



RÉMUNÉRATIONS INCITATIVES ET GESTION DES RÉSULTATS : UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

Habib Joubert, Hamadi Fakhfakh

► To cite this version:

Habib Joubert, Hamadi Fakhfakh. RÉMUNÉRATIONS INCITATIVES ET GESTION DES RÉSULTATS : UNE COMPARAISON INTERNATIONALE. Comptabilité sans Frontières..The French Connection, May 2013, Canada. pp.cd-rom. hal-00992946

HAL Id: hal-00992946

<https://hal.science/hal-00992946>

Submitted on 19 May 2014

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.

RÉMUNÉRATIONS INCITATIVES ET GESTION DES RÉSULTATS : UNE COMPARAISON INTERNATIONALE

Habib JOUBER

Docteur en Finance, Laboratoire LARTIGE, Faculté des Sciences Économiques et de
Gestion de Sfax, Université de Sfax. Route de l'Aérodrome km 4,5– B.P. 1088– 3018
Sfax, Tunisie.

E-mail: Habib.jouber@yahoo.com

Hamadi FAKHFAKH

Professeur en Finance, Laboratoire LARTIGE, Faculté des Sciences Économiques et de
Gestion de Sfax, Université de Sfax, Tunisie.

Full Professor at College of Business Administration, Jazan University, Arabie Saoudite.

E-mail: Hamadi.fakhfakh@fsegs.rnu.tn

Résumé:

Ce papier s'efforce, sous le signe du courant *managerialiste* de l'agence, de montrer si les formules d'intéressement managériales sont propices à des pratiques de gestion des résultats. Il aborde également les déterminants institutionnels de telles pratiques relativement aux modèles Anglo-Américain et Euro-Continental de gouvernement d'entreprise. Deux sous-échantillons de 300 entreprises cotées américaines et canadiennes, ainsi que françaises et britanniques représentatifs de deux modèles sont observés sur la période 2004-2008. Les résultats des régressions multiples et variées montrent, à l'occasion des rémunérations incitatives, l'existence d'un comportement opportuniste managérial significatif manifesté par quatre motifs de gestion des résultats à savoir ; la gestion des résultats via les *accruals*, le lissage des résultats, le désir d'éviter les pertes minimales et l'ampleur moyenne de gestion des

Abstract:

This paper investigates whether CEO incentive-based compensation encourages earnings management practices. It focuses moreover, on the institutional determinants of such practices with reference to the Anglo-American and Euro-Continental corporate governance models. Two sub-samples of 300 American, Canadian, British, and French public firms are observed over the period 2004- 2008. Regression results show that CEO incentive-based rewards have a substantial impact on earnings management. Our results reveal moreover, that corporate governance quality, shareholders protection rights index, and law enforcement level are much prominent incentives of earnings management within the Euro-Continental framework by comparison to its Anglo-American peer.

résultats. Ils montrent, de plus, que les attributs institutionnels ; qualité de gouvernance, degré de protection des droits des actionnaires et niveau de renforcement des lois incitent d'avantage à la gestion des résultats dans le contexte européen que dans le contexte anglo-américain.

Mots clés: Rémunération des dirigeants, modèle anglo-américain de gouvernement d'entreprise, modèle euro-continental de gouvernement d'entreprise, facteurs institutionnels, gestion des résultats.

Classification JEL: J33, G34, M41, M52

Keywords: CEOs compensation, Anglo-American corporate governance model, Euro-Continental corporate governance model, institutional factors, earnings management.

JEL Classification: J33, G34, M41, M52

1. Introduction :

Dans le cadre conceptuel de l'agence défini par Jensen et Meckling (1976), l'intéressement financier des dirigeants occupe une place déterminante dans le système de gouvernance et permet de les amener à adopter durablement un comportement conforme aux attentes des actionnaires. Ainsi, l'objectif de toute forme d'incitation managériale est de rendre plus intime le lien entre la performance de l'organisation et le bien être des mandataires sociaux de manière à contrecarrer leur pouvoir discrétionnaire et échouer leurs comportements non observables. Il s'agit donc de contrer l'opportunisme éventuel du dirigeant afin de s'assurer de la légitimité qu'on lui prête dans le cadre de l'acte de délégation. Mais, bien que plusieurs recherches aient prouvé, à travers des méthodologies variées, les effets majeurs des formules de rémunération incitative sur la résolution des conflits d'agence, certaines livrent des résultats contradictoires. Ces derniers sont associés à la grande discrétion des bénéficiaires qui entoure l'installation de ces formules. En fait, l'approche *managerialiste* de l'agence (Bebchuk et Friedl, 2003) montre que les dirigeants peuvent maximiser leurs gains sans pour autant enrichir les actionnaires et ce de plusieurs façons, notamment en manipulant les résultats financiers, en recevant des stock-options à des prix de levée inférieurs aux cours boursiers courants, en bénéficiant d'autres dont les prix de levée sont déterminés rétroactivement à la baisse

afin de maximiser le potentiel de gain ou en divulguant des informations particulières juste avant d'acheter ou de lever leurs options.

En adoptant l'optique « *managerialiste* » ou encore « de la discrétion managériale »¹ de l'agence, cet article s'efforce d'atteindre deux objectifs. Le premier objectif est de mettre en exergue l'existence d'un éventuel comportement opportuniste managérial manifesté par la gestion des résultats comptables² et occasionné par les formules d'intéressement incitatives en faveur des dirigeants exécutifs. Le second objectif étant d'analyser l'impact des facteurs institutionnels sur ce comportement– si comportement il ya– en référence aux modèles anglo-américain et euro-continentale de gouvernement d'entreprise. Ces facteurs font trait au niveau de protection des droits des actionnaires, à la qualité des attributs de gouvernement d'entreprise et au degré de renforcement des règles juridiques. Pour y arriver, nous procédons en cinq sections. Le cadre théorique et les hypothèses dérivées font l'objet de la deuxième section. La méthodologie utilisée et les échantillons ciblés sont exposés dans la troisième section. Les deux dernières sections présentent respectivement les résultats empiriques et les conclusions.

2. Revue de la littérature et développement des hypothèses

Nombreuses études ont examiné si les contrats de compensation incitatifs constituent une motivation à des comportements déviants de la part des dirigeants bénéficiaires. Les premières études se sont concentrées sur le plan de bonus à court terme. Healy (1985), par exemple, a confirmé l'hypothèse de maximisation de bonus en indiquant que les managers utilisent judicieusement les *accruals*³ discrétionnaires pour maximiser la

¹ Le « *skimming view* » au sens de Bebachuk et Friel (2003).

² Charles et Stanley (2011, p. 33) la définissent comme un ensemble des actions délibérées par les dirigeants en vue de rapporter des résultats financiers désirés.

³ Le terme *accruals* est appelée aussi "variable comptable de régulation" (VCR). Il s'agit des charges et des produits calculés (dotations aux amortissements et provisions, reprise sur provisions, etc.), ainsi que les éléments de la variation du besoin en fonds de roulement. La littérature introduit une distinction entre les *accruals* totaux et les *accruals* discrétionnaires. La proportion non discrétionnaire des *accruals* est liée au niveau d'activité de la firme alors que la proportion discrétionnaire correspond directement à la gestion des données comptables.

compensation de bonus à court terme. L'impact d'autres composantes de la compensation sur la gestion des résultats a été appréhendé dans la littérature dont notamment les stock-options. Cormier et *al.*, (2006) s'intéressent à la question suivante : les sociétés décident-elles des octrois d'options dans une perspective de gestion des résultats? L'étude considère les 100 plus grandes sociétés Canadiennes durant la période 1998-2001. Elle permet de comprendre la dynamique liant la gestion des résultats et la gestion de la rémunération des dirigeants au moyen d'option ; les sociétés dont les résultats sont inférieurs à un résultat cible basé sur des chiffres antérieurs ont tendance à octroyer plus d'options. Cette dynamique est soutenue par des tests en données de panel ayant montré une relation négative entre l'ampleur de l'octroi d'options sur actions et la variable de résultat cible. En effet, plus l'écart entre les résultats avant rémunération en primes de l'année courante et ceux de l'année précédente est élevé, moins la société est incitée à la rémunération en options. Elle préfère rémunérer ses dirigeants en salaires ou en primes afin de réduire les résultats pour les ramener à un montant comparable à celui de l'année antérieure.

Bergstresser et Philippon (2006) révèlent que les entreprises qui développent plusieurs mécanismes incitatifs au profit de leurs directeurs se caractérisent par une sensibilité énorme de leurs cours boursiers au système de rémunération et une gestion agressive des résultats. Cadan et Yang (2005) et Coles et *al.*, (2006) détectent de leur part un comportement de gestion du résultat induit par les attributions des stock-options aux membres de la direction. Les résultats de Feng et *al.*, (2011), Meek et *al.*, (2007) et Bekiris et Doukakis (2011) ne font pas de controverse. Les accruals discrétionnaires sont significativement élevées, les résultats sont moins persistants et les chiffres sont moins informatifs aux moments préalables et justes subséquentes aux dates de levée des stock-options ou d'octrois d'actions. Ibrahim et Lloyd (2011) procèdent autrement en considérant les bonus indexés sur des mesures de performance non financière. Ils aboutissent à ce que ces incitations sont aussi propices à la gestion des résultats. Leurs résultats sont conformes pour les trois mesures ; *accruals* discrétionnaires, lissage des résultats et atteinte des prévisions des analystes financiers.

Maintes recherche sous-jacentes se sont intéressées aux d'autres facettes de la gestion des résultats à savoir ; le lissage des résultats (*earnings smoothing*), la volonté d'atteindre les prévisions des analystes financiers (*analysts' forecasts meeting*) ou les seuils comptables (*accounting thresholds*), le conservatisme comptable (*accounting conservatism*) et la persistance des résultats (*earnings persistence*). Dans ce sens, les résultats de recherches de Weber (2006), Bauman et *al.*, (2006a, 2006b), McAnally et *al.*, (2008), Iyengar et Zampelli (2010) et Ashley et Yang (2004) sont révélateurs et supportent tous l'influence positive des mesures incitatives sur les dits attributs du gestion des résultats.

Globalement, ces études tendent à renforcer le caractère discrétionnaire des comportements managériaux à l'occasion de leurs rétributions différées. Conséquemment, nous pouvons émettre notre première hypothèse comme suit ;

H1 : Les dirigeants seront plus motivés à gérer les résultats lorsque leur rémunération incitative est élevée.

La propension à gérer les résultats par les dirigeants rémunérés au prorata de résultats réalisés incombe aux spécificités institutionnelles des contextes dans les quels les formules incitatives sont planifiées et exécutées. Les traits institutionnels auxquels nous somme intéressés sont relatifs aux niveaux de protection des droits des investisseurs, au degré de renforcement des règles juridiques et aux qualités des attributs des systèmes de gouvernement d'entreprise.

Haw et *al.*, (2004) se sont intéressé de l'ampleur du gestion des bénéfices en présence des niveaux de protection des droits des actionnaires différents. Deux cas de figure sont sélectionnés; 9 pays de l'Asie de l'Est et 13 pays de l'Europe continentale. Les résultats des régressions séparées et *pooled* montrent un étendu de la gestion des bénéfices relativement bas parmi les entreprises asiatiques, dont les actionnaires-principalement les minoritaires- sont plus protégé contre l'expropriation managériale ou des actionnaires majoritaires, en comparaison avec leurs homologues européennes. Ferdinand et Fung (2004) ont montré que la gestion des résultats est plus significative chez les filiales des sociétés multinationales américaines implantées en Europe ou en Asie où les lois veillent vraisemblablement moins aux droits des actionnaires, que chez celles qui prévalent au

Japon ou en Amérique latine. Leuz et *al.*, (2003) ont conclu de même que les motifs de la gestion des résultats décroissent lorsque les intérêts des investisseurs sont significativement soutenus. Leurs résultats sont aujourd'hui de référence à cause du caractère séminal de leur méthodologie. Les auteurs ont procédé par une comparaison internationale opposant 31 pays membres de trois modèles financiers différents ; l'Asie, l'Amérique et l'Europe continentale pour montrer que les pratiques de gestion des résultats sont plus restreintes chez les entreprises du modèle américain.

Desender et *al.*, (2011) ont emprunté la même méthodologie et les mêmes statistiques de Leuz et *al.*, (2003) pour enrichir leurs constats en considérant les dimensions culturelles inter-pays comme des données explicatives additionnelles. Les auteurs ont constaté une complémentarité parfaite entre les effets des attributs culturels et des motifs de protection des investisseurs sur la gestion des résultats. Dans une étude similaire, Nabar et Boonlert-U-Thai (2007) ont fait preuve des effets négatifs et combinés du degré de protection des droits des actionnaires et des dimensions culturelles sur la gestion des résultats dans trente pays. Les régressions en moindre carré ordinaires et généralisées démontrent une influence négative et significative au seuil de 1% entre les trois motifs retenus de la gestion des résultats et la mesure de la protection des droits des investisseurs (*Outside Investor Rights*). De même, Wright et *al.*, (2006) ont conclu, sur la base de 92 et 63 opérations d'offre public d'achat britanniques et américaines, que les dirigeants britanniques gèrent les résultats à la baisse de façon plus agressive que leurs homologues américains. Ils suggèrent que le manque d'homogénéité au niveau des indices de protection des droits des actionnaires entre les deux pays suffit pour justifier tels comportements non confondus.

Plus récemment, Sanchez et *al.*, (2011) ont conclu à ce que les mesures défensives des pratiques de gestion du résultat sont inactives en présence d'un actionnariat majoritaire abondante qui touche à la significativité des droits des minoritaires. Leur investigation empirique porte sur le contexte espagnol et montre que l'inefficacité de ces mesures induit un effet rétroactif négatif qui favorise l'enracinement et la discrétion des dirigeants actionnaires majoritaires.

Vue ces constats, notre seconde hypothèse s'énonce comme suit ;

H2 : Les dirigeants seront plus motivés à gérer les résultats lorsque leur rémunération incitative est élevée. Néanmoins, nous anticipons que la gestion des résultats est plus significative en présence d'un niveau de protection des droits des actionnaires dégradé.

La gestion des résultats occasionnée par les plans d'incitation est également tributaire du degré de renforcement des règles juridiques. Ali et Hwang (2000), Ball et *al.*, (2000) et Jaggi et Low (2000) ont montré que les règles juridiques influencent significativement le contenu informationnel, la propriété et la pertinence des résultats comptables. Ils ont conclu que les textes du droit coutumier sont plus stricts à l'égard de ces critères, raison pour laquelle Brown et Higgins (2001) ont conclu que le « jeux de comptes » est vraisemblablement perdant aux États-Unis relativement à douze autres pays du monde. Bushman et Piotroski (2006) parviennent à démontrer que les données comptables sont plus conservatrices dans les pays du droit écrit que ailleurs. Les recherches de Leuz et *al.*, (2003), Wright et *al.*, (2006), Ben Othmen et Zeghal (2006), Burgstahler et *al.*, (2006) et Nabar et Boonlert-U-Thai (2007) soutiennent de leur part le caractère restreint de ces pratiques dans les pays régis par les normes du droit commun. Les effets du degré de renforcement des règles juridiques sur la rémunération incitative des dirigeants ont de leurs parts intéressés plusieurs chercheurs. Pour preuve, nous citons les études de Brenner et Schwalbach (2009) et Bryan et *al.*, (2010, 2011).

Considérant tous ces résultats, notre troisième hypothèse peut être ainsi proposée.

H3 : Les dirigeants seront plus motivés à gérer les résultats lorsque leur rémunération incitative est élevée. Néanmoins, étant donnée la qualité de renforcement des règles juridiques du droit commun, nous anticipons que la gestion des résultats est plus significative dans les pays du droit civil que ailleurs.

Qu'en est-il des effets de la qualité des attributs de la gouvernance d'entreprise sur la gestion des résultats motivée par l'incitation managériale ? La littérature empirique apporte là encore des éléments de réponse.

Zheng et Cullinan (2010) suggèrent également que la dissociation managériale des comités d'audit et de compensation influence le design des formules d'intéressement managériales. Laux et Laux (2009) ont prouvé aussi que la mise en place d'un comité de

rémunération indépendant au sein du conseil d'administration renforce la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. Vafeas (2003) a montré de sa part que la présence du CEO au comité de sélection, ou l'absence de ce comité ont un impact négatif sur l'indépendance du conseil d'administration et la performance de la firme. Tels cas équivalent à ce que le dirigeant rédige et signe lui-même son contrat de travail. Cornett et *al.*, (2008) ont montré par ailleurs les rôles névralgiques d'autres attributs du conseil d'administration dans l'atténuation de la gestion des résultats induite par l'incitation sur objectifs. À leur sens, l'activisme institutionnel, la taille et l'indépendance du conseil d'administration, la séparation des fonctions de président du conseil et de chef de l'exécutif et l'absence d'un contrôle exclusif par un actionnaire majoritaire font tous des freins à la latitude managériale. Les résultats de Joubert et Fakhfakh (2012) vont de pair. En étudiant les effets des attributs du conseil d'administration sur la gestion sur un échantillon de 180 entreprises canadiennes et françaises, les auteurs ont constaté que l'ampleur des *accruals* discrétionnaires est significativement supérieure parmi le sous-échantillon d'entreprises françaises dont les conseils d'administration présentent des caractéristiques qui ne font pas preuve d'une fonction de surveillance efficace.

Jiang et *al.*, (2008) ont utilisé l'indice GOV-Score développé par Brown et Caylor (2006) sur la base de 51 attributs individuels de gouvernement d'entreprise pour montrer son influence positive sur la qualité des résultats comptables. Garci-Meca et Sanchez-Ballesta (2009) ont procédé par une *meta-analyse* des résultats de 35 études ayant intéressés des effets des attributs du conseil d'administration sur la gestion des résultats pour tester si les divergences entre ces résultats sont dues aux effets modérateurs d'autres composantes de la gouvernance d'entreprise. Ils ont conclu que la concentration de la propriété, la propriété des cadres supérieurs (*insiders*) et l'indépendance du comité d'audit sont aussi des remparts à l'hégémonie des dirigeants.

Ainsi, nous émettons notre quatrième hypothèse comme suit;

H4 : Les dirigeants seront plus motivés à gérer les résultats lorsque leur rémunération incitative est élevée. Néanmoins, nous anticipons que la gestion des résultats est plus significative en présence d'un indice de gouvernement d'entreprise dégradé.

3. Méthodologie de la recherche

Après avoir présenté l'échantillon et l'origine des données (3.1) s'en suivent le choix et la définition des variables (3.2).

3.1. Échantillonnage et collecte des données

Nous utilisons deux sous échantillons d'entreprises cotées représentatifs respectivement des deux modèles Anglo-américains et Euro-continental de gouvernement d'entreprise. Le premier sous échantillon regroupe un ensemble aléatoire de 75 entreprises américaines du S&P 500 ainsi que, 75 entreprises canadiennes du TSX/S&P 100. Le second est composé d'un nombre pareil d'entreprises françaises et britanniques membres des indices SBF 120 et FTSE 100⁴. Les données sur ces sociétés sont relatives aux exercices 2004-2008, soit au total 1500 année-entreprise observations.

La construction de la banque de données a déployé plusieurs sources. Pour l'ensemble d'entreprises américaines, les données concernant la rémunération des dirigeants, la structure de propriété et les données de gouvernance proviennent des rapports « proxy statements » DEF 14A destinés aux actionnaires et disponibles sur les fichiers de la SEC et qui sont téléchargés auprès de l'EdgarScan (edgarscan.com) alors que les caractéristiques financières et comptables sont fournies par les rapports annuels 10K figurant dans la même base. Les données manquantes sont épuisées auprès de la base Corporate Library. Quant au groupe d'entreprises canadiennes, les circulaires des conseils d'administration, les rapports annuels et les « *proxy statements* » disponibles sur le SEDAR (*System of Electronic Document Analysis and Retrieval*) ont été mises à contribution pour la collecte les données nécessaires. Les données sur les sociétés britanniques ont été collectées toutes directement à partir de leurs sites officiels. Les caractéristiques financières, comptables et de gouvernement d'entreprises françaises sont épuisées auprès de leurs rapports annuels et états consolidés des flux de trésoreries

⁴ Les tests de sensibilité montrent que nos constats sont insensibles à la discrimination entre les deux échantillons d'entreprises françaises et britanniques en raison de leur appartenance à deux familles de droits différentes. Ainsi, notre considération de ces deux échantillons comme étant homogènes est robuste.

disponibles sur les versions électroniques des deux revues financières quotidiennes « les Échos » et « la Tribune » ainsi qu’auprès le site internet de l’Euronext. Certaines données sur les rémunérations de leurs dirigeants ont été recueillies depuis leurs documents de référence destinées à l’Autorité des Marchés Financiers (AMF) et d’autres auprès du magazine l’Expansion.

3.2. Choix et définition des variables

3.2.1. La variable dépendante

Nous retenons les méthodologies de Leuz et *al.*, (2003), Kothari et *al.*, (2005) et Dechow et *al.*, (2011) pour définir quatre mesures de la gestion des résultats, soit EM1, EM2, EM3, et EM4.

La mesure EM1 détecte la gestion des résultats à travers les *accruals* discrétionnaires (%AD⁵). Ces dernières sont calculées à l’aide du modèle de Kothari et *al.*, (2005) suivant ;

$$\begin{aligned} \%AD_{it} = & (ACCT_{it}/AT_{it}) - \bar{\alpha 1} (1/AT_{it}) - \bar{\alpha 2} [(\Delta CA_{it} - \Delta CCR_{it})/AT_{it}] \\ & - \bar{\alpha 3} (IMM_{it}/AT_{it}) - \bar{\alpha 4} (ROA_{it-1}/AT_{it}) \end{aligned} \quad (1)$$

Où ;

$ACCT_{it}$: La valeur des *accruals* de l’entreprise i à l’année t donnée par la différence entre le résultat net comptable publié (RNC_{it}) et les flux de trésorerie d’exploitation (FTE_{it}) ;

AT_{it} : L’actif total de l’entreprise i à l’année t ;

ΔCA_{it} : La variation du chiffre d’affaire de l’entreprise i entre t et t-1 ;

ΔCCR_{it} : La variation des créances d’exploitation de l’entreprise i entre t et t-1 ;

IMM_{it} : La valeur des immobilisations de l’entreprise i à la fin de l’année t ;

⁵ Exprimée en pourcentage de l’actif total.

ROA_{it-1} : La rentabilité économique de l'entreprise i à l'année t-1 ;

$\widehat{\alpha 1}$, $\widehat{\alpha 2}$, $\widehat{\alpha 3}$ et $\widehat{\alpha 4}$: Les estimations du modèle suivant ;

$$\begin{aligned} \text{ACCT}_{it}/\text{AT}_{it} = & 1/\text{AT}_{it} + \alpha 1 (1/\text{AT}_{it}) + \alpha 2 [(\Delta \text{CA}_{it} - \Delta \text{CCR}_{it})/\text{AT}_{it}] \\ & + \alpha 3 (\text{IMM}_{it}/\text{AT}_{it}) + \alpha 4 (\text{ROA}_{it-1}/\text{AT}_{it}) + \varepsilon_{it}. \end{aligned} \quad (2)$$

La mesure EM2 est sensée détecter la pratique de lissage des résultats. Elle est donnée par ;

$$\text{EM2} = 1 - \text{coefficient de corrélation} [(\Delta \text{ACCT}_{it}/\text{AT}_{it-1}) - \Delta \text{FTE}_{it}/\text{AT}_{it-1}] \quad (3)$$

La mesure EM3 est construite pour tester si les dirigeants tentent d'éviter les pertes minimales. La variable EM3 est donnée par le rapport entre le nombre des pertes minimales et le nombre de gains minimums enregistrés par l'entreprise dans un exercice comptable donné, soit ;

$$\text{EM3} = \text{N (Pertes Minimales)} / \text{N (Gains Minimums)} \quad (4)$$

Où, une observation entreprise-année est considérée comme une perte minimale si la valeur du résultat net comptable de l'année t exprimée en pourcentage du total actif de l'année t-1 appartient à l'intervalle $[-0,01 ; 0]$. Une observation entreprise-année est par contre considérée comme un gain minimum si la valeur du résultat net comptable de l'année t exprimée en pourcentage du total actif de l'année t-1 appartient à l'intervalle $[0 ; 0,01]$.

Le proxy EM4 donne une approximation moyenne de l'étendu des pratiques de gestion des résultats dans chaque entreprise. Elle correspond à la moyenne des mesures EM1, EM2, EM3. Soit ;

$$\text{EM4} = (1/3) * \sum [\text{EM1}, \text{EM2}, \text{EM3}] \quad (5)$$

3.2.2. La variable d'intérêt

Nos hypothèses portent sur la latitude que les dirigeants peuvent exprimer, à l'occasion de leurs rémunérations incitatives, envers les choix comptables pour s'approprier et acquérir du pouvoir. Cianci et *al.*, (2011) ont proposé une mesure de la rémunération incitatif des dirigeants exécutifs qui reflète en elle-même ce pouvoir. Cette mesure exprime la dominance de ces dirigeants sur le processus de détermination et de

distribution des plans d'incitation. Elle est approximée par la différence relative entre la rémunération totale du dirigeant le mieux payé (CEO) et celle de son précédent dans l'échelle des rémunérations. Nous adoptons cette mesure pour l'utiliser comme une variable d'intérêt.

Le tableau n°1 présente l'ensemble des variables utilisées avec leurs définitions respectives.

Tableau n°1. Définition des variables

Variable	Mesure	Signe attendue
<i>Variables dépendantes</i>		
EM1	%AD (Kothari et <i>al.</i> , 2005)	N.A
EM2	1 – coefficient de corrélation ($\Delta ACCT_{it}/AT_{it-1} - \Delta FTE_{it}/AT_{it-1}$)	N.A
EM3	N (Pertes Minimales) / N (Gains minimums)	N.A
EM4	$(1/3) * \sum [EM1, EM2, EM3]$	N.A
<i>Variable d'intérêt</i>		
%REMT	(Rémunération totale du CEO – rémunération totale du second dirigeant) / Rémunération totale du CEO (Cianci et <i>al.</i> , 2011)	+
<i>Variables de contrôle</i>		
IPI ^(a)	Indice du degré de protection des droits des actionnaires	+/-
GOV-SCORE ^(b)	Indice de qualité des mécanismes internes de gouvernance	+/-
LEGAL	1 si <i>Common Law</i> , 0 ailleurs	+/-
LnTA	Logarithme de l'actif total en fin de période	+
LEV	Ratio dettes financières sur valeur de marché des capitaux propres	+
IMPEFF	Impôts dus sur les bénéfices/(résultat ordinaire avant impôt+dotations aux amortissements)	+/-
R&D	Part des investissements en R&D dans l'actif total	+
MTB	Ratio Market-to-Book	+
PM	Part du capital détenu par le dirigeant CEO	+
PII	Part du capital détenu par les investisseurs institutionnels	-

^(a) Les IPI sont respectivement 8.3, 8.3, 8, et 5.3 pour les Etats-Unis, la Canada, la Grande Bretagne et la France (World Bank doing business report, 2008).

^(b) Le GOV-SCORE est obtenu en ajoutant la valeur 1 chaque fois qu'une des dimensions de gouvernance suivantes sont satisfaites; Existence d'un comité de nomination et d'un comité de rémunération; Le PDG n'est pas à la fois membre dans les deux comités; Le pourcentage d'administrateurs externes non affiliés « *gray directors* »

est supérieur à la moitié; Les postes du chef de la direction et du président du conseil sont séparés; Le conseil d'administration se réunit au moins deux fois par année; Le dirigeant exécutif siège au moins à un autre CA; Le PDG occupe sa position depuis au moins trois ans; Le PDG n'est à l'âge de la retraite.

4. Résultats empiriques

Nous présentons tout d'abord les caractéristiques descriptives de l'échantillon. La matrice de corrélation des variables permettra d'identifier a priori les sens de causalité entre les variables d'intérêt et de contrôle et les variables à expliquer. Les analyses multi-variées permettront plus loin de s'assurer de la significativité de ces causalités.

4.1. Analyse uni-variée

Le Tableau n°2 illustre les caractéristiques descriptives de deux sous-échantillons. Les tests de différences de moyenne (t-Student) entre les deux groupes y sont également rapportés.

Tableau n°2. Statistiques descriptives

Variable	Sous-échantillon d'entreprises américaines et canadiennes				Sous-échantillon d'entreprises françaises et britanniques				<i>T-Student</i>
	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	
EM1	0.0758	0.0917	-0.0739	0.1175	0.0861	0.0545	-0.001	0.1151	-3.06***
EM2	0.1016	0.0506	-0.0437	0.0793	0.0581	0.0379	-0.011	0.0739	1.92*
EM3	0.0739	0.0402	0.0581	0.0496	0.0817	0.0371	0.016	0.07183	-1.98**
EM4	0.0837	0.0608	0.0437	0.1051	0.0753	0.0431	-0.004	0.0492	2.16**
%REMT	0.1315	0.1173	0.0843	0.01739	0.0971	0.0729	0.000	0.1493	3.411***
IPI	6.35	5.04	5.3	8.000	5.55	5.04	5.3	8.000	3.722***
GOV-SCORE	6.000	5.11	5.000	8.000	5.5	5.22	4.000	6.000	2.586***
LEGAL	1	-	0.000	1.000	0.63	-	0.000	1.000	2.031**
LnTA	15.1	12.3	11.496	21.381	11.7	10.9	9.105	13.371	4.344***
LEV	0.3177	0.2731	0.1307	0.5929	0.5782	0.0515	0.0482	0.6739	-1.96**
IMPEFF	0.3029	0.2917	0.2574	0.3782	0.3571	0.3341	0.305	0.419	-1.78
R&D	0.1372	0.113	0.0719	0.2194	0.1056	0.0859	0.0672	0.2055	2.04**
MTB	0.4195	0.3842	0.1653	0.4442	0.3791	0.3473	0.1375	0.4106	1.88*
PM	0.2305	0.2175	0.0744	0.3175	0.5410	0.6045	0.3825	0.6695	-3.05***
PII	0.3211	0.3915	0.1795	0.4288	0.1179	0.1659	0.0502	0.01755	2.865***

*, **, *** dénotent la significativité aux seuils 10%, 5% et 1%.

À la lecture des ces statistiques, deux constats majeurs émergent. Premièrement, les motifs de la gestion des résultats égalisent en moyenne (EM4) entre 7.5% et 8.3% du total bilan des sociétés étudiées. Ces valeurs sont considérables et se comparent à celles obtenus par d'autres études antérieures (par exemple Cormier et *al.*, (2010) <6.1%> dans le contexte canadien, Cormier et Martinez (2006) <5.4%> dans le contexte Français, Ibrahim et Lloyd (2011) <8.8%> dans le contexte américain). Deuxièmement, les statistiques des sociétés américaines et canadiennes montrent que la moyenne de la mesure EM2 est vraisemblablement supérieure aux moyennes des EM1 et EM3 ce qui signifie que ces entreprises comptent d'avantage sur le lissage des résultats pour gérer les résultats que sur les accruals ou la restriction des publications des pertes. Ceci peut être justifié par les pressions significatives exercées par les analystes financiers et leur rôle dynamique dans l'encadrement des discontinuités des résultats sur les marchés anglo-américain (Cormier et *al.*, 2010 ; Ben Othman et Zeghal, 2006). Telles pressions se détournent en des pressions des résultats qui rendent important pour les P.D.G. d'atteindre les résultats pour crainte par exemple de remplacement. Par contre, il s'avère que les entreprises françaises et britanniques se concentrent plus sur les *accruals* discrétionnaires pour gérer leurs résultats. Nous pouvons également constater à la lumière de ces deux tableaux qu'excepté la mesure EM3, les valeurs moyennes des autres motifs de la gestion des résultats sont significativement supérieures pour le groupe d'entreprises américaines et britanniques ce qui implique que les latitudes des dirigeants de ces entreprises sont plus agressives comparativement à celles de leurs paires des entreprises françaises et britanniques. Globalement, le pouvoir managérial via l'ampleur de la rétribution totale relative est significatif. En effet, les dirigeants exécutifs encaissent en moyenne plus que de 10% des avoirs des dirigeants de second rang. Ce surplus atteint 13% au Canada et aux États-Unis.

Les statistiques comparatives des caractéristiques économiques, financières et de gouvernement d'entreprise de deux échantillons montrent que les entreprises américaines et canadiennes sont en moyenne plus large, moins endettées, investissent d'avantage dans les activités de R&D, moins imposées et s'ouvrent sur des opportunités de croissance plus généreuses relativement à leurs homologues britanniques ou françaises. Ces

entreprises sont, par ailleurs, mieux gouvernées et veillent de plus aux intérêts de leurs actionnaires. En moyenne (minimum), elles réunissent six (cinq) parmi les huit attributs constitutifs de l'indice GOV-SCORE. Par ailleurs, la propriété du premier dirigeant exécutif est faible comparativement à la part du capital qui revient aux institutionnels. Ces résultats ne sont pas surprenants du fait des spécificités intrinsèques de chacun de deux modèles retenus. En fait, les diversités constatées sont conditionnelles à certaines caractéristiques propres à chacun d'entre eux et que l'un ou l'autre ne présente pas nécessairement.

La matrice de corrélation présentée au tableau n°3 n'indique aucun problème de multicolinéarité. Les seules variables qui sont hautement corrélées étant les caractéristiques institutionnelles de deux échantillons. Les variables EM1(0.181), EM2 (0.201), EM3 (0.561) et EM4 (0.308) sont significativement associées à la mesure de la rémunération incitative des dirigeants britanniques et français. Les coefficients de corrélation entre les motifs de la gestion des résultats et le proxy de la rémunération relative des dirigeants américains et canadiens sont également significatifs. Ces constats sont en accord avec notre première hypothèse; l'incitation managériale est reliée positivement à l'ampleur de la gestion des résultats comptables. Les caractéristiques institutionnelles sont par ailleurs, inversement reliées aux motifs de la gestion des résultats ainsi qu'à la rémunération relative des CEOs. Toutefois, la significativité des corrélations est vraisemblablement supérieure pour le sous échantillon d'entreprises américaines et canadiennes. De plus, nous observons des corrélations positives entre les mesures de différentes pratiques de gestion des résultats et les variables taille, taux d'endettement et sous d'imposition effectif. Les caractéristiques de la structure de propriété influencent toutefois différemment les motifs de la gestion de résultats. En effet, alors que la propriété managériale est positivement corrélée aux différentes mesures de la latitude managériale, la propriété institutionnelle leurs sont négativement associée. Ces corrélations sont valides pour l'échantillon d'entreprises américaines et françaises et leurs sens s'inversent si on considère le groupe des sociétés françaises et britanniques.

Tableau n°3. La matrice de corrélation de Pearson

Variable	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1.	1	.129	.213	.021	.137	-.517	-.511	-.615	.031	.09	.033	.011	.024	.043	<i>-.091</i>
2.	.101	1	.041	.231	.141	-.511	-.517	-.608	.019	.021	.04	.01	.019	.021	-.113
3.	.09	.059	1	.01	.337	-.216	-.119	-.315	.012	.011	.027	.107	.028	.01	<i>-.05</i>
4.	.311	.091	.174	1	.229	-.22	-.219	-.707	.337	.147	.01	.103	.025	<i>.092</i>	-.121
5.	.181	.201	.561	.308	1	-.221	-.314	-.31	.11	<i>-.109</i>	<i>-.301</i>	<i>-.015</i>	.047	<i>.073</i>	-.215
6.	<i>-.221</i>	<i>-.309</i>	<i>-.202</i>	<i>-.199</i>	<i>-.1</i>	1	.091	.603	.101	.073	.077	.011	.086	.038	-.161
7.	<i>-.307</i>	<i>-.371</i>	<i>-.141</i>	<i>-.205</i>	<i>-.101</i>	.303	1	.27	.211	.011	.029	.09	.086	<i>-.05</i>	-.109
8.	<i>-.271</i>	<i>-.337</i>	<i>-.227</i>	<i>-.383</i>	<i>-.023</i>	.177	.119	1	.006	.007	.001	<i>-.05</i>	.01	.01	<i>-.095</i>
9.	<i>.119</i>	.0106	.402	<i>.573</i>	.371	.106	.237	.093	1	<i>-.108</i>	.417	.31	.196	-.14	.1
10.	.373	.07	.373	<i>.388</i>	<i>-.148</i>	.091	.06	.06	.205	1	.04	.104	.17	<i>-.07</i>	.075
11.	.299	.507	.109	.417	.069	.052	.03	.011	.117	.033	1	.094	.081	.051	.01
12.	.104	.083	.04	<i>.101</i>	.055	.031	.003	.017	<i>.315</i>	<i>-.104</i>	.063	1	.011	<i>.033</i>	.091
13.	.10	.199	.037	.227	.217	.065	.038	.021	<i>.251</i>	.091	.06	.11	1	.011	.055
14.	.211	<i>.21</i>	.009	.207	.011	.07	.191	.01	<i>0.01</i>	<i>0.01</i>	.03	.01	.01	1	-.171
15.	<i>-.10</i>	<i>-.08</i>	0.00	<i>-.12</i>	<i>-.101</i>	<i>-.051</i>	<i>-.011</i>	.02	<i>0.03</i>	.01	0.00	.01	.01	.095	1

Notes:

- i. 1:EM1; 2:EM2; 3:EM3; 4:EM4; 5:%REMT; 6: IPI; 7:GOV-SCORE; 8:LEGAL; 9:LnTA; 10:LEV; 11:IMPEFF; 12:R&D; 13:MTB; 14:PM; 15:PII.
- ii. Les statistiques du groupe des entreprises américaines et canadiennes (françaises et britanniques) figurent au dessus (dessous) du diagonale principal ;
- ii. Les valeurs en gras (italique) sont significatives au seuil de 1% (5%).

4.2. Analyse multi-variée

Notre objectif, nous rappelons, est double. Nous voulons tester l'impact de la rémunération incitative des dirigeants exécutifs sur les motifs retenus de la gestion des résultats et d'explorer les effets (modérateurs) des facteurs institutionnels sur le tel impact. Cet objectif nous conforte dans la décision de recourir à des régressions multi-variées en présence des variables d'interactions. Le modèle de base au quel seront appliquées ces régressions est le suivant ;

$$\begin{aligned} EM_{nit} = & \alpha_0 + \alpha_1 * \%REMT_{it} + \alpha_2 * REMT_{it} * IPI_{it} \\ & + \alpha_3 * \%REMT_{it} * GOV-SCORE_{it} \\ & + \alpha_4 * \%REMT_{it} * LEGAL_{it} \\ & + \sum \alpha_k * F(LnTA, LEV, IMPEFF, R\&D, MTB, PM, PII) + X_t + Y_i + \varepsilon_{it}. \end{aligned} \quad (6)$$

Où ;

$n = 1, \dots, 4$; $k = 5, \dots, 9$; i et t sont les indices observation-année et $F(LnTA, LEV, IMPEFF, R\&D, MTB, PM, PII)$ un vecteur des caractéristiques économiques, financières et de structure de propriété des échantillons. X_t les effets fixes temps, Y_i les effets fixes firmes, et ε_{it} étant un terme d'erreur.

Ce modèle sera estimé séparément pour les deux sous échantillons ciblés. Les tableaux n°4 et n°5 présentent les résultats obtenus.

Une première remarque globale, au vu notamment des R^2 et des statistiques de Fisher, est que la qualité des modèles est acceptable. Un constat aussi saillant émerge ; en accord avec l'hypothèse 1, les résultats montrent une relation positive et significative entre les motifs de gestion des résultats et la rémunération des dirigeants exécutifs. Cependant, l'ampleur de cette relation se montre diluée en présence des effets d'interaction entre les facteurs institutionnels et la variable proxy de l'incitation managériale. En effet, les coefficients associés aux termes d'interaction sont significativement négatifs dans les quatre spécifications ce qui met en évidence l'effet modérateur de chacun des attributs

institutionnels sur le pouvoir incitatif des rémunérations différées à la gestion des résultats. En outre, nous constatons que la contribution marginale de ces attributs dans l'encadrement des latitudes managériales est vraisemblablement supérieure lorsque ces latitudes portent sur le lissage des résultats⁶. Force est de constater de plus que l'effet modérateur de la nature du système juridique est le plus intéressant (valeur α la plus élevée) comparativement aux autres facteurs.

S'agissant des variables de contrôle, les résultats montrent des relations similaires aux celles communément explorées. En effet, les coefficients significativement positifs attachés aux variables taille de l'entreprise et taux d'imposition au quel est assujettie font preuve de l'hypothèse de la visibilité politique soutenue par Watts et Zimmerman (1978). À leur sens, les grandes entreprises ou celles les plus imposées tendent à gérer leurs résultats à la baisse pour atténuer leurs charges fiscales. En outre, le lien relativement significatif entre ration *Market-to-Book* (MTB) et la pratique de lissage des résultats est conforme à l'hypothèse que les entreprises anticipant des opportunités d'extension prometteuses ou celles qui croissent rapidement ont besoins de surinvestir. D'où, elles s'engagent dans la gestion des résultats pour gonfler leurs emplois (Haw et *al.*, 2004 ; Kothari et *al.*, 2005). L'investissement dans les activités de R&D encadre partiellement la gestion des résultats dans son sens large. La propriété institutionnelle joue un rôle pareil alors que le contrôle managérial est non significatif.

⁶ Le plus rependu, parmi les autres pratiques, dans ce groupe de sociétés tel que le montrent les statistiques descriptives.

Tableau n°4. Résultats des estimations linéaires faites sur les observations américaines et canadiennes

*, **, *** indiquent la significativité statistiques aux seuils de 10%, 5% et 1%. Pour chaque variable, les erreurs standards sont indiquées dans la seconde ligne. (N=750)

Variables	Signe prévu	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)	Modèle (4)
<i>Variable dépendante</i>		<i>EM1</i>	<i>EM2</i>	<i>EM3</i>	<i>EM4</i>
Constante	N.A	0.0519** (1.96)	0.0301* (1.733)	0.0175* (1.602)	0.0455** (2.107)
%REMT	+ (H1)	0.267*** (3.010)	0.382*** (2.748)	0.307*** (5.250)	0.268*** (4.664)
%REMT*IPI	? (H2)	-0.117*** (-2.509)	-0.082*** (-3.061)	-0.076*** (-2.796)	-0.108*** (-3.703)
%REMT*GOV- SCORE	? (H3)	-0.144*** (-2.739)	-0.055** (-1.976)	-0.047*** (-3.160)	-0.074** (-2.516)
%REMT*LEGAL	? (H4)	-0.140** (-2.096)	-0.121*** (-2.712)	-0.083*** (-3.352)	-0.159** (-1.974)
LnTA	+	0.099* (1.815)	0.011** (2.123)	0.427* (1.858)	0.616** (2.224)
LEV	+	0.013 (1.11)	-0.002 (-0.828)	-0.006 (-1.312)	0.011 (1.283)
IMPEFF	+	0.002** (2.182)	0.0201* (1.813)	0.001 (1.018)	0.001* (1.947)
R&D	+/-	-0.007* (-1.633)	-0.003 (1.662)	-0.002 (-1.317)	-0.0001* (-1.732)
MTB	+/-	0.001 (1.020)	0.043** (2.288)	0.002 (1.158)	0.006* (1.577)
PM	+/-	0.044 (1.109)	0.03 (1.401)	0.011 (1.117)	0.027 (1.307)
PII	-	-0.107* (1.838)	-0.192** (2.208)	-0.091 (1.009)	-0.179** (2.109)
Effets fixes temps/ firmes		Oui	Oui	Oui	Oui
R ²		0.417	0.401	0.376	0.593
F Fisher (<i>p-value</i>)		7.396 (0.000)	7.771 (0.000)	10.073 (0.000)	10.317 (0.000)
ΔR^2 (vs. modèle 4)		17.6%	19.2%	21.7%	-

Les résultats des régressions linéaires obtenus en considérant exclusivement l'échantillon d'entreprises françaises et britanniques vont à la paire avec les leçons tirés des estimations faites sur le groupe d'entreprises canadiennes et américaines. Toutefois, de nouveaux constats remontent. Tout d'abord, les prédictions d'éventuelle gestion des résultats de la part des dirigeants à l'occasion de leurs rémunération incitative est tenue

pour vraie. Étant largement significatifs, les estimations des coefficients attachés à la mesure de la rémunération prouvent qu'un accroissement de 1% de celle-ci implique l'accroissement de l'ampleur de la discrétion managériale d'environ 42 à 63%, toutes choses étant égales par ailleurs. Cette discrétion s'avère plus agressive, voir maximale, en cas de gestion des résultats via les *accruals* qui intéresse de plus, d'après l'analyse univariée, les entreprises françaises et britanniques relativement aux autres motifs.

Ensuite, excepté de l'indice de gouvernance, la significativité des effets modérateurs du degré de protection des droits des investisseurs et du niveau de renforcement des règles juridiques se voit marginale voir atrophiée. En fait, les coefficients d'interactions des variables IPI et LEGAL et la variable de la rémunération sont statistiquement non significatifs⁷. De plus, leurs effets escomptés sont également perdus. Ces résultats impliquent que la qualité des textes qui régissent les relations d'agence ou ceux qui sauvegarde les intérêts des mandants est insuffisante ou inefficace pour contrecarrer l'opportunisme managérial. Au pire, elle incite à la gestion des résultats bien que sa significativité est absente. Ces résultats supportent vraisemblablement les prédictions des hypothèses H2 et H4. Par ailleurs, la contribution de la qualité des mécanismes internes de gouvernance dans l'atténuation des pratiques de gestion de résultats est maintenue. Le coefficient d'interaction entre cette variable et le proxy de la rémunération est significativement négatif. Il est remarquablement supérieur dans les régressions du modèle 1. Sa valeur est également supérieure, dans toutes les régressions, comparativement à celle des autres termes d'interactions. On peut ainsi, penser à un éventuel effet de substitution entre les mécanismes internes de surveillance et les facteurs institutionnels de protection et de renforcement des droits des actionnaires. Cet effet a été éventuellement démontré par Fahlenbrach (2009) en utilisant les indices G-index de Gompers et *al.*, (2003) et E-index de Bebchuk et *al.*, (2009) pour juger la qualité de gouvernement d'entreprise. Cet effet d'encadrement des latitudes managériales de la qualité des attributs de gouvernement d'entreprise est maintenu constant indépendamment du contexte d'analyse considéré. Ainsi, l'hypothèse H3 est infirmée ; la

⁷ Exception faite des interactions entre l'indice de protection des droits des actionnaires et les mesure EM1 et EM4 qui sont significatives au seuil de 1%.

qualité de gouvernement d'entreprise constitue un élément clé du dispositif de gestion des divergences d'intérêts entre gestionnaires et propriétaires à l'occasion des choix (rationnels) d'intéressement des premiers.

S'agissant enfin des déterminants économiques de la gestion des résultats, la taille de l'entreprise est largement significative soutenant encore la thèse de la visibilité politique. Tout comme l'ont démontré DeFond et Jambalvo (1994), l'endettement est significativement associé à chacun des motifs retenus de gestion des résultats. En effet, les coefficients attachés au taux d'endettement sont tous positifs et significatifs au seuil de 1% ce qui corrobore l'hypothèse de gestion des résultats motivée par la volonté d'évitement de violation des clauses restrictives des contrats d'emprunts (*Debt-covenant hypothesis*). Pareils aux précédents constats, la charge fiscale et l'investissement en R&D, mais non les opportunités de croissance incitent à la gestion des résultats. Cependant, contrairement à ces constats, la propriété managériale du CEO est un déterminant majeur des pratiques de gestion des résultats. L'activisme institutionnel est relativement naïf.

Tableau n°5. Résultats des estimations linéaires faites sur les observations françaises et britanniques

*, **, *** indiquent la significativité statistiques aux seuils de 10%, 5% et 1%. Pour chaque variable, les erreurs standards sont indiquées dans la seconde ligne. (N=750)

Variables	Signe prévu	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)	Modèle (4)
<i>Variable dépendante</i>		<i>EM1</i>	<i>EM2</i>	<i>EM3</i>	<i>EM4</i>
Constante	N.A	0.0817** (2.271)	0.0615** (2.268)	0.0403* (1.871)	0.0706** (2.318)
%REMT	+ (H1)	0.637*** (5.262)	0.447*** (3.616)	0.424*** (5.242)	0.506*** (6.735)
%REMT*IPI	? (H2)	0.097* (1.761)	0.051 (1.331)	-0.059 (-1.074)	0.0252* (1.861)
%REMT*GOV- SCORE	? (H3)	-0.149*** (-3.133)	-0.091** (-2.139)	-0.063** (-2.088)	-0.097*** (-2.850)
%REMT*LEGAL	? (H4)	0.052 (1.006)	0.033 (0.872)	0.017 (1.4)	0.02 (1.222)
LnTA	+	0.335*** (6.693)	0.164*** (5.180)	0.404*** (8.573)	0.537*** (2.915)
LEV	+	0.088*** (2.734)	0.010*** (2.762)	0.009*** (4.805)	0.007*** (4.153)
IMPEFF	+	0.001** (2.018)	0.001* (1.736)	0.006 (1.028)	0.002** (2.017)
R&D	+/-	0.002** (1.997)	0.002** (2.072)	0.002 (1.376)	0.031** (2.565)
MTB	+/-	0.002 (1.158)	0.003 (0.785)	0.001** (2.156)	0.002 (1.232)
PM	+	0.2217*** (3.171)	0.1705** (2.221)	0.0911* (1.677)	0.2055*** (3.202)
PII	+/-	-0.074 (-1.105)	0.0591 (1.201)	0.039 (1.313)	-0.0803 (-1.125)
Effets fixes temps/ firmes		Oui	Oui	Oui	Oui
R ²		0.372	0.411	0.358	0.453
F Fisher		9.303	10.481	9.411	10.716
(p-value)		0.000	0.000	0.000	0.000
ΔR^2 (vs. modèle 4)		8.1%	4.2%	9.5%	-

4.3. Tests de sensibilité

Les résultats jusqu'ici obtenus regroupent la France et la Grande Bretagne sous la même lignée du modèle euro-continental de gouvernement d'entreprise. Membres de la zone Euro, ces deux pays partagent des caractéristiques économiques, financières et

comptables pareilles. Toutefois, ils sont régis par des systèmes juridiques dont les origines émanent de deux familles différentes. La réglementation française emprunte des principes du droit civil. La normalisation britannique s'inspire cependant des prémisses du droit commun. Ce point de divergence est susceptible de même en cause les leçons tirées de cette étude comparative. Retrouvons nous les résultats précédemment exploré en comparant séparément le cas français et le cas britannique par rapport aux cas américains et canadiens considérés comme homogènes ?

Comme première analyse de sensibilité, nous refaisons les régressions précédentes en considérant séparément l'échantillon d'entreprises françaises et le groupe des sociétés britanniques. Nous supposons qu'une divergence significative— si divergence il ya— entre les *outputs* de deux régressions au nom des traditions juridiques non communes entre la France et la Grande Bretagne est de nature de rendre les résultats ci-dessus difficiles à supporter.

Les résultats (non reportés⁸) des estimations séparées faites sur les sociétés françaises et britanniques montrent que nos constats sont insensibles à la discrimination entre ces deux groupes d'entreprises en raison de leur appartenance à deux familles de droits différentes. Ainsi, notre considération de ces deux échantillons comme étant homogènes est robuste.

Notre second test de sensibilité consiste, à l'instar de Bekiris et *al.*, (2011), à discriminer la part négative des *accruals* discrétionnaires (exprimant une gestion des résultats à la baisse) de la part positive (exprimant une gestion à la hausse des résultats) pour détecter quelle décision de gestion des résultats est la plus motivée par la rémunération incitative. Les résultats de ce test figurent au tableau n°6.

⁸ Les résultats sont disponibles auprès des auteurs.

Tableau n°6. Tests de sensibilité des résultats au sens de la gestion des résultats

*, **, *** indiquent la significativité statistiques aux seuils de 10%, 5% et 1%. Pour chaque variable, les erreurs standards sont indiquées dans la seconde ligne.

Variables	Signe prévu	Échantillon d'entreprises américaines/canadiennes (n=750)		Échantillon d'entreprises françaises/britanniques (n=750)	
<i>Variable dépendante</i>		<i>EM1++</i>	<i>EM1--</i>	<i>EM1++</i>	<i>EM1--</i>
Constante	N.A	0.0303** (2.102)	0.025** (1.96)	0.0441** (2.011)	0.0407* (1.881)
%REMT	+ (H1)	0.317** (2.171)	0.2083 (1.113)	0.4011** (2.202)	0.171 (1.495)
%REMT*IPI	? (H2)	-0.2713*** (-3.219)	-0.2451* (-1.917)	0.0505 (1.211)	0.0311 (1.095)
%REMT*GOV- SCORE	? (H3)	-0.3307*** (-3.217)	-0.21* (-1.866)	-0.2551*** (-2.706)	-0.1361* (-1.808)
%REMT*LEGAL	? (H4)	-0.272** (-2.117)	-0.1934 (-1.432)	0.096 (0.877)	0.039 (1.035)
LnTA	+/-	0.1138 (1.313)	0.3017*** (3.201)	0.0901 (1.106)	0.4011** (1.963)
LEV	+/-	0.0733 (0.993)	0.1022* (1.788)	0.1016 (1.067)	0.2106*** (3.017)
IMPEFF	+/-	0.061 (1.211)	0.097* (1.805)	0.1137 (1.301)	0.2074** (2.201)
R&D	+/-	0.1139** (2.217)	0.037 (0.896)	0.0611 (1.304)	0.0505 (1.199)
MTB	+/-	0.1703** (1.96)	0.0917 (1.219)	0.114 (1.177)	0.0739** (1.972)
PM	+/-	0.096 (1.395)	0.085 (1.197)	0.202** (2.306)	0.151** (2.127)
PII	+/-	-0.1739** (-2.209)	-0.1125** (-1.96)	-0.0755* (-1.875)	-0.0802 (-1.288)
Effets fixes temps/ firmes		Oui	Oui	Oui	Oui
R ²		0.5328	0.4739	0.4022	0.4371
F Fisher		8.3078	8.047	7.8139	8.0191
(p-value)		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Les résultats de ce test de sensibilité montrent que les effets modérateurs des facteurs institutionnels sur le lien entre la rémunération incitative des dirigeants exécutifs et les *accruals* discrétionnaires sont plus propices aux décisions de gestion des résultats à la hausse qu'à la baisse. Les résultats des régressions dont la variable dépendante est la mesure EM1++ sont vraisemblablement pareils à ceux obtenus des estimations basées sur

la mesure EM1 c'est-à-dire sans spécification du signe des *accruals*. Ces résultats soutiennent que les effets d'atténuation exercés par les facteurs contextuels sur les décisions discrétionnaires managériales, principalement celles visant la gestion à la hausse des résultats, sont significatifs. En effet, les coefficients des interactions entre les indices de protection des intérêts des actionnaires, de qualité de gouvernance et de renforcement des lois et la mesure de la rémunération incitative sont largement significatifs dans les tests faites sur le sous-échantillon des *accruals* qui sont positives. Les estimations réalisées sur le groupe des *accruals* négatives qui sont affichées par les sociétés américaines et canadiennes résultent en des résultats qui sont conformes aux prédictions des hypothèses H2, H3 et H4 avec toutefois des significativités moindres. Telles significativités sont perdues lorsqu'on considère l'ensemble des entreprises françaises et britanniques ayant procédé par des ajustements de leurs résultats à la baisse.

Globalement, ces constats permettent de raffiner les conclusions tirées des estimations réalisées sur la mesure générale de la gestion des résultats via les *accruals*. Il s'avère que l'effet d'encadrement externe assuré par les facteurs institutionnels est asymétrique. Cet effet est d'autant plus significatif que les ajustements des résultats par les *accruals* se font à la hausse qu'à la baisse. Ce pendant, l'effet d'encadrement interne assuré par les attributs de gouvernement d'entreprise est strictement monotone. Ces attributs jouent un rôle de surveillance absolu et indépendant de la nature des décisions managériales.

Force est de constater aussi que la significativité de certains déterminants économiques de gestion des résultats s'est également mutée. En effet, la taille, le taux d'endettement et le taux d'imposition des entreprises favorisent tous les décisions managériales réductrices des résultats peu importe le contexte d'analyse. Par contre, l'investissement en R&D et l'opportunité de croissance sont associée à des choix discrétionnaires optimistes qui accroissent les résultats. En outre, les effets de contrôle via la participation des investisseurs institutionnels sont plus soutenus en cas de gestion des résultats à la hausse principalement chez les entreprises américaines et canadiennes.

5. Conclusion

Sous le signe de l'optique « *skimming view* » ou encore « *managerialiste* » de l'agence, cette recherche s'est efforcée d'atteindre deux objectifs. Le premier objectif est de mettre en exergue l'existence d'un éventuel comportement opportuniste managérial manifesté par la gestion des résultats comptables et occasionné par les formules d'intéressement incitatives en faveur des dirigeants exécutifs. Le second objectif étant d'analyser l'impact des facteurs institutionnels sur ce comportement– si comportement il ya– en référence aux modèles anglo-américain et euro-continentale de gouvernement d'entreprise. Ces facteurs font trait au niveau de protection des droits des actionnaires, à la qualité des attributs de gouvernement d'entreprise et au degré de renforcement des règles juridiques. Pour atteindre ces deux objectifs, nous avons dressé un bilan des résultats des études antérieures voisines du quel quatre hypothèses ont été formulées.

La validation empirique de ces hypothèses a montré que la rémunération incitative des dirigeants est un levier névralgique de la gestion des résultats. Par ailleurs, l'analyse comparative des *outputs* des estimations par variables d'interaction réalisées séparément sur les deux sous échantillons ciblés montre que les effets des traits institutionnels sur les latitudes managériales occasionnées par les formules d'intéressement aux résultats ne sont pas unanimes. En fait, alors que ces traits jouent un rôle d'encadrement significatif de telles latitudes et leurs effets sont complémentaires dans le cas des sociétés américaines et canadiennes, leurs fonctions de surveillance se voient atrophiées, excepté la qualité de gouvernement d'entreprise, dans le cas des sociétés françaises et britanniques. Ces dernières soulèvent le manque des attributs de gouvernance externes (niveaux bas de protection des investisseurs et de renforcement des textes juridiques) par l'adoption des attributs d'une bonne gouvernance interne. Ces deux groupes d'attributs sont donc substituables que complémentaires.

Les tests de sensibilité font surgir deux constats importants permettant de raffiner les conclusions précédentes. Premièrement, le fait de considérer la Grande Bretagne et la France sous la même lignée du modèle euro-continentale de gouvernement d'entreprise bien qu'elles sont régies par deux familles de droits différentes ne touche en rien aux

significativités des leçons tirées. En effet, les régressions séparées réalisées sur les observations de chaque pays ne montrent pas de divergences significatives. Deuxièmement, la prise en compte de la nature de la décision discrétionnaire managériale soutienne un caractère asymétrique des effets modérateurs des facteurs institutionnels. En effet, en considérant séparément les valeurs négatives des *accruals* discrétionnaires (synonymes d'une gestion des résultats à la baisse) et celles qui sont positives (synonymes d'une gestion des résultats à la hausse), il s'est avéré que ces effets sont vraisemblablement significatifs uniquement dans le cas de la gestion des résultats à la hausse.

Au bilan, nos résultats soutiennent l'hypothèse « du détournement » de Leuz et *al.*, (2003) qui suppose que le système de protection légale des actionnaires minoritaires et le degré de renforcement des règles juridiques limitent la capacité des *insiders* à s'attribuer des bénéfices privés via la gestion des résultats. Leur hypothèse « des pénalités » reste à vérifier.

Bibliographie :

- Ali, A., Hwang, L., (2000). Country specific factors related to financial reporting and the relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research* 38, p. 1–21.
- Ashley, S., A., Yang, M., S., (2004). Executive compensation and earnings persistence. *Journal of Business Ethics* 50 (4), p. 369-382.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A., (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29, p. 1–52.
- Bauman, M., P., Braswell, M., Kenneth, W., Shaw., (2006a). The numbers game: How do managers compensated with stock options meet analysts' earnings forecasts? *Research in Accounting Regulation* 18, p. 3-18.
- Bauman, M., P., Kenneth, W., Shaw., (2006b). Stock option compensation and the likelihood of meeting analysts' quarterly earnings targets. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 26 (3), p. 301-319.
- Bebchuck, L.A., Field, J.M., (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspective* 17, p. 71-92.
- Bebchuk, L.A., Cohen., Ferrell., (2009). What matters in corporate governance. *Review of Financial Studies* 22, p. 783-827.
- Bekiris, V., F., Doukakis, C., L., (2011). Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics* 32, p. 439-456.
- Ben Othmen, H., Zeghal, D., (2006). A study of earnings management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting* 41, p. 406-435.
- Bergstresser, D., Philippon, T., (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* (80), p. 511-529.

- Brenner, S., & Schwalbach, J., (2009). Legal institutions, board diligence, and top executive pay. *Corporate Governance: An International Review* 17 (1), p. 1-12.
- Brown, D., Caylor, M., L., (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25, p. 409-434.
- Brown, D., L., Higgins, N., H., (2001). Managing earnings surprises in the US versus 12 others countries. *Journal of accounting and Public Policy* 20, p. 373-398.
- Bryan, S., Nash, R., & Patel, A., (2010). How the legal system affects the equity mix in executive compensation. *Financial Management*, spring, p. 393-418.
- Bryan, S., Nash, R., & Patel, A., (2011). Law and executive compensation: a cross-country analysis. *Applied Corporate Finance* 23 (1), p. 84-91.
- Burgstahler, C., D., Hail, L., Leuz, C., (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81 (5), p. 983-1016.
- Bushman, R., Piotroski, J., (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics* 42, p. 107-148.
- Cadan, O., Yang, J., (2005). Executive stock options and earnings management: A theoretical and empirical analysis. SSRN working paper, <http://ssrn.com/abstract=615881>.
- Charles, E., J., Stanley, J., C., (2011). Detecting cosmetic earnings management using benford's law. *The CPA Journal*, February, p. 32-37.
- Cianci, A., M., Fernando, G., D., Werner, E., M., (2011). The differential CEO dominance-compensation and corporate governance-compensation relations: Pre- and post-SOX. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, article in press.
- Coles, J., L., Hertz, M., Kalpathy, S., (2006). Earnings management around employee stock options issues. *Journal of Accounting and Economics* 41, p. 173-200.
- Cormier, D., Landry, S., Magnan, M., (2006). Gestion du résultat ou optimisation fiscale ? évaluation des octrois d'options d'achat d'actions selon le contexte de gouvernance actionnariale. *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* 23 (2), p. 153-168.
- Cormier, D., Ledoux, M.-J., Magnan, M., (2010). Le reporting de gouvernance, les attributs du conseil et la qualité des résultats comptables : incidence sur les marchés boursiers. *Comptabilité Contrôle Audit* 16 (2), p. 69-96.
- Cormier, D., Martinez, I., (2006). The Association between Management Earnings Forecasts, Earnings Management, and Stock Market Valuation: Evidence from French IPO's. *The International Journal of Accounting* 41 (2), p. 209-236
- Cornett, M., M., Marcus, J., A., Tehranian, A., (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics* 87, p. 357-373.
- Dechow, P.M., Ge, W., Larson, C., Sloan, R., (2011). Predicting material accounting misstatements. *Contemporary Accounting Research*, article in press.
- DeFond, M., Jiambalvo, J., (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, p.145-76.
- Desender, A., K., Castro, E., C., Escamilla de León, A., S., (2011). Earnings management and cultural values. *American Journal of Economics and Sociology* 70 (3), p. 639-670.
- Fahlenbrach, R., (2009). Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance* 13, p. 81-113.
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., Shevlin, T., (2011). Why CFOs become involved in material accounting manipulation? *Journal of Accounting and Economics* 51, p. 21-36.
- Ferdinand, A., G., Fung, Y., S., (2004). Investor protection, cross listings and opportunistic earnings management. Working Paper, City University of Hong Kong.

- Garcia-Meca, E., Sanchez-Ballesta, P., J., (2009). Corporate governance and earnings management: a meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review* 17 (5), p. 594-610.
- Gompers, P., A., Ishii, J., L., Metrick, A., (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, p. 107-155.
- Haw, M., I., Hu, B., Hwang, S., L., Wu, W., (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42 (2), p. 423-462.
- Healy, P., (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7, p. 85-107.
- Ibrahim, S., Lloyd, C., (2011). The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy* 30, p. 256-274.
- Iyengar, J., R., Zampelli, M., E., (2010). Does accounting conservatism pay? *Accounting and Finance* 50, p. 121-142.
- Jaggi, B., Low, Y., P., (2000). Impact of culture, market forces, and legal system on financial disclosure. *The International Journal of Accounting* 35 (4), p. 495-519.
- Jensen, M.C., Meckling, W., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), p. 305-360.
- Jiang, W., Lee, P., Anandarajan, A., (2008). The association between corporate governance and earnings quality: further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accountings, incorporating Advances in International Accounting* 24, p. 191-201.
- Joubert, H., Fakhfakh, H., (2012). Earnings management and board oversight: an international comparison. *Managerial Auditing Journal* 27 (1), p. 66-86.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E., (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39, p. 163-197.
- Laux, C., Laux, V., (2009). Board committees, CEO compensation and earnings management. *The Accounting Review* 84 (3), p. 869-891.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P., (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics* 69, p. 505-527.
- McAnally, L., M., Srivastava, A., Weaver, D., C., (2008). Executive stock options, missed earnings, and earnings management. *The Accounting Review* 83 (1), p. 185-216.
- Meek, K., G., Rao, P., R., Skousen, J., C., (2007). Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance* 6 (3), p. 304-323.
- Nabar, S., Boonlert-U-Thai, K., (2007). Earnings Management, Investor Protection, and National Culture. *Journal of International Accounting Research* 6(2), p. 35-54.
- Sanchez, B., C., Aleman, P., J., Martin, S., J., (2011). Defence measures and earnings management in owner dominant context. *Journal of Business Finance and Accounting* 38 (7-8), p. 765-793.
- Vafeas, N., (2003). Further evidences on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management*, Summer, p. 53-70.
- Watts, R., Zimmerman, J., (1978). Toward a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53, p. 112-134.
- Weber, M., (2006). Sensitivity of executive wealth to stock price, corporate governance and earnings management. *Review of Accounting and Finance* 5 (4), p. 321-354.
- Wright, J., C., Shaw, R., J., Guan, L., (2006). Corporate governance and investor protection: earnings management in the U.K. and U.S.A. *Journal of International Accounting Research* 5 (1), p. 25-40.
- Zheng, X., Cullinan, P., C., (2010). Compensation/audit committee overlap and the design of compensation systems. *International Journal of Disclosure and Governance* 7, p. 136-152.