la firme. Par conséquent le contrôle va se renforcer ce qui réduit la survenance d'une gestion des résultats. A partir de ces conclusions tirées, nous pouvons affirmer que les motivations de choix de l'endettement sont bidimensionnelles. Ce dernier peut agir à la fois comme un stimuli à la gestion des résultats mais aussi un outil de contrôle des activités des dirigeants qui réduit toute tentative de fraude.

Par ailleurs, nous pensons que l'importance et la contribution relative des facteurs qui déterminent le niveau d'endettement dans la firme semblent être indispensables d'une part dans la décision de financement et d'autre part dans l'accentuation ou l'atténuation de la gestion des résultats. Il semble donc judicieux de proposer un modèle qui tient compte des facteurs qui affectent les variations de l'endettement.

Les résultats relatifs au modèle d'interaction prouvent l'existence de mutations considérables dans le rapport endettement/ gestion des résultats en fonction des caractéristiques de la firme retenues. Nous confirmons donc notre deuxième hypothèse que l'effet de l'endettement dans l'amplification ou l'atténuation de la gestion des résultats dépend des caractéristiques de la firme. Ces résultats sont réunis dans le tableau 5 (*voir annexe*)

⁵ les points d'inflexion sont trouvés en résolvant la dérivée première de l'équation du troisième degré, suivante : $\text{accruals discrétionnaires} = 0,259 \text{ taux d'endett} - 1,532 \text{ taux d'endett}^2 + 2,499 \text{ taux d'endett}^3$

Les résultats montrent que les firmes ayant de fortes options de croissance ont tendance à manipuler les chiffres comptables. Ceci rejoint les idées de Chen et Cheng (2002) et Gul et al. (2003) selon lesquelles les managers des firmes en croissance gèrent les résultats afin de signaler au marché leurs opportunités de croissance future. Nous trouvons par ailleurs qu'une augmentation de l'endettement dans les firmes en croissance affecte positivement les accruals discrétionnaires. Ceci nous permettra d'affirmer que plus les coûts d'agence de la dette sont élevés, plus forte est la tendance des dirigeants à choisir les méthodes comptables qui augmentent le résultat. En effet, les coûts d'agence de la dette dus aux problèmes de sous-investissement et de substitution de l'actif sont plus prononcés dans les firmes en croissance étant donné que ces firmes sont plus exposées au risque de faillite. Ainsi les dirigeants se trouvent incités à gérer les résultats d'une part afin d'éviter les problèmes de sous-investissement et de substitution de l'actif et d'autre part afin de monter qu'elles sont en mesure d'honorer à leurs engagements.

Les estimations illustrent également une corrélation positive et significative au seuil de 1% entre les accruals discrétionnaires et l'endettement dans les firmes risquées. Nos résultats sont en cohérence avec les travaux de Stulz et Shin (2000) qui indiquent que les firmes risquées ont une plus grande volatilité des bénéfices ce qui les incitent à gérer les résultats et plus précisément à procéder à un lissage des résultats afin de diminuer l'instabilité du bénéfice et avoir par conséquent plus d'accès à l'endettement à moindre coût. De plus ces résultats confirment l'hypothèse que les entreprises risquées se livrent à des manipulations des chiffres afin d'éviter des réactions trop négatives du marché, si elles n'arrivent pas à réaliser leurs prévisions.

Conformément aux prédictions de Gull et Jaggi (1998), les estimations révèlent que les entreprises qui disposent d'un montant excessif de free cash flow enregistrent des accruals discrétionnaires très élevés. Ce résultat appuie notamment les attentes basées sur la théorie de free cash flow qui suppose que les dirigeants de ces firmes trouvent le terrain favorable à leur discrétion et seront tentés d'accroître la firme au delà de sa taille optimale en entreprenant des investissements non rentables respectant tout juste leurs intérêts et ce afin d'accroître leur pouvoir, rémunération et réputation qui sont positivement liés à la taille (Murphy, 1985). Ce comportement opportuniste est notamment destructeur de la valeur ce qui incite les dirigeants à gérer les résultats afin de contourner une mauvaise performance et garder en même temps la sécurité de leur emploi.

Comme l'on pouvait si attendre, le coefficient associé à l'endettement est négatif et significatif. Ainsi, dans les firmes dotées de free cash flow excessif, l'endettement agit comme un mécanisme disciplinaire qui réduit les liquidités en excès étant donné que le paiement régulier des intérêts et le remboursement que l'endettement implique contraignent les dirigeants à renoncer aux investissements non rentables ce qui freine l'opportunisme et par conséquent la gestion des résultats. Ainsi dans une situation de free cash flow, les entreprises ont intérêt à être davantage endettées.

Quant à la variable tangibilité, elle n'a aucun effet sur la gestion des résultats étant donné que son coefficient est non significatif. Ce résultat peut être justifié par notre choix sélectif de l'échantillon constitué uniquement de firmes de grandes tailles ayant de fortes opportunités d'investissement et donc elles ont toutes plus d'options de croissance que d'actifs en place. Nous notons toutefois qu'une augmentation de l'endettement dans les firmes qui ont de fortes proportions d'actifs tangibles affecte positivement les accruals discrétionnaires. La présence d'actif tangible prolifère ainsi le comportement opportuniste des managers. Ces derniers face à leur besoin de liquidités augmentent l'endettement à un niveau supérieur à son niveau optimal en offrant comme garantie les immobilisations de l'entreprise.

Les dividendes sont affectés d'un coefficient négatif mais non significatif. Le coefficient négatif traduit que les dividendes agissent comme étant un mécanisme disciplinaire qui réduit les tentatives de fraudes et de manipulation. Néanmoins, une augmentation de l'endettement dans les firmes qui distribuent plus de dividendes pousse les dirigeants à procéder à une manipulation comptable. En effet, une distribution généreuse des dividendes satisfait les intérêts des actionnaires mais elle se fait au détriment des intérêts des créanciers et diminue par conséquent l'accès à plus de crédit. Ainsi, une augmentation de l'endettement entraîne une proximité au plafond d'endettement fixé dans le contrat, les dirigeants seront tentés de gérer les résultats afin d'éviter une violation de la clause restrictive concernant la distribution des dividendes. Toutefois, une faible distribution des dividendes pousse les managers à gérer les résultats. Cette tendance semble être découragée par une augmentation de l'endettement. Dès lors, nous pouvons conclure que les entreprises effectuent un arbitrage entre l'endettement et les dividendes afin de contrôler les coûts d'agence du free cash flow. Les deux décisions apparaissent comme étant deux mécanismes de contrôle substituables. Toutefois une augmentation substantielle des deux décisions financières constitue une motivation à gérer les résultats.

Enfin, nous remarquons qu'une forte diversification traduit une gestion agressive des résultats. Ceci confirme les idées de Berger et Udell (1994) et Denis, Denis et Sarin (1997)

qui suggèrent que les managers utilisent la stratégie de diversification afin de s'enraciner davantage et investir dans des projets spécifiques respectant tout juste leur propre intérêt ce qui entraînera une baisse de la valeur totale de la firme. Cette raison constitue notamment une motivation pour les managers afin de profiter de l'asymétrie informationnelle qui règne surtout dans les firmes diversifiées pour couvrir une mauvaise performance. Nous apercevons par ailleurs que l'endettement est affecté d'un coefficient négatif et significatif. Ainsi le recours à l'endettement dans les firmes diversifiées permet d'une part d'atténuer l'asymétrie d'information et d'autre part de mitiger les conflits entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, Alonso (2000) suggère que la fonction disciplinaire de l'endettement est orientée principalement dans les firmes diversifiées étant donné que ces dernières peuvent se financer à moindres coûts.

5. CONCLUSION

L'impact de la politique d'endettement sur la valeur de la firme a fait l'objet d'une controverse théorique. En revanche le débat sur l'explication du comportement de la structure financière perdure. La littérature financière qui a largement traité la question a évolué depuis la thèse neutralité avancée par Modigliani et Miller (1958) pour proposer d'autres courants de pensées rivaux. L'endettement peut être considéré à la fois comme un signal (Ross, 1977) ou comme un moyen de pression sur les dirigeants qui atténue les problèmes d'agence et augmente donc la valeur de la firme (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986...). A l'inverse d'autres considèrent que l'endettement affecte négativement la performance, il est générateur de faillite, de coûts directs et indirects (Myers, 1977 ; Opler et Titman, 1994...). En même temps, une augmentation de l'endettement amplifie les problèmes d'agence entre les dirigeants/ actionnaires et créanciers. Dans un souci de protection, les créanciers imposent dans les contrats de dette des clauses restrictives exprimées sous forme de ratios à respecter. Dès lors, les managers choisissent des méthodes comptables adéquates afin de réduire la probabilité de violation de ces clauses qui serait coûteuse.

Dans la perspective de mieux comprendre le comportement de financement des entreprises, nous nous sommes intéressés dans le cadre de cette recherche d'étudier la relation entre la politique d'endettement et le comportement des dirigeants via la gestion des résultats.

En effet, les études qui ont étudié la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats (Watts et Zimmerman, 1986, 1990) empruntent à la théorie positive de la comptabilité. Les adeptes de la théorie positive affirment que toutes choses égales par ailleurs, les firmes les plus endettées cherchent à incorporer dans leur situation actuelle des résultats

futurs par le biais de techniques comptables appropriées. Ils concluent ainsi à une relation monotone entre l'endettement et la gestion des résultats. Cette hypothèse a été largement critiquée tant sur le plan théorique qu'empirique. Dès lors un essai d'approfondissement de cette hypothèse s'avère nécessaire.

Partant d'un échantillon de firmes américaines, sur une période de huit ans, nous avons essayé d'examiner l'effet de l'endettement sur la gestion des résultats à la lumière des théories explicatives de la politique d'endettement. Ces théories parviennent à expliquer le mode de financement à travers les caractéristiques de la firme.

Pour ce faire, nous avons eu recours à un cluster des entreprises suivant le niveau d'endettement, d'accruals discrétionnaires et des caractéristiques de la firme. Nous avons vérifié que la relation entre la politique d'endettement et la gestion des résultats est non linéaire. Plus précisément, pour des niveaux très faibles ou élevés d'endettement, une augmentation de l'endettement incite les managers à gérer les résultats. Néanmoins pour des niveaux intermédiaires d'endettement, l'endettement joue comme un mécanisme de gestion de la relation d'agence et freine les manipulations comptables.

Cette relation a donc un double sens, d'une part l'endettement est un stimuli aux dirigeants afin de manipuler les résultats et d'autre part ce moyen est disponible aux actionnaires afin de contrôler de telles actions.

Cette analyse mérite cependant des approfondissements. En ce sens qu'il s'agit de déterminer les facteurs qui expliquent l'un ou l'autre sens. Pour cela, nous avons adopté un modèle d'interaction qui tient compte de l'influence des caractéristiques de la firme dans la détermination de la relation endettement/gestion des résultats.

Nous avons trouvé que l'impact de la politique d'endettement dans l'amplification ou l'atténuation de la gestion des résultats dépend des caractéristiques de la firme. Nos résultats montrent qu'un free cash flow excessif, une forte diversification et une faible distribution des dividendes constituent un terrain favorable à la discrétion managériale et affectent positivement les accruals discrétionnaires. Cette tendance semble être découragée par une augmentation de l'endettement qui constitue dans ces conditions un mécanisme de contrôle explicite des coûts d'agence du free cash flow et atténue l'asymétrie d'information entre les parties prenantes. Cependant, un accroissement de la dette incite les dirigeants à gérer les résultats dans les firmes qui disposent de fortes proportions d'actifs tangibles et qui distribuent un niveau élevé de dividendes. Ces manipulations comptables ont dans ce cas pour objectif d'éviter une violation des clauses d'endettement. De plus, l'excès de l'endettement pousse les dirigeants des firmes en croissance à gérer les résultats et ce afin d'éviter les

problèmes de sous investissement. Cette association positive est observée aussi dans les firmes à risque élevé. En effet, les dirigeants de ces firmes gèrent les résultats afin de réduire la perception du risque de faillite de la part des investisseurs qu'un excès d'endettement pourrait occasionner.

Nous notons enfin que la présente étude empirique comporte une limite importante qui est le biais de sélectivité. En effet, notre échantillon comprend uniquement des grandes entreprises. Ainsi les conclusions tirées ne s'appliquent pas forcément aux petites et moyennes entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

-Abbott L.J, Parker S et Peters G.F (2000): «The effectiveness of Blue Ribbon Committee Recommendations in mitigating financial misstatements », Working paper, www.ssrn.com.

-Ahmed, A. S, Nainar,S.M.K et Zhou,J (2001), “Do analysts forecasts fully reflect the information in accruals?”, Syracuse University *Working Paper*. www.ssrn.com

-Ali, A et Kumar, K (1994), “The magnitudes of financial statement effects and accounting choice: The case of the adoption of SFAS 87”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 18, 89-114.

-Alli, K. L., Khan, A. Q. et Ramirez, G. G. (1993) “Determinants of corporate dividend policy”, A factorial analysis. *Financial Review* Vol 28, 523–547.

-Alonso, E.J.M, (2000), “The effect of firme diversification on capital structure: Evidence from Spanish firms, Working paper, www.ssrn.com.

-Amihud, Y et B. Lev, (1981), “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers”, *Bell Journal of Economics* Vol 12(2), 605-617.

-Arthur Levitt (1998): «The numbers game» Unpublished remarks, www.sec.gov.

-Ashbaugh, H et Warfield, T (2003), “Audits as corporate governance mechanism: Evidence from the german market”, Working paper, www.ssrn.com.

-Ball, R. et Brown, P. (1968), “An empirical evaluation of accounting income numbers”, *Journal of Accounting Research*, Vol 6, 159-178.

-Balsam, S; Bartov, E et Marquardt, C (2002), “Accruals management, investor sophistication and equity valuation: Evidence from 10-Q filings », *Journal of Accounting Research*, September.

-Barclay, M.J., Smith C.W. et R.L. Watts, (1995) “The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies”, *Journal of Applied Corporate Finance* 7(4), 4-19.

-Barth M, J. Elliott et M. Finn (1999): «Market rewards associated with patterns of Increasing earnings », *Journal of Accounting Research* 37: 387-413.

- Barth, M.E., et Hutton, P. A (2001)**, Financial analysts and the pricing of accruals, Stanford University Working Paper. www.ssrn.com.
- Barton, J (2001)**, “Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions”, *The Accounting Review*, Vol 76, 1-26.
- Beasley, M.S (1996)**: «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud» *A Journal of Practice and Theory* 12.
- Beatty, A et Weber, J (2003)**, “The effects of debt contracting on voluntary accounting method changes”, *The Accounting Review*, Vol 78, 119-142.
- Becker, C., Defond, M.; Jiambalvo, J et Subramanyam, K.R. (1998)**, The effect of audit quality on earnings management, *Contemporary Accounting Research*, Vol 15, 1-24.
- Bédard, J, Courteau, L et Chtourou S.M (2001)**, “Corporate governance and earnings management”, Working paper, www.ssrn.com.
- Begley, J, et Feltham, A.G (1999)**, “An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 24, 229-259.
- Beneish, M.D (2001)**, “Earnings management: A perspective”, Working paper, www.ssrn.com.
- Beneish, M.D (1999)**, “Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP», *The Accounting Review*, Vol 74, 425-457.
- Beneish, M.D et Press, E (1995)**, “The resolution of technical default”, *The accounting Review*, Vol 70, 337-353.
- Beneish, M.D, Press, E.G et Vargus M.E (2001)**, “An empirical examination of the relation between incentives to avoid debt covenant default and insider trading”, Working paper, www.ssrn.com.
- Beneish, M.D et Vargus M.E (2001)**, “insider trading, accrual and earnings quality”, Working paper, www.ssrn.com.
- Berger, P.G et Ofek, E (1995)**: «Diversification’s effect on firm value», *Journal of Financial Economics*.
- Berger, A; Patti, E (2002)** “ Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry”.
- Bhagat, S et Jefferis, R (2002)**” The econometric of corporate governance studies”, Working paper, www.ssrn.com.
- Breton, G et Schatt, A (2003)**, “Manipulation comptable: Les dirigeants et les autres parties prenantes”, www.google.com.

- Breton. G et Stolowy .H (2000):**«A Framework for the classification of accounts manipulations», Working paper, www.ssrn.com.
- Bushman.R.M, et Smith.A.J. (2000)**, “Financial accounting information and corporate g, governance, working paper, www.ssrn.com.
- Byrd, D.T et Misruchi, M.S (2003)**, “Bankers on the board and the debt ratio of firms”, Working paper, www.ssrn.com.
- Carcello J.V et Neal T.L, (2000)**, “Audit committee characteristics and auditor reporting.” Working paper, www.ssrn.com.
- Chan, K; Chan, L.K.C; Jegadeesh, N et Josef, L (2001)**, “Earnings quality and stock returns: The evidence from accruals, Working paper, www.ssrn.com.
- Chaney P.K and Lewis C.M , (2000)**, “ Earnings management and firm valuation under asymmetric information.” Working paper, www.ssrn.com.
- Charitou, A et Lambertides, N (2003)**, “Earnings management prior to bankruptcy”, Working paper, www.ssrn.com.
- Charreaux,G, (1997)** ,”Le gouvernement des entreprises” Edition Economica.
- Chen, K (2002)** : The influence of capital structure on company value with different growth opportunities. Fame and university of lausanne ,Paper for EFMA2002 Annual Meeting.
- Chen,X et Cheng, Q (2002)**, “Abnormal accruals –based anomaly and managers’ motivations to record abnormal accruals, Working paper, www.ssrn.com.
- Chirstensen, T.E; Hoyt, R.E et Paterson, J.S (1999)**, « Ex ante incentives for earnings management and the informativeness of earnings, *Journal of Business finance and Accounting*, Vol 26, N° 7 et 8 septembre- octobre, 807-832.
- Clikeman, P.M, Geiger M.A et O’Connel B.T (2000)**,”Student perceptions of earnings management : the effects of national origin and gender”, www.goggle.com.
- Coles, J.L; Daniel, N.D et Naveen, L (2003)**, “Executive compensation and managerial risk-taking”, Working paper, www.ssrn.com.
- Collins, D et Hribar, P (2002)**, “Errors in estimating accruals: Implications for empirical research, *Journal of Accounting Research*, Vol 40, 105-134.
- Cormier, D ; Magnan, M et Morard, B (1998)**, « La gestion stratégique des résultats : le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ? » *Comptabilité, contrôle, audit*, Tome 4, vol. 1, p 25-48.
- Cormier, D ; Magnan, M et Zeghal, D.M (2000)**, « Le contenu informationnel et la capacité prédictive des mesures de performance financière», *Centre de Recherche en Gestion*, Document 01-2000.

- Dalton D.R, Daily C.M, Johnson J.L and Ellstrand A.E, (1999),**” Numbers of directors and financial performance”, Working paper, www.ssrn.com.
- DeAngelo, L. (1986),** “Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders”, *The Accounting Review*, Vol LXI, 400-420.
- DeAngelo,H; DeAngelo,L et Skinner (1994),** “Accounting choice in troubled companies” *Journal of Accounting and Economics*, Vol 17,113-143.
- Dechow, P. R, (1994),** “Accounting earnings and cash flows as measures of firme performance: The role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics*,3-42.
- Dechow P., Sloan R., Sweeney A. (1995),** “Detecting earnings managemen”, *The Accounting Review*, Vol. 70, 193-225.
- Dechow, P.M; Sloan, R.G et Sweeney, A.P (1996),** “Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC”,*Contemporary Accounting Research* 13.
- Dechow, P.M et Skinner, D.J (2000),**” Earnings management: Reconciling the views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators”, Working paper, www.ssrn.com.
- Defond, M. et Jiambalvo, J (1994),** “Debt covenant effects and the manipulation of accruals”,*Journal of Accounting and Economics*, Vol 17, 145-176.
- DeFond, M.L et Subrmnyam, K.R, (1998),** “Auditor changes and discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 25, 35-68.
- Denis et McConnell (2003),** “International corporate governance”, www.ecgi.org/wp.
- Denis, D; Denis,D; Sarin,A (1997)** “ Ownership and top executive turnover”, *Journal of Political Economics*, Vol 45.
- Dichev, I.D et Skinner, D.J (2002),** « Large sample evidence on the debt covenant hypothesis”, www.ssrn.com.
- Djama, C (2003),** “Le risqué de faillite modifie-t-il la politique comptable », www.google.com.
- Doukas, J.A et Pantzalis, C (2001),** “Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms”, Working paper, www.ssrn.com.
- Dumontier, P et Elleuch, S (2002),** “How does the French stock react to discretionary accruals,Working paper, www.google.com.
- Dye R.A,(1988),** “Earnings mangement in an overlapping generations model”, *Journal of Accounting Research*, 101-116.
- Erickson,M et Wong S (1999):** «Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers», *Journal of Accounting and Economics* 27.

- Faccio,M; Lang ,L.H.P et Young,L (2001)** “Debt and corporate governance “,January 10; Working Paper, www.ssrn.com.
- Fama, E.F ; Jensen, MC (1983)**, “Separation of ownership and control” ,Journal of Law and Economics, Vol 26, 301-325.
- Francis, J; LaFond, R , Olsson, P et Schipper, K, (2003)**, “ Accounting anomalies and information uncertainty”, Working paper, www.ssrn.com.
- Francis, J; LaFond, R , Olsson, P et Schipper, K, (2004)**, “The market pricing of accruals quality”, Working paper, www.ssrn.com.
- Gaver, J. J., et Gaver, K. M. (1993)** “Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies”. Journal of Accounting and Economics 16: 125-160.
- Gaver J, GaverK et Austin J.R (1995):** «Additional evidence on bonus plans income management», Journal of Accounting et Economics.
- Guidry F, Leone A et Rock,S (1998):** «Earnings-based bonus plans and earnings management by business unit managers», *Journal of Accounting and Economics*.
- Gul, F ; Leung, S et Srinidhi, B (2000)**, “The effect of investment opportunity set and debt level on earnings-returns relationship and the pricing of discretionary accruals”, Working paper,www.ssrn.com.
- Gul, F; Tsui, J.S.L; Su, X et Rong, M (2001)**, “Legal protection, enforceability and tests of the debt hypothesis: An international study”,Working paper, www.ssrn.com.
- Gul, F.A et Jaggi, B (1998)**, “Evidence of Accruals Management: A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses”, Working paper, www.ssrn.com.
- Harris, M et Raviv , A (1988)** , “ Corporate control contests and capital structure”, Journal of Financial Economics , Vol 20.
- Healy P.M et Wahlen,J.M (1999):** «A review of the earnings management literature and its implications for standard setting», *Accounting Horizons*.
- Himmelberg, R.E., R.G. Hubbard et D. Palia (1999)** " Understanding the determinants of ownership, and the link between ownership and performance", Journal of financial Economics, Vol 53, 353-384.
- Holthausen,R.W, Larcker,D.F et Sloan,R.G (1995)**, “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings”Journal of Accounting and Economics, Vol 19, 29-74.
- Houge, T et Loughran (2000)**, Cash flow in King: Cognitive errors by investors, *Journal of Psychology and financial Markets*.

- Janes, T.D (2003)**, “Accruals, financial distress and debt covenants”, Working paper, www.ssrn.com.
- Jensen, M.C, (1986)**, “Agency cost or free cash flow, corporate finance and takeover”, American Economic Review, Vol 76.323-329.
- Jensen, M.C, (1993)**, “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, Journal of Finance, Vol 48 (3), 831-880.
- Jensen, M.C. ;W.H. Meckling, (1976)**, " Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, Vol 3, 305-360.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg ;T.S. Zorn,(1992)**, “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27,247-264.
- Jeter D.C. et Shivakumar L.(1999)**, «Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management », Accounting and Business Research, vol.29, n°4,.299-319.
- Jones J. (1991)**, “Earnings management during import relief investigations”, Journal of accounting research, Vol 29, 193-228.
- Jong, A.D (2002)**, “The disciplining role of leverage in dutch firms”, European Finance Review, Vol 6, 31-62.
- Kalay A, (1982)**, “Signalling information content and the reluctance to cut dividends.”
- Kelly, L (1983)**, “The development of a positive theory of corporate management’s role in external financial reporting”, Journal of Accounting Literature, Spring, 111-150.
- Kim Y (2001)**: «Disclosure and earnings management by seasoned equity offerings firms», Working paper, www.ssrn.com.
- Klein, A (1998)**: «Firm performance and board committee structure», Working paper, www.ssrn.com.
- Kothari S.P, Leone A.J et Wasley C.E (2001)**: «Performance matched discretionary accruals», Working paper, www.ssrn.com.
- Kremp, A., Stoss, E. et Gerdesmeier, D. (1999)** “Estimation of Debt Function: Evidence from French and German Firm Panel Data, in: Sauvé, A and Scheuer, M. eds., Corporate finance in Germany and France”, A joint research of the Deutsche Bundesbank and the banque de France, 139- 194.
- Kroszner, R.S et Strahan, P.E (1999)**, “Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest and lender liability”, Working paper, www.ssrn.com.
- Lamont O.A et Polk C (2000)**: «Does diversification destroy value? Evidence from industry

shocks», Working paper 7803, www.nber.org.

-Lang, L. et Litzenberger, R.H. (1989): “Dividend announcements, cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.24, 181-191.

-Lang, L. et Stulz, R (1994), “Tobin’s Q, Corporate Diversification, and Firm Performance”, *Journal of Political Economy*, Vol102 (6), 1248-1280.

-Leland, H. et D.H. Pyle (1977) “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, Vol 32, 371-387.

-Leuz, C; Nanda, D et Wysocki, P (2003), “Earnings management and investor protection: An international comparison”, *Journal of accounting and economics*.

-McConnel, J.J ; H. Servaes (1990), « Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, Vol 27, 595-612.

-Mollah, A.S; Short, H; Keasy,K (2002) “The influence of agency costs on dividend policy in emerging market “Leeds University Business School.

-Morck, R.; A. Shleifer; R.W.Vishny, (1988), “Management ownership and market valuation: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol 20, 293-315.

-Myers, S.C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics* Vol 5, 147-175.

-Paek, W et Press, E (1997), “Discretionary accruals, managers’ incentives and stock prices”, [www. Umi.com](http://www.Umi.com).

-Peasnell K.V, Pope P.F et Young S (1998): «Outside directors, board effectiveness, and earnings management», Working paper, www.ssrn.com.

-Pigé, B. (1998), « Performance, audit et gouvernement d’entreprise ». *Actes du XIXème congrès de l’Association Française de Comptabilité*. Nantes. Vol. 1: 227-242.

-Pound, J. (1988), " Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight”, *Journal of Financial Economics*, Vol 20.

-Richardson V.J (1998): «Information asymmetry and earnings management: some evidence», Working paper, www.ssrn.com.

-Richardson, S.A, Sloan, R.G, Soliman, M.T et Tuna, A.I (2001), "Information in accruals about the quality of earnings, Working paper, www.ssrn.com.

-Richardson, Tuna, I et WU, M (2002), “Predicting earnings management: The case of earnings restatements, Working paper, www.ssrn.com.

-Ross, S.A., (1977) “The Determination of Financial Structure; The Incentive- Signalling Approach” *Bell Journal of Economics* Vol 8, 23-4.

- Schipper, K. (1989)** “Commentary on earnings management”, *Accounting Horizons*, Vol 3; N° 4, 91-102.
- Shivadasani, A et Kang, J.K (2000)**, “Alternative mechanisms for corporate governance in Japan: An analysis of independent and bank-affiliated firms”, *Pacific- Basin Finance Journal*, n°7, 1-12.
- Shleifer, A. et R.W. Vishny, (1997)**, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol 52, 737-783.
- Short, H et Keasy, K (1999)** “Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK”, University of Leeds.
- Skinner, D. J (1993)**, “The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence”. *Journal of Accounting and Economics* 16: 407-445.
- Sloan, R.G (1996)**, “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71, No. 3 (July 1996): 289-315.
- Smith, C et Warner, J (1979)**, “On financial contracting: an analysis of bond covenants” *Journal of Financial Economics*, Vol 7, 117-161.
- Stulz, R.M (1988)**, “Managerial discretion and optimal financing policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol 20, 25-54.
- Stulz, R.M et Shin, H.H (2000)**, “An analysis of divisional investment policies”, Working paper, www.ssrn.com.
- Subramanyam, K.R, (1996)**,” The pricing of discretionary accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 22, 249-281.
- Sweeney, A.P. (1994)**, “Debt covenant violations and managers’ accounting responses”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 17, 281-308.
- Tondeur, H (1996)**, “Les choix comptables en matière d’établissement des comptes consolidés des sociétés françaises: un essai d’explication par la théorie positive de la comptabilité”. Doctorat de l’Université en sciences de gestion.
- Warfield T.D, Wild.J.J et Wild.K.L (1995)**, “Managerial ownership, accounting choices and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 20, Pp61-91.
- Watts R. et Zimmerman J. (1986)**, “Positive accounting theory”, prentice Hall.
- Watts R. et Zimmerman J. (1990)**, “Positive accounting theory : A ten year perspective”, *The Accounting Review*, Vol 65, 131-156.
- Wiedman, C.I et Marquardt, C.A (2002)**, “How earnings are managed: An examination of specific accruals”, Working paper, www.ssrn.com.

-**Xie, B; Davidson, W.N et DaDalt, P.J (2002)**, « Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee », *Journal of Corporate Finance*, Vol 9, 295-316.

-**Xie, H (2001)**, “The mispricing of abnormal accruals” *The Accounting Review*, Vol, 76, N°3, 357-373.

-**Xue, Y (2003)**, “Information content of earnings management: evidence from managing earnings to exceed thresholds, working paper, www.ssrn.com.

-**Yermack, D. (1996)**, “High market valuation for firms with a small board of directors “ *Journal of Financial Economics*, Vol 40, 185-211.

-**Zahra, S.A et Pearce,II (1989)**, “Board of directors and corporate financial performance: A review and integrative model”, *Journal of Management*, Vol 15, 291-334.

-**Zarrowin, P (2002)**, “Does income smoothing make stock prices more informative? Working paper, www.ssrn.com.

ANNEXE

Tableau n°1 : LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES ACCRUALS DISCRETIONNAIRES

Les variables	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	t-stat	F
Accruals discrétionnaires de Jones modifié	-0,1922	0,1836	0,028	0,1604	2,35*	16,96
Accruals discrétionnaires ajustés par le ROA	-0,1691	0,1432	0,019	0,1288	2,07*	21,55
Accruals discrétionnaires liés à la performance	-0,1462	0,1654	0,015	0,1137	0,837	
Accruals du modèle de Dechow et Dichev	-0,1495	0,1737	0,021	0,1795	2,91*	15,70
Accruals du modèle de Dechow et Dichev combiné	-0,1843	0,1704	0,014	0,1459	3,89*	26,52

*Significatif au seuil de 5%.

Tableau n° 2 : DEFINITIONS ET MESURES DES VARIABLES

VARIABLES	DEFINITIONS	MESURES
END	Le niveau d'endettement	Dettes à long et moyen terme/actif total
OPP CR	Les opportunités de croissance	valeur marchande des actions/valeur comptable des fonds propres
TANG	La tangibilité	immobilisations nettes/actif total
FCF	Le free cash flow	(Bénéfice net-dividendes+amortissement)/actif total
DIV	Le niveau des dividendes	dividendes/bénéfice net
RISQ	Le risque de la firme	σ résultat avant intérêt et impôt/ actif total.
DIVSF	La diversification sectorielle	La somme des carrés du rapport des ventes par segments sur ventes totales

**Tableau n°3 : REGROUPEMENT SELON L'ENDETTEMENT, LES ACCRUALS ET
LES CARACTERISTIQUES DE LA FIRME**

Centres de classes finaux

	Classe			
	1	2	3	4
END	,1812	,2447	,2832	,3385
OPPCR	3,1908	,9851	1,0214	1,2579
TANG	,2832	,4537	,4346	,3129
FCF	,0590	,0823	,0624	,0482
DIV	,1358	,1622	,1408	,1157
RISQ	,1014	,0984	,0921	,1083
DIVSF	,4761	,3092	,3756	,1421
ACCRUALS	,0006	,0035	,0016	-,0220

**TABLEAU N°4: LA NATURE DE LA RELATION ENTRE LE NIVEAU D'ENDETTEMENT ET
LES ACCRUALS DISCRETIONNAIRES**

Independent :	END		
Dependent	TYPE DE LA RELATION	F	Sig
ACCRUALS	LINEAIRE	1,19	0,275
ACCRUALS	QUADRATIQUE	2,71	0,065
ACCRUALS	CUBIQUE	5,55	0,001

**TABLEAU N°5: IMPACT DE LA POLITIQUE D'ENDETTEMENT SUR LA GESTION DES
RESULTATS COMPTE TENU DES CARACTERISTIQUES DE LA FIRME**

Dependent Variable: ACCRUALS

Sample: 1994 2001

Included observations: 8

Total panel (unbalanced) observations 3016

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RISQ	0.790214	0.008511	92.84711	0.0000
OPPCR	0.025036	0.001558	16.07021	0.0000
TANG	-0.032773	0.031780	-1.031253	0.3025
FCF	0.015161	0.003780	4.010672	0.0001
DIV	-0.002003	0.015480	-0.129367	0.8971
DIVSF	0.408807	0.042645	9.586341	0.0000
ENDOPPCR	0.020523	0.001710	12.00407	0.0000
ENDTANG	6.80E-05	2.19E-06	31.02487	0.0000
ENDDIVSF	-0.002331	9.89E-05	-23.57264	0.0000
ENDFCF	-0.036895	0.002110	-17.48291	0.0000
ENDDIV	0.020424	0.002106	9.695833	0.0000
ENDRISQ	0.165040	0.011401	14.47604	0.0000