



HAL
open science

La Gestion des résultats comptables par les dirigeants de l'acquéreur en période de pré-acquisition

Kamel Touhami, Karim Mhedhbi

► To cite this version:

Kamel Touhami, Karim Mhedhbi. La Gestion des résultats comptables par les dirigeants de l'acquéreur en période de pré-acquisition. Mesure, évaluation, notation – les comptabilités de la société du calcul, May 2014, lille, France. pp.cd-rom. hal-01899494

HAL Id: hal-01899494

<https://hal.science/hal-01899494v1>

Submitted on 24 Oct 2018

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.

La Gestion des résultats comptables par les dirigeants de l'acquéreur en période de pré-acquisition

Kamel TOUHAMI

Karim MHEDHBI

Résumé

Cette recherche examine la gestion des résultats comptables par les dirigeants d'entreprises françaises sujettes à des opérations de fusions-acquisitions. La recherche comptable suggère que les transactions de fusions-acquisitions offrent un cadre propice à la gestion des résultats pour les dirigeants de l'entreprise acquéreur (Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; Louis, 2004 ; Pungaliya et Anand, 2009. etc.).

Notre recherche se propose d'enrichir la littérature comptable à travers l'analyse de la manipulation des résultats comptables par les firmes acquéreuses qui se distinguent par leurs modes de financement dans un contexte institutionnel différent, celui de la France.

Sur un échantillon d'entreprises françaises composé par 113 acquéreuses par échange d'actions (APEA) et 73 offres publiques d'achat (OPA) entre 1997 et 2009, nos résultats documentent une gestion significative des résultats comptables en période de pré-acquisition pour les APEA. Dans ce sens, les variables comptables de régularisation discrétionnaires sont significativement positifs durant l'année précédant l'offre. Par contre, les acquéreuses liquides qui se traduisent par des offres publiques d'achat (OPA) présentent des niveaux négatifs des variables comptables de régularisation discrétionnaires avant l'évènement.

Mots clés : Gestion des résultats ; fusions-acquisitions d'entreprises ; échange d'actions, OPA, variables comptables de régularisation discrétionnaires

INTRODUCTION

La théorie comptable positive (Watts et Zimmerman, 1986) stipule que les dirigeants peuvent utiliser la latitude qu'offrent les normes comptables soit de façon efficiente (perspective informationnelle), dans le but de maximiser la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, ou simplement de façon opportuniste, visant l'atteinte d'objectifs personnels au détriment des autres parties prenantes. Les chercheurs en comptabilité ont tenté de transposer les propositions de cette théorie au contexte particulier des fusions et acquisitions d'entreprises.

Les opérations de regroupement qui conduisent à la mise en place d'une nouvelle structure organisationnelle ainsi qu'à une nouvelle répartition du pouvoir actionnarial et managérial facilitent l'émergence des conditions favorables à la gestion des résultats. Ce comportement opportuniste résulte des relations d'agences qui peuvent naître entre les différents intervenants de l'opération de fusion. Ces relations naissent, à l'occasion de l'évènement de l'acquisition par échange d'actions, dans l'entreprise acquéreuse entre, par exemple, les actionnaires en place (ceux de l'absorbante) et les nouveaux actionnaires (ceux de la cible), entre les actionnaires en place et les nouveaux créanciers sans oublier le conflit qui pourra opposer les dirigeants en place et les dirigeants de la cible.

L'échange d'actions conduit à la modification du rapport de force qui existe au sein de la société initiatrice, ce qui va entraîner une dilution du capital et du pouvoir après la fusion. Dans ces conditions, la parité d'échange conditionne le nombre d'actions qui vont être échangées par les actionnaires est au centre des stratégies des acteurs, en particulier des actionnaires et de leurs dirigeants. Les dirigeants vont essayer d'améliorer le ratio d'échange en contrepartie du risque plus élevé que leurs actionnaires devront assumer. Ainsi, ils peuvent opter pour des choix comptables ayant un effet positif sur les résultats que les firmes de leur industrie, et ce dans l'objectif de négocier un ratio d'échange plus favorable avec les dirigeants de la cible.

L'échange d'actions facilite donc l'émergence de conditions favorables à la gestion des résultats¹. En effet, lors de l'annonce d'une transaction de regroupement, les dirigeants de deux sociétés concernées fixent, tout d'abord, le prix d'achat et le ratio d'échange² sera déterminé, par la suite, sur la base du cours de ces titres à la signature d'un accord final entre

¹ Schipper (1989), définit la gestion des résultats comme toute intervention délibérée des dirigeants d'une entreprise dans le processus de présentation de l'information financière.

² Le ratio d'échange (exchange ratio) correspond au nombre d'actions de la société acquéreuse reçues par les actionnaires de la cible contre chaque actions qu'ils détenaient dans la cible de l'acquisition.

les deux parties. Vue l'association étroite entre la valeur de ces actions et les données comptables publiées, il est plus bénéfique pour les dirigeants de l'acquéreur de manipuler leurs résultats à la hausse en période de pré acquisition afin d'accroître la valeur marchande des actions et de réduire, par conséquent, le nombre d'actions à échanger avec leur cible.

Les dirigeants de l'acquéreur³ sont davantage motivés à gérer les bénéfices à la hausse dans les transactions financées par échange d'actions. Ils ont intérêt à le faire pour limiter la dilution du contrôle, pour diminuer le coût de la transaction et pour se conformer à l'anticipation des dirigeants de la cible (Erickson et Wang, 1999).

L'hypothèse de la gestion des résultats relative aux fusions a surtout été testée dans un contexte anglo-saxon. Nous nous proposerons dans ce chapitre d'examiner la gestion des résultats comptables par les dirigeants d'entreprises sujettes à des opérations de fusions et acquisitions financées par échange d'actions dans un contexte institutionnel différent, celui de la France.

Le modèle anglo-saxon est opposé au modèle européen continental, avec des caractéristiques distinctes permettant d'expliquer des développements différents des systèmes comptables : l'influence du système juridique (droit coutumier ou droit codifié), de la fiscalité (plus ou moins grande indépendance par rapport à la comptabilité), du mode de financement principal des entreprises (marché boursier ou établissements bancaires) et des règles comptables reflétant à la fois des différences culturelles et institutionnelles [Joos et Lang, 1994 ; Ding et al., 2005, 2007].

Dans cette optique, la France, d'influence continentale [Choi et Mueller, 1992 ; Nobes, 1998], se caractérise par une structure d'actionnariat plus concentrée [Broye et Schatt, 2003 ; Faccio et Lang, 2002 ; La Porta et al., 1999]. Les actionnaires se retrouvent plus souvent à la direction de ces entreprises. De ce fait, l'actionnariat plus concentré et l'engagement des dirigeants actionnaires dans le contexte français font en sorte que le transfert de contrôle des entreprises se fait davantage sur une base amicale et négociée entre les deux entreprises engagées dans la transaction que dans le contexte américain. Comme l'intérêt personnel des dirigeants actionnaires est en jeu lors de ces transferts de contrôle, nous nous attendons à observer des comportements opportunistes.

³ On utilise de manière interchangeable les mots « entreprise absorbante », « entreprise acheteuse » ou encore « acquéreur ».

Cet article s'intéresse à la gestion des résultats comptables par les dirigeants de l'acquéreur en période de pré-acquisition. Dans une première partie, nous présenterons les fondements théoriques de l'étude et l'hypothèse dérivée. Dans la seconde partie, nous exposerons l'échantillon et la méthodologie utilisée. Enfin, nous exposerons et nous analyserons les résultats empiriques trouvés dans la troisième partie.

I : Cadre théorique et formulation de l'hypothèse

L'échange d'actions, en tant qu'une modalité de paiement, a pour effet immédiat de modifier le rapport de force qui existe au sein de la société absorbante. En effet, l'échange de titres entraîne une dilution du capital et du pouvoir après la fusion. De ce fait, cette modalité est la plus susceptible d'inciter les dirigeants de l'acquéreur à gérer les bénéfices.

Dans ce sens, et à l'occasion d'une acquisition par échange d'actions, il va dans l'intérêt des actionnaires de l'entreprise absorbante que les choix comptables, précédant l'événement, reflètent les circonstances économiques de l'opération, de façon à ne pas altérer la valeur de l'entreprise à long terme. Cependant, à court terme ces actionnaires cherchent à minimiser la dilution de propriété suite à l'opération d'acquisition. La publication, avant l'acquisition, des bénéfices semestriels ou annuels manipulés à la hausse est un moyen de servir cet objectif de protection des actionnaires en place.

Selon Ericsson et Wang (1999), lorsque l'entreprise émet de nouvelles actions pour acquérir une autre firme, ses dirigeants sont incités à gérer à la hausse les bénéfices pour trois raisons :

D'abord, les actionnaires et les dirigeants actionnaires de l'entreprise émettrice d'actions sont exposés à une perte de contrôle. Afin d'atténuer ce risque, les dirigeants peuvent tenter de gérer les bénéfices à la hausse, dans l'espoir de faire augmenter la valeur marchande des actions. Ainsi, le nombre d'actions cédées pour acquérir l'autre entité s'en trouve réduit, limitant par conséquent la dilution de contrôle des dirigeants actionnaires.

Ensuite, la gestion des bénéfices permet à l'entreprise acquéreuse de diminuer le coût d'acquisition. En effet, comme le ratio d'échange est fonction du prix d'acquisition convenu entre les deux parties et la valeur marchande des actions de l'acquéreur, si les dirigeants de l'acquéreur arrivent à augmenter le prix de leurs propres actions en manipulant les bénéfices

comptables, un moins grand nombre d'actions sera requis pour récolter la somme nécessaire à l'acquisition.

Enfin, la dernière raison résulte du fait que les dirigeants de l'entreprise cible sont conscients de la possibilité de gestion des bénéfices de l'entreprise acquéreuse. Lors d'une acquisition financée par échange d'actions, les dirigeants de la cible s'attendent à une gestion des bénéfices à la hausse de la part de l'acquéreur. Ils tiennent compte de cette possibilité lors de la négociation du prix de vente. Ainsi, si l'acquéreur ne gère pas son bénéfice tel qu'anticipé par la cible, il se trouvera en bout de ligne face à un prix trop élevé.

De ce fait et dans le cadre d'une offre publique financée par échange d'actions, Erikson et Wang (1999) ont cru que la gestion à la hausse des résultats comptables trimestriels par l'acquéreur permet ainsi d'atteindre un double objectif : réduire le coût de la transaction pour les actionnaires et limiter la dilution de la participation des actionnaires au capital - actions. Alors la gestion des résultats par les dirigeants de l'acquéreur serait plutôt considérée comme efficiente.

Erikson et Wang (1999) ont examiné la gestion des accruals discrétionnaires d'un échantillon de 55 firmes absorbantes ayant complété des fusions financées par échange d'actions durant la période allant de 1985 à 1990. Ils ont opté pour le modèle de Jones (1991) afin d'estimer la partie manipulée des variables comptables de régularisation totales (VCRT). Les résultats montrent que les firmes gèrent à la hausse leurs bénéfices trimestriels au cours de la période précédant l'annonce de la transaction. Ils ajoutent également que l'ampleur de la gestion des variables comptables de régularisation discrétionnaires (VCRD) est fonction de la taille relative de la cible. En effet, ces résultats suggèrent que lorsque la taille relative de la cible (taille de la cible/taille de la cible + taille de l'acquéreur) est assez élevée, les avantages économiques encourus de la gestion des résultats sont plus importants et que les dirigeants sont plutôt fortement incités à pratiquer une gestion à la hausse des résultats comptables.

Par contre, Erickson et Wang (1999) n'ont documenté aucune gestion des VCRT par les dirigeants de la cible. Ils attribuent l'absence de manipulation des VCRD au timing de la transaction.

Si l'étude d'Erikson et Wang (1999) a testé l'impact de la méthode de financement de la transaction sur la gestion des bénéfices comptables par les dirigeants de la société acquéreuse. North et O'Connell (2002) ont repris ce travail pour les dirigeants de la société cible. Ils ont montré que le mode de financement de la transaction affecte significativement le

comportement des dirigeants en matière des choix comptables. En effet, pour les transactions financées par actions, les variables comptables de régularisation discrétionnaires sont significativement positifs au cours du trimestre précédant l'offre. Cette manipulation comptable provient surtout de la composante courante des variables comptables de régularisation à savoir le besoin en fond de roulement.

Cependant, pour les transactions financées par paiement en espèces, ils ne documentent aucune gestion des VCRT au cours du trimestre qui précède l'annonce de la transaction.

North et O'Connell (2002) ont conclu que l'échange d'actions incite les dirigeants de la cible à gérer leurs résultats en période de pré-acquisition. Les actionnaires de cette société se retrouvent, le plus souvent, actionnaires de la société en place et, donc, dans une position critique et plus risquée par rapport aux autres opérations financées en argent liquide.

Baik et al. (2007) ont confirmé les résultats d'Erikson et Wang (1999). Ils ont étudié l'impact de mode de règlement de l'opération de fusions-acquisitions sur le comportement des dirigeants en matière de choix comptables. Les résultats de cette étude ont confirmé l'existence des manipulations comptables à la hausse uniquement pour les entreprises qui sont impliquées dans des opérations de fusions acquisitions par échange d'actions. Dans ce sens les variables comptables de régularisation discrétionnaires, en période de pré-acquisition, sont plus levées lorsque la cible est une entreprise privée ou bien leur secteur d'activité diffère de celui de la société initiatrice.

Dans le même ordre d'idée, Abdul Rahman et Abu Baker (2002) ont examiné la gestion des VCRT d'un échantillon de 125 firmes ayant complété des opérations de fusions-acquisitions financées par échange d'actions et 158 sociétés initiatrices ayant financé leurs opérations par une somme d'argent durant la période allant de 1991 à 2000. En se référant au modèle de Jones (1991), leurs résultats ont documenté une manipulation à la hausse dans l'année qui précède l'annonce de l'opération d'acquisition pour les entreprises acquéreuses par échange d'actions. Dans ce sens, les sociétés absorbantes en Malaisie, en période de pré-acquisition, optent pour des procédures comptables qui augmentent la valeur de leurs titres.

Dans le contexte américain, Louis (2004) a montré que les dirigeants des entreprises acquéreuses gèrent leurs bénéfices à la hausse avant une F&A financée par un échange d'actions. Ces résultats ont été confirmés par Francoeur et Rakoto (2006) qui ont mené une étude sur un échantillon d'entreprises canadiennes. Ces derniers ont prouvé que les

transactions financées par un échange d'actions affichent des courus anormaux à court terme significatifs durant l'année précédant la fusion ou l'acquisition. Ces courus sont positifs, tels que prédits, et représentent 7,3 % de l'actif total.

Très récemment, Pungaliya et Anand (2009) se sont penchés également sur la manipulation des variables comptables de régularisation pour appréhender la gestion des résultats comptables en période de pré-acquisition. Pour se faire ils se sont basés sur un échantillon composé par 1719 entreprises ayant réalisé des opérations de fusions-acquisitions financées par cash et 895 sociétés ayant financé leurs opérations par échange d'actions durant la période allant de 1989 à 2005.

La littérature antérieure a révélé l'importance du modèle proposé par de Khothari et al. (2004), lequel ajuste les variables comptables de régularisation obtenues pour chaque firme test (par cash ou bien par échange d'actions) à celles de la paire industrielle associée selon le critère du Rendements sur Actifs (ROA) une année avant l'évènement. Ce modèle est plus performant pour les acquéreurs par échange d'actions que ceux par cash. Pungaliya et Vijn (2009) ont proposé une estimation des variables comptables de régularisation discrétionnaires qui sont ajustées par celles de la firme de contrôle associée aussi bien par le critère des rendements des actifs que par le critère de croissance (fort ou faible). Cette mesure est bien-spécifique et puissante dans la mesure où elle mène à une différence insignifiante de ces variables discrétionnaires entre l'acquisition par cash et celle par échange d'actions. Ces variables sont positifs et significatifs en période de pré-acquisition confirmant ainsi le comportement opportuniste des dirigeants de la société acquéreuse.

Tous ces travaux ont été envisagés dans le contexte anglo-saxon qui s'oppose au modèle européen continental. Des caractéristiques distinctes permettant d'expliquer des développements différents des systèmes comptables. En effet, le modèle anglo-saxon s'appuie sur un droit coutumier qui favorise l'exercice des jugements professionnels, alors que le modèle continental se base sur un cadre légal caractérisé par des règles rigides et figées favorisant beaucoup plus l'appartenance juridique sur le fond économique. De plus, une grande indépendance de la fiscalité par rapport à la comptabilité est justifiée dans les pays anglo-saxons. Par contre, cette relation est dépendante dans les pays de l'Europe. En outre, le marché financier constitue le mode de financement principal pour les entreprises anglo-saxonnes, alors que dans le second modèle, ce sont les institutions financières qui procurent aux entreprises l'essentiel de leurs ressources. Enfin, les règles comptables reflètent à la fois des différences culturelles et institutionnelles.

Malgré l'existence des caractéristiques distinctes entre les deux modèles, la gestion des bénéfices comptables à la hausse par les initiatrices en période de pré-acquisition a été également prouvée empiriquement par d'autres travaux réalisés dans les pays de l'Europe continental. Dans ce sens, Constant et Jennifer (2006) ont mené une étude sur un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de Paris ayant réalisé des opérations de fusions-acquisitions durant la période allant de 1999 à 2005. Ces chercheurs ont réparti les 67 sociétés absorbantes trouvées en six sous échantillons selon le secteur d'appartenance : chimie ; communication ; construction ; distribution ; énergie et informatique. Ils ont montré que les dirigeants des sociétés absorbantes gèrent les résultats comptables durant l'année qui précède l'opération de fusion. En effet, les ajustements comptables à la discrétion des dirigeants représentent environ 6,7% du total de l'actif.

Dans le contexte Espagnol, Pastor et Poveda (2007) ont prouvé également l'existence des manipulations comptables pour les sociétés acquéreuses durant la période qui précède l'opération de fusions acquisition. Les dirigeants des sociétés initiatrices sont, donc, incités à gérer leurs résultats à la hausse pour faire augmenter le cours des actions à échanger avec la cible. Ils agissent sur la parité d'échange pour préserver leurs intérêts et ceux de leurs actionnaires.

Constant et Jennifer (2006) ainsi que Pastor et Poveda (2007) ont étudié, dans le contexte européen, la gestion des bénéfices comptables en période de pré-regroupement pour les firmes qui ont effectué des opérations de fusions-acquisitions financées par échange d'actions (fusion-absorption). D'autres études européennes ont testé la gestion des bénéfices comptables lors d'une offre publique d'achat. L'une des premières recherches est celle de Thauvron (2000). Cet auteur a testé l'hypothèse selon laquelle les opérations de regroupement à titres amicaux constituent une exception par rapport aux autres types de regroupement. En effet, lors d'une offre publique sur l'une de leurs filiales, les dirigeants des entreprises impliquées par cette offre cherchent à réduire le coût d'acquisition, celui-ci se concrétise par un comportement opportuniste qui vise à réduire le résultat publié avant l'annonce de l'offre.

Thauvron (2000) a prouvé donc l'existence d'une gestion à la baisse des résultats des sociétés cible dans le contexte français des restructurations ou fermetures de capital. Il a montré aussi que les dirigeants des sociétés mères initiatrices tentent de réduire les résultats de leurs filiales cibles en sélectionnant les méthodes de valorisation les moins informatives et qui font apparaître de fortes primes. Ce comportement vise à réduire le prix payé aux

actionnaires minoritaires et inciter alors les actionnaires à approuver l'opération en leur offrant une rémunération plus ou moins attractive.

Dans le même ordre d'idée, Missonier-Piera et Ben Amar (2008) ont traité la gestion des résultats comptables par les dirigeants impliqués dans des offres d'acquisitions en Suisse. Il s'agit de 50 sociétés cibles observées durant la période allant de 1990 à 2002.

Le contexte Suisse offre un cadre intéressant pour l'analyse de la gestion des résultats par les dirigeants des firmes cibles ayant poursuivi des OPA. Tout d'abord, le marché financier est relativement peu liquide (Hilary, 2003). Ensuite, la structure d'actionnariat des sociétés suisses est concentrée. Enfin, la réglementation comptable est essentiellement d'origine légale. Les firmes sont tenues de se conformer aux dispositions prévues par le Code fédéral des Obligations. Ce dernier n'offre que très peu de règles ou principes comptables.

Notons qu'à partir de 1996, les entreprises suisses cotées ont la possibilité de présenter leurs états financiers selon les IFRS ou les US GAAP tout en respectant, en plus du code des obligations, les Swiss GAAP.

L'absence de véritables contraintes du système comptable suisse et la flexibilité offerte par les normes comptables (Swiss GAAP) aux dirigeants dans le choix des pratiques comptables (Missonier-Piera, 2004) constituent un climat favorable pour manipuler les résultats comptables publiés.

Les résultats Missonier-Piera et Ben Amar (2008) ont montré que dans le cadre des acquisitions négociées sur une base amicale, les dirigeants des firmes sujettes à des OPA procèdent à une gestion à la baisse des résultats comptables durant l'année qui précède celle de l'annonce de la transaction. Pour ces auteurs, ce comportement traduirait la volonté des dirigeants de faciliter l'opération avec la société acquéreuse même si cela conduit à réduire le prix offert pour les titres de leurs actionnaires. Ces résultats soulignent l'importance de la distinction entre les transactions amicales et hostiles dans les études portant sur les choix comptables adoptés par des firmes impliquées dans des transactions de fusions-acquisitions.

Par contre, l'étude d'Eddey et Taylor (1999) a montré que les dirigeants, lorsqu'ils sont la cible d'une prise de contrôle hostile, sont plus incités à adopter des choix comptables visant l'amélioration de la performance de leurs firmes afin d'éviter que les actionnaires approuvent une offre qui pourrait nuire à leurs propres intérêts. Les dirigeants qui s'opposent à une telle offre, sont tenus de convaincre les actionnaires de leur bonne gestion afin de

conserver leur emploi et, de ce fait recourent à des ajustements comptables discrétionnaires positifs.

Nous nous attendons, donc, que les firmes initiatrices françaises qui ont poursuivi des opérations de fusions-acquisitions financées par échange d'actions manipulent leurs résultats à la hausse en période de pré-acquisition. D'où notre hypothèse se présente comme suit :

Les dirigeants des sociétés acquéreuses opèrent des manipulations comptables à la hausse en période de pré-acquisition

II : Méthodologie de recherche

II.1- Construction, présentation et caractéristiques des échantillons test et de contrôle

a- Construction de l'échantillon

Les données relatives aux opérations de fusions-acquisitions ont été collectées sur le site de l'autorité des marchés financiers (AMF). Quant aux données nécessaires au calcul de nos variables chiffrées telles que le résultat comptable, les variables comptables de régularisation (VCR), les immobilisations brutes, les dotations aux amortissements et aux provisions, les reprises des provisions, le chiffre d'affaires, la production immobilisée... ; ces données ont été collectées de la base de données "World Scope" qui couvre diverses entreprises appartenant à différents pays ainsi de la base "FACTSET".

Dans la présente étude, nous avons exclu les firmes appartenant au secteur financier au sens large compte tenu de leur fonctionnement particulier ; c'est-à-dire les banques, les sociétés d'assurances, les sociétés d'investissement et les sociétés de leasing.

b- Présentation de l'échantillon test

L'échantillon de notre étude est constitué des entreprises françaises ayant poursuivi des opérations de fusions-acquisition observées durant la période allant de 1997 à 2006. Nous avons retenu comme borne inférieure l'année 1997 car la collecte des données nécessaires à l'analyse des fusions réalisées avant 1997 est extrêmement difficile. La sélection de cet échantillon est faite après plusieurs investigations, notamment via internet.

Nous avons identifié, sur le site de l'AMF, les entreprises impliquées dans des acquisitions par échange d'actions (APEA) qui se traduisent soit par des fusions absorptions (FA), au nombre de cent cinquante quatre opérations, soit par des offres publiques d'échange (OPE) au nombre de cinquante neuf opérations. Après avoir retenu les entreprises pour

lesquelles nous avons les données indispensables, nous sommes parvenus à retenir cent treize acquisitions par échange d'actions pour des entreprises françaises⁴ opérant dans différents secteurs économiques exclusion faite du secteur financier.

c- Présentation de l'échantillon de contrôle

Afin d'approuver les résultats des tests opérés sur l'échantillon composé des sociétés acquéreuses par actions, un échantillon de contrôle a été constitué. Dans le cadre de notre travail nous avons opté pour deux groupes d'échantillons de contrôle :

La détermination du premier groupe de contrôle commencera par l'identification des entreprises appartenant au même segment d'activité que la firme acquéreuse (désignée entreprise test).

Pour chacune des sociétés acquéreuse par actions nous avons identifié un portefeuille d'entreprises de contrôle n'ayant pas pris part à une fusion et présentant le même code SIC (ou bien Nomenclature des Activités Françaises NAF) à quatre chiffres, ou à défaut, à trois, deux et un chiffre, respectivement. L'échantillon de contrôle devait ainsi appartenir au même secteur d'activité que la société initiatrice par actions.

Le deuxième groupe d'entreprises de contrôle comporte les firmes ayant opté pour des opérations de fusions-acquisitions liquides durant la période de l'étude.

Après avoir retenu les entreprises pour lesquelles nous avons les données indispensables, nous sommes parvenus à soixante treize acquisitions par Offres Publiques d'Achat (OPA) disposant d'une activité industrielle ou commerciale. Les fusions pour lesquelles l'acquéreuse liquide exerce une activité purement financière ou d'assurance sont exclues en raison des motivations et réglementations comptables spécifiques à ces sociétés

L'examen d'un groupe de contrôle permet d'atténuer les biais méthodologique et d'assurer une certaine robustesse à nos résultats empiriques.

d- Caractéristiques de l'échantillon

Dans ce qui suit, nous avons avancé deux tableaux (Tableau 1.1 et tableau 1.2) qui nous renseignent respectivement sur la distribution sectorielle et la répartition annuelle de deux échantillons de notre étude. Cette présentation permet d'avoir une idée sur les caractéristiques de deux échantillons et leur composition.

⁴ Le site de l'AMF renferme les informations sur les F&A exclusivement depuis 1997.

Le tableau (1.1) suivant décrit la distribution de l'échantillon des sociétés par secteur d'activité. Nous avons tenté d'avoir un nombre d'entreprises par secteur suffisant indispensable pour satisfaire la représentativité de notre échantillon et par conséquent pour la significativité des tests statistiques utilisés.

Nous remarquons que les secteurs d'activité les plus représentés sont le secteur de la production de fournitures et d'agencements, des services aux entreprises, de la communication et des équipements électroniques et électriques. Ces deux derniers secteurs ont en effet connu une forte croissance en début de la période d'étude avec l'explosion des activités informatiques, Internet et de la communication.

Tableau 1 : Distribution sectorielle et répartition annuelle de l'échantillon de l'étude

Tableau 1.1 : Distribution des sociétés de l'échantillon par secteur d'activité

Code	Désignation du secteur industriel (S.I)	APEA	OPA
14	Activités minières	2	1
15	Constructeurs et promoteurs immobiliers	2	3
16	Construction lourde	5	3
20	Produits alimentaires et délices	2	1
22	Industrie textile	3	3
23	Habillement	2	4
25	Production de fournitures et d'agencements	6	5
31	Fabrication de cuirs et maroquineries	5	3
33	Métaux premiers	2	4
34	Fabrication de produits métalliques	4	-
35	Machines et équipements informatiques	3	2
36	Équipements électroniques et électriques	9	5
37	Fabrication d'équipements de transport	4	3
38	Fabrication d'équipements de mesure, d'analyse et de contrôle	3	3
44	Transport maritime	2	2
48	Communication	6	3
49	Services sanitaires, d'électricité et de gaz	4	-
50	Commerce en gros de biens durables	3	3
51	Commerce en gros de biens non durables	6	2
54	Magasins alimentaires	3	2
56	Magasins d'habillement et d'accessoires	-	3
59	Divers détaillants	3	-
70	Hôtels, camping, chambres et autres endroits de logement	3	-
73	Services aux entreprises	12	7
87	Services d'ingénierie, comptables, de recherche et gestion	5	2
Total		113	73

(APEA) : acquisitions par échange d'actions ; (OPA) : offres publiques d'achat.

Le tableau (1.2) suivant présente une répartition annuelle des acquisitions par échange d'actions et celles des offres publiques d'achat intervenues sur la période de 1997 à 2006.

Nous remarquons que pendant toute la période de l'étude, notre échantillon comprend plus d'entreprises impliquées dans des acquisitions par échange d'actions (APEA) que celles réglées en espèce (OPA).

Panel 1.2 : Répartition annuelle des APEA et des OPA

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
APEA	12	19	8	14	10	7	12	14	12	5	113
OPA	5	3	8	5	4	12	9	8	10	9	73

(APEA) : acquisitions par échange d'actions ; (OPA) : offres publiques d'achat.

II.2- Modèle d'estimation des Variables Comptables de Régularisation discrétionnaires

Les variables comptables de régularisation (VCR) totales sont calculées comme étant la différence entre le bénéfice net et les flux monétaires provenant des activités d'exploitation.

L'équation fondamentale de la régularisation pour une entreprise i à chaque année t ($t = -3, -2, -1$) :

$$RN_{it} = VCRT_{it} + CFE_{it} \quad (\text{Eq 1})$$

Où: RN_{it} : correspond au résultat net pour chaque entreprise i à chaque année (t) pré-acquisition ; $VCRT_{it}$: Variables Comptables de Régularisation Totales de chaque entreprise i à chaque année (t) pré-acquisition et CFE_{it} : les cash-flows d'exploitation d'une entreprise i à chaque année (t) pré-acquisition.

$$\text{Ainsi :} \quad VCRT_{it} = RN_{it} - CFE_{it} \quad (\text{Eq 2.1})$$

Le total des variables comptables de régularisation totales est mesuré comme étant le changement des éléments du besoin en fond de roulement hors caisse moins les charges d'amortissement et de dépréciation. Les VCRT pourront être retrouvées comme suit :

$$\begin{aligned} VCRT_{it} &= \Delta \text{ Créances}_{it} + \Delta \text{ Stocks}_{it} - \Delta \text{ des dettes fournisseurs et comptes de régularisation} \\ &\text{passifs}_{it} - \Delta \text{ des impôts à payer}_{it} + \Delta \text{ autres actifs et passifs courants}_{it} - \text{Dépréciations}_{it} \\ &= \Delta \text{ BFR}^5_{it} - \text{Dépréciations}_{it} \quad (\text{Eq 2.2}) \end{aligned}$$

Où Δ désigne la variation de chaque élément en question.

⁵ BFR est le Besoin en Fonds de Roulement.

Le total des variables comptables de régularisation peut être décomposé en une portion discrétionnaire et une deuxième portion non discrétionnaire. Dans la mesure où la gestion des résultats porte uniquement sur la portion discrétionnaire, il faut distinguer celle-ci de la portion non discrétionnaire.

L'estimation des VCR discrétionnaires doit nous permettre de tester l'hypothèse relative à l'existence d'une gestion des résultats des dirigeants des sociétés acquéreuses par actions l'année précédant l'opération.

Nous utilisons l'étude de Teoh et al. (1998.b) pour faire cette distinction. Le modèle d'estimation que nous retenons s'inspire de modèle de Jones (1991) qui est largement utilisé par les chercheurs en comptabilité.

Le modèle de Jones (1991) a l'avantage de cerner les facteurs qui échappent au contrôle des dirigeants et qui affectent les variables comptables de régularisation de l'entreprise. Il introduit deux facteurs de contrôle : les revenus totaux et le total des immobilisations. La variable «Revenus Totaux» permet de contrôler les facteurs liés à l'environnement économique qui ont un impact sur les VCRT. Les immobilisations servent à contrôler pour la portion non discrétionnaire relative à la charge d'amortissement.

Nous avons identifié pour chaque entreprise test (acquéreuse par actions) un portefeuille d'entreprises paires de la même industrie (même SIC code ou NAF).

Teoh et al. (1998.b) ont montré que les firmes du même secteur présentent un niveau similaire de gestion des résultats et toute déviation par rapport à la moyenne du secteur sera considérée par conséquent comme la résultante de la gestion des résultats comptables.

Comme l'ont fait Teoh et al. (1998.b), toutes les variables de la régression sont standardisées TA_{p-1} (le total de l'actif) à la fin de la période (t-1) pour atténuer les problèmes d'hétéroscédasticité.

$$\frac{VCRT_{p,t}}{TA_{p-1}} = a_{0p} \frac{1}{TA_{p-1}} + a_{1p} \frac{\Delta CA_{p,t}}{TA_{p-1}} + a_{2p} \frac{IMMOB_{p,t}}{TA_{p-1}} + \mu_{p,t} \quad (\text{Eq 3})$$

Où les p entreprises appartiennent à un portefeuille d'entreprises paires à l'acquéreuse de la même industrie ; VCRT les variables comptables de régularisation totales de l'entreprise p à l'année (t) ; $\Delta CA_{p,t}$ la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise p à l'année (t) ; $IMMOB_{p,t}$ le total des Immobilisations Brutes de l'entreprise p à l'année (t) ; TA_{p-1} le total actifs de l'entreprise p à l'année (t-1).

Dechow et al. (1995) ont proposé une version modifiée du modèle de Jones (1991), en tenant compte d'une possible manipulation du niveau des ventes par un assouplissement des politiques de vente à crédit, afin d'obtenir des ventes plus élevées avant la date de l'événement.

La soustraction de la variation des comptes créances d'exploitation pour l'entreprise i à l'année (t) ($\Delta A/R_{i,t}$) permet de dépasser la limite du modèle de Jones (1991) eu égard à la composante discrétionnaire du chiffre d'affaires total dépendant de la politique des délais de créances accordés par l'entreprise.

Le modèle (1) devient :

$$\frac{VCRT_{p,t}}{TA_{p-1}} = a_{0p} \frac{1}{TA_{p-1}} + a_{1p} \frac{\Delta(\Delta CA_{p,t} - \Delta A/R_{p,t})}{TA_{p-1}} + a_{2p} \frac{IMMOB_{p,t}}{TA_{p-1}} + \mu_{p,t} \quad (\text{Eq 4})$$

Les Variables Comptables de Régularisation Non Discrétionnaires Totales normées (VCRND) et les Variables Comptables de Régularisation Discrétionnaires Totales normées (VCRTD) **de l'entreprise test (i)** à l'année (t) sont calculées comme suit :

$$\frac{VCRND_{i,t}}{TA_{i-1}} = \hat{a}_{0p} \frac{1}{TA_{i-1}} + \hat{a}_{1p} \frac{\Delta(\Delta CA_{i,t} - \Delta A/R_{i,t})}{TA_{i-1}} + \hat{a}_{2p} \frac{IMMOB_{i,t}}{TA_{i-1}} \quad (\text{Eq 4.1})$$

$$VCRTD_{i,t} = \frac{VCRT_{i,t}}{TA_{i-1}} - VCRND_{i,t} \quad (\text{Eq 4.2})$$

Teoh et al (1998.b) proposent la dissociation des VCRT en ses composantes à court et à long terme. La composante à court terme, incluant les éléments courants des VCR issues du fonds de roulement d'exploitation, est obtenue à l'aide d'une régression selon le modèle de Jones modifié, mais en excluant comme variable explicative le niveau des immobilisations.

La composante non discrétionnaire des Variables Comptables de Régularisation Courantes non discrétionnaires et normées (VCRCND) pour une firme i à l'année (t) sera estimée à l'aide de l'équation suivante :

$$VCRCND_{i,t} = \hat{a}_{0p} \frac{1}{A_{i,t-1}} + \hat{a}_{1p} \frac{(\Delta CA_{i,t} - \Delta A/R_{i,t})}{A_{i,t-1}} \quad (\text{Eq 5.1})$$

Où les \hat{a}_{0p} , \hat{a}_{1p} les paramètres de l'équation (1) obtenus par une estimation selon les moindres carrés effectuée sur la variation du chiffre d'affaire au comptant en utilisant les données d'un portefeuille de firmes paires industrielles ; $VCRT$: les variables comptables de régularisation totales de l'entreprise i à l'année (t) ; $\Delta CA_{p,t}$ la variation du chiffre d'affaires de l'entreprise i à l'année (t) ; $\Delta A/R_{i,t}$ la variation des comptes créances d'exploitation pour l'entreprise i à l'année (t) et TA_{p-1} le total actifs de l'entreprise i à l'année ($t-1$).

La composante discrétionnaire des Variables Comptables de Régularisation Courantes normée (VCRCND) pour une firme i à l'année (t) est obtenue, alors, comme suit:

$$VCRCND_{i,t} = \frac{VCRC_{i,t} - VCRCND_{i,t}}{A_{i,-1}} \quad (\text{Eq 5.2})$$

Enfin, comme l'ont fait Kothari et al. (2004), nous avons ajusté les VCRD obtenues pour chaque firme acquéreuse à celles de la paire industrielle associée la plus proche. Nous avons utilisé le critère de Rendements sur Actifs (ROA) pendant l'année de pré-acquisition pour identifier la firme de contrôle associée à l'entreprise test.

La soustraction des VCRTD et des VCRCND de chaque paire des VCRTD et des VCRCND de chaque acquéreuse nous permet alors d'obtenir deux mesures ajustées de ces deux grandeurs que nous désignerons respectivement par VCRTD Aj et des VCRCND Aj.

$$VCRTD_{Aj} = VCRTD(\text{entreprise test}) - VCRTD(\text{paire industrielle}) \quad (\text{Eq 6.1})$$

$$VCRCND_{Aj} = VCRCND_{Aj}(\text{entreprise test}) - VCRCND_{Aj}(\text{paire industrielle}) \quad (\text{Eq 6.2})$$

Où : **VCRTD (VCRCND)** les variables comptables de régularisation totales (courantes) discrétionnaires estimées selon la procédure de Teoh et al (1998.b).

III- Analyse des résultats empiriques

Pour vérifier si les dirigeants des sociétés acquéreuses opèrent des manipulations comptables en période de pré-acquisition, nous avons poursuivi la démarche suivante :

D'abord, nous allons examiner l'évolution temporelle du résultat net autour des APEA et des OPA pour les années précédant l'évènement ainsi que les statistiques descriptives des Variables Comptables de Régularisation totales et de leurs composantes pour les deux groupes d'entreprises (APEA et OPA).

Ensuite, nous allons mener des analyses graphiques sur le profil temporel des RA, VCRTD Aj, et des VCRCND Aj et comparer statistiquement les niveaux moyens des VCR totales et courantes discrétionnaires obtenus pour chaque société test (APEA) avec ceux estimés pour chaque société appartenant à l'échantillon de contrôle (OPA).

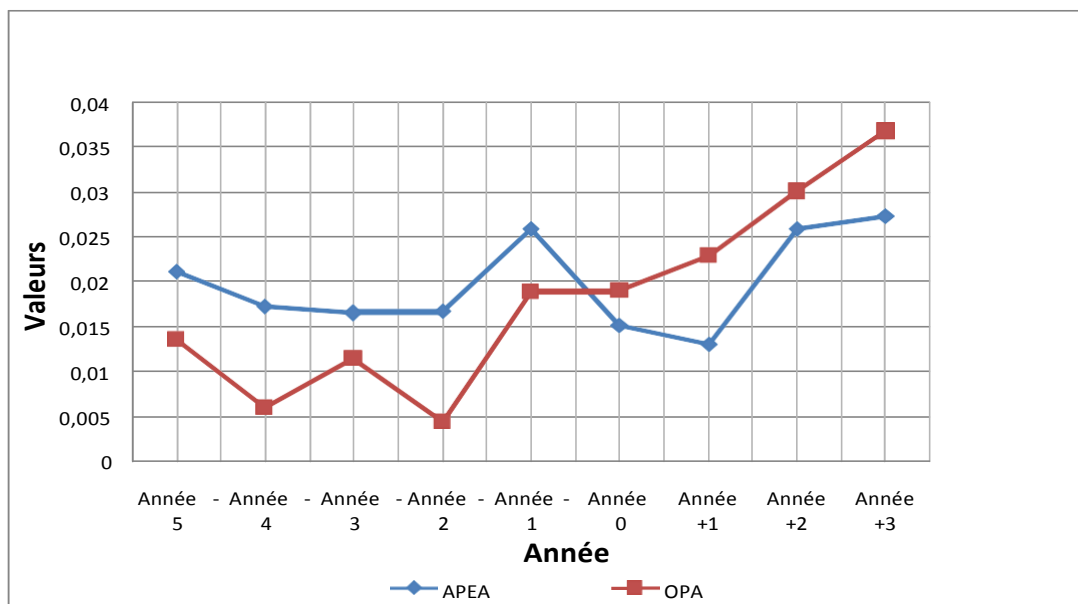
III.1- Analyse graphique et statistique du résultat comptable et leurs composantes

a- Analyse graphique du résultat comptable

Afin d'étudier l'évolution temporelle du résultat comptable, nous avons défini une mesure du résultat net moyen pour chaque groupe d'entreprises (APEA et OPA). Cette

mesure est calculée à travers les cinq dernières années qui précèdent la date d'annonce de l'opération de fusion-acquisition et à travers les trois premières années qui suivent cet événement.

Fig 1 : Evolution temporelle du RN moyen autour des APEA et des OPA



RN : résultat net, APEA : acquisitions par échange d'actions, OPA : offres publiques d'achat

L'analyse graphique du bénéfice comptable montre que le niveau du résultat net moyen est plus important pour les incitatrices par échange d'actions. Ces résultats sont valables pour les cinq dernières années qui précèdent l'opération de fusion-acquisition. Cette évolution temporelle montre la volonté des acquéreuses par des titres de procéder à une manipulation comptable à la hausse des bénéfices comptables des années avant l'annonce effective de l'opération de fusion-acquisition.

Par contre, le niveau du résultat net moyen est plus élevé pour les OPA à travers toutes les années qui suivent l'évènement. Ces résultats nous semblent confirmer le phénomène de renversement de gestion des résultats en période de post-acquisition.

Notre première hypothèse repose sur l'utilisation de la composante « Variables Comptables de Régularisation » (VCR) à des fins de gestion de résultats comptables de pré-acquisition par échange d'actions. Le résultat comptable étant la somme des cash-flows d'exploitation et des variables comptables de régularisation totales. Le total des VCR totales est mesuré comme étant le changement des éléments du besoin en fond de roulement moins les charges d'amortissement et de dépréciation. Les acquéreuses par actions pourront utiliser

les VCR (via l'une de ses composantes) afin de gérer les résultats comptables en période de pré-acquisition.

Dans ce qui suit nous présentons une analyse statistiques des variables comptables de régularisation et leurs composantes (tableau 2).

b -Analyse statistique des variables comptables de régularisation et leurs composantes

Le tableau (2) ci-dessus-indiqué présente une série d'analyses menées afin de voir si les variables comptables de régularisation totales des acquéreuses par échange d'actions diffèrent statistiquement de ceux d'acquéreuses liquides.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des Variables Comptables de Régularisation totales et de leurs composantes

	Moyenne APEA	Moyenne OPA	Médiane APEA	Médiane OPA	Ecart type APEA	Ecart type OPA
Résultat Net.₁	0,0259	0,0189	0,0185	0,0164	0,0672	0,0278
	T Student (2,018)**		K.S (0,914) Z : -1,27 (p=20,2%)		ANOVA (2,442)**	
Résultat d'exploitation.₁	0,07451	0,0541	0,0671	0,0331	0,10551	0,0642
	T Student (2,228)**		K.S (0,967) Z : -1,38 (p=16,7%)		ANOVA (1,902)*	
Cash-flows d'Exploitation.₁	0,0677	0,0721	0,05853	0,04628	0,1837	0,12128
	T Student (-0,0385)		K.S (0,785) Z : -0,73 (p=46,5%)		ANOVA (0,003)	
Variables Comptables de Régularisation-1	-0,0416	-0,0531	0,03867	0,01501	0,2500	0,0357
	T Student (-1,798)*		K.S (0,785) Z : -1,78 (p=8,5%)		ANOVA (0,064)	
Variation du Chiffre d'Affaires (-1/-2)	1 113	968	0,01223	0,03806	0,1350	0,0987
	T Student (-0,0385)		K.S (0,685) Z : -0,36 (p=56,3%)		ANOVA (0,009)	
Variation du Besoin en Fonds de Roulement (-1/-2)	0,0182	-0,0071	0,2043	0,0967	0,0056	0,1662
	T Student (2,083)**		K.S (0,691) Z : -0,93 (p=76,5%)		ANOVA (0,083)	
Dotations aux Amortissements et aux Provisions-1	0,072	0,068	0,1804	0,1066	0,1766	0,1187
	T Student (-0,0367)		K.S (0,153) Z : -0,086 (p=72,3%)		ANOVA (0,103)	

Note : Ce tableau présente les tests statistiques de comparaison des moyennes, des médianes, des variances, et les distributions du résultat comptable et leur composante. Cette comparaison est menée sur deux échantillons indépendants à savoir les acquisitions par échange d'actions (APEA) et les offres publiques d'achat (OPA). Les tests statistiques utilisés sont :

- T : test paramétrique de Student pour tester la différence des moyennes ;
- Z : test non paramétrique sur la somme des rangs de Mann-Whitney U pour tester la différence des médianes ;
- K.S : test non paramétrique de Kolmogorov-Sminrov pour tester la différence des distributions ; et
- ANOVA : analyse de la variance à un facteur pour tester la différence des variances.

APEA : acquisitions par échange d'actions, **OPA** : offres publiques d'achat, **ROA** : return on assets,

* le niveau de signification est de 10% ; et ** le niveau de signification est de 5%.

Les résultats du tableau (2) montrent que :

Les acquéreuses par échange d'actions affichent des niveaux de résultat net et de résultat d'exploitation plus importants par rapport à celles liquides. Par contre, les cash-flows d'exploitation sont plus élevés chez les acquéreuses liquides. En effet, la différence de moyennes de résultat net et de résultat d'exploitation présente respectivement un seuil de signification de 2,018 et 2,228, satisfaisant le seuil de 5%. Par contre, aucune signification statistique de la différence des moyennes n'a été constatée pour les autres années.

Le fait que l'année précédant l'évènement présente le niveau de signification de la différence des moyennes de résultat net le plus élevé semble conforter l'idée selon laquelle les dirigeants adoptent des choix spécifiques visant à améliorer leurs bénéfices avant l'opération (durant l'année -1) afin de minimiser le nombre d'actions à remettre aux actionnaires de la société cible.

Le test de Mann-Whitney, pour les deux dernières années précédant l'évènement, aboutit à la plus forte signification de la différence des médianes des résultats nets, entre les deux groupes d'acquéreuses. En effet, le test non paramétrique sur la somme des rangs de Mann-Whitney U pour les deux dernières années affiche respectivement des valeurs de la statistique "Z" à l'ordre de -1,543 et de -1,273 (les seuils de probabilités sont successivement de 12,38% et de 20,2%).

Le test de Kolmogorov-Smirnov (K.S) aboutit à une différence de distribution du résultat net, entre les deux groupes d'acquéreuses, durant l'année précédant l'évènement.

Les VCR totales des sociétés acquéreuses par échange d'actions sont en moyenne négatives. Elles représentent -7,3% du total d'actif en (t-2). Par contre en (t-1), les VCR totales -4,1% du total d'actif. Le test de comparaison des moyennes des VCR totales une année avant l'opération de fusion-acquisition montre que les acquéreuses par échange d'actions sont moyennement plus importantes que celles liquides (statistiquement significatif au seuil de 10%). Ce résultat semble conforter l'idée selon laquelle les dirigeants pourraient adopter des choix spécifiques à l'approche de l'opération.

L'analyse des composantes montrent que la variation du BFR s'élève en moyenne en (t-1) à 1,8% du total d'actif alors que celles des années précédentes n'excèdent pas 0,8% du total d'actif. Cette augmentation de la variation du BFR peut confirmer le comportement opportuniste de la part des dirigeants visant à améliorer le résultat. Le test de comparaison des moyennes parmi les deux groupes d'acquéreuses montre un niveau statistiquement plus élevé

pour le premier groupe (Acquéreuse par Echange d'Actions) l'année qui précède l'opération de fusions-acquisitions (T-Student = 2,083).

Nous constatons également que le poids des dotations aux amortissements et aux provisions est le plus faible l'année précédant l'opération. Il atteint 7,2% en moyenne en (t-1) alors qu'il était compris entre 9,3 en (t-2). La diminution de ces postes peut là encore donner un indice du comportement comptable des dirigeants visant à gonfler le niveau des résultats de la société initiatrice juste avant l'opération.

Ces premières analyses semblent soutenir la possibilité que les dirigeants des sociétés acquéreuses par échange d'actions aient poursuivi une stratégie de modulation de leurs résultats. Il paraît que les dirigeants par actions ont adopté des choix comptables et financiers discrétionnaires pour gonfler leurs bénéfices avant l'évènement. En outre, il apparaît que, tant les composantes de la variation du BFR, des dotations aux amortissements et aux provisions ont pu substantiellement contribuer à l'augmentation des VCR totales avant l'opération.

Afin de conforter ces analyses, nous procédons en suivant à des comparaisons de moyennes des niveaux des VCR totales et de leurs composantes à l'approche de l'opération.

III. 2- Analyse graphique et statistique des VCR discrétionnaires

a- Profil temporel VCR discrétionnaires

Pour chaque année entourant l'évènement (cinq ans avant et trois ans après) et pour chaque entreprise acquéreuse en actions, une mesure de la gestion des résultats comptables a été dégagée et représentée afin de déceler l'évolution temporelle de cette mesure.

Nous avons mené des analyses graphiques annuelles sur le profil temporel du résultat anormal (RA), des cash-flows d'exploitation anormaux (CFE A), des VCRTD Aj et des VCRCDAj. C'est la démarche d'Erickson et Wang (1999) qui a été reprise par Da Silva Rosa et al. (2003) en utilisant des données annuelles.

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

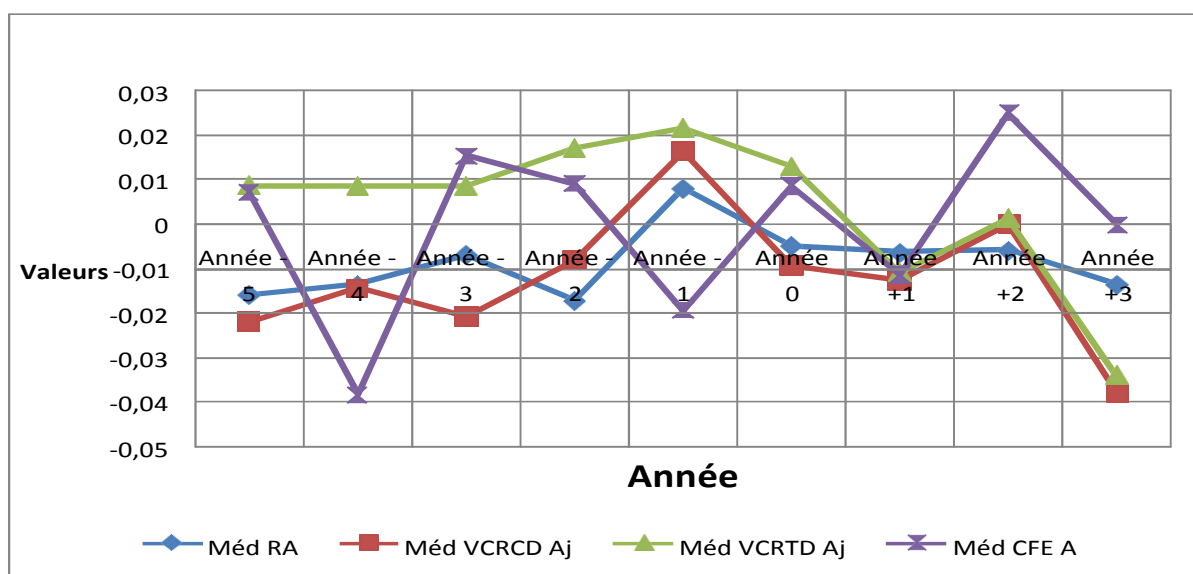
a.1-Profil temporel des VCRTD Aj et des VCRC D Aj des acquéreuses en actions

Pour examiner l'évolution annuelle des VCR discrétionnaires, nous avons identifié et calculé le résultat anormal (RA) et les cash-flows d'exploitation anormaux (CFE A) en suivant la même démarche de calcul des VCRTD Aj et des VCRC D Aj.

Le résultat anormal (RA) est mesuré par la différence entre le résultat net de l'acquéreuse par échange d'actions et celui de sa paire industrielle⁶. Les cash-flows d'exploitation anormaux (CFE A) est la différence entre les cash-flows d'exploitation de l'acquéreuse par échange d'actions et ceux de sa paire industrielle.

La figure 2 illustre le profil temporel du résultat anormal médian de pré-acquisition confronté avec les profils temporels des cash-flows d'exploitation anormaux et des VCRTD le composant.

Fig 2 : Evolution temporelle du RA médian et de ses composantes médianes autour des APEA



APEA : acquisitions par échange d'actions, RA : c'est la différence entre le résultat net de l'acquéreuse par échange d'actions et celui de sa paire industrielle, VCRC D Aj : c'est la différence entre les variables comptables de régularisation courantes discrétionnaires de l'acquéreuse et celui de sa paire industrielle, VCRTD Aj : c'est la différence entre les variables comptables de régularisation totales discrétionnaires de l'acquéreuse et celui de sa paire industrielle, CFE A : c'est la différence entre les cash-flows d'exploitation de l'acquéreuse par échange d'actions et celui de sa paire industrielle.

Nous remarquons que durant les trois années précédant les opérations de fusions-acquisitions une cohérence entre le profil temporel du RA médian et les profils des VCRTD Aj et des VCRC D Aj. Cette correspondance graphique prouve l'utilisation des variables

⁶ C'est l'entreprise qui représente le même code SIC (NAF) et qui a le rendement des actifs (ROA) le plus proche pendant l'année de pré-acquisition.

comptables de régularisation (VCR) pour des raisons de gestion des résultats à des fins opportunistes.

Après la date d'annonce de l'opération de fusion-acquisition, nous constatons une adaptation graphique entre CFE A et la RA des APEA. De par sa nature, lorsque nous manipulons les bénéfices à la hausse durant une année donnée, nous devons constater un renversement durant l'année ou les années subséquentes compte tenu de la propriété inhérente à la gestion des résultats.

L'analyse de l'évolution temporelle de RA montre que les VCRTD Aj et les VCRC D Aj ont subi un reversement et n'augmentent que faiblement durant l'année +2 pour décroître durant l'année +3.

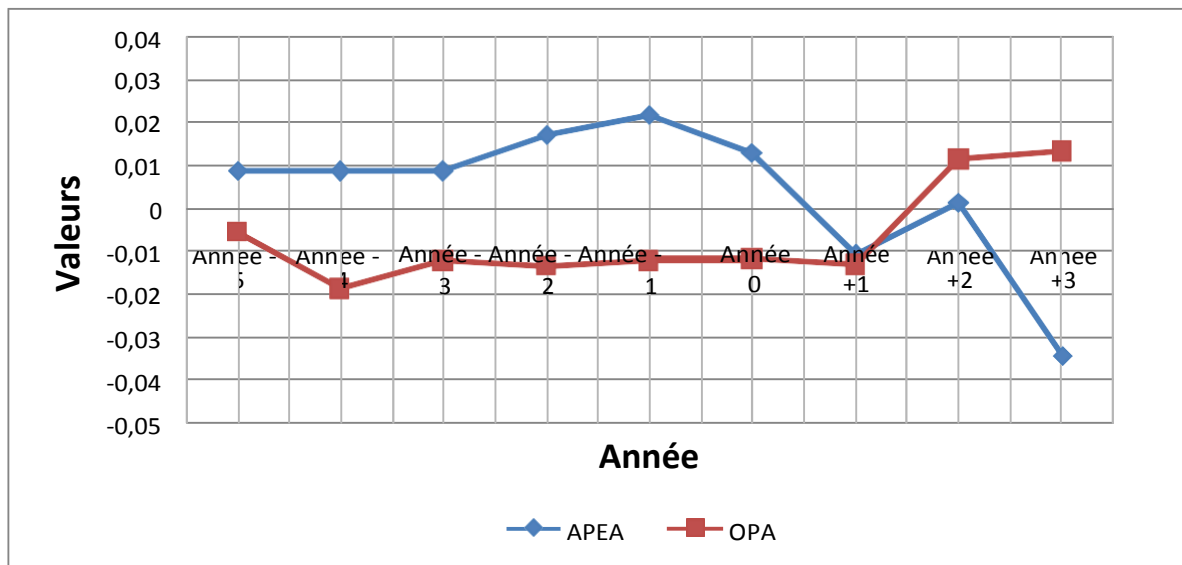
Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Louis (2004) ainsi que Francoeur et Rakoto (2006). Ces derniers ont validé respectivement sur le marché américain et canadien la faible persistance (renversement) des variables comptables de régularisation discrétionnaires pour le cas des firmes impliquées dans des opérations de fusion acquisition. En effet, le renversement des VCRC D Aj a été observé deux ans après l'annonce de l'opération de fusion-acquisition financée par échange d'actions.

a.2-Profil temporel des VCRC D parmi les deux groupes d'acquéreuses

A ce niveau, nous tentons de comparer le profil temporel des VCRTD Aj et les VCRC D Aj aussi bien pour les acquéreuses par actions que celles liquides. Ce rapprochement nous permet de tester l'impact du mode de financement des opérations de fusions-acquisitions sur les choix comptables adoptés par les dirigeants de l'initiatrice en période de pré-acquisition.

La comparaison graphique des VCRTD Aj et les VCRC D Aj parmi les acquéreuses par actions et celles liquides est présentée dans ci-dessus (fig 3 et fig 4).

Fig 3 : Evolution temporelle des VCRTD Aj médianes autour des APEA et OPA

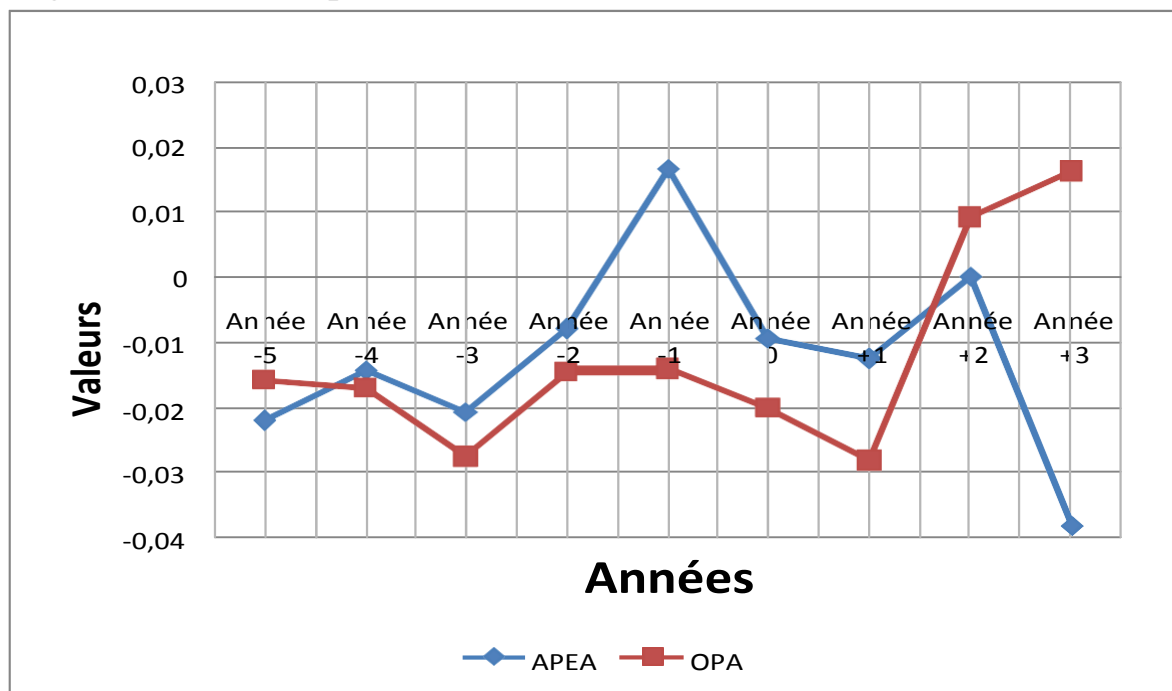


APEA : acquisitions par échange d'actions, *OPA* : offres publiques d'achat, *VCRTD Aj* : c'est la différence entre les variables comptables de régularisation totales discrétionnaires de l'acquéreuse et celui de sa paire industrielle.

La représentation graphique ci-dessus montre que le mode de financement de la transaction affecte significativement le comportement des dirigeants en matière des choix comptables. En effet, et durant les deux années précédant l'évènement, les acquéreuses en actions affichent des niveaux de VCRTD Aj médianes positifs alors que ces niveaux sont négatifs pour les acquéreuses en liquides.

L'évolution temporelle des variables comptables de régularisation courantes discrétionnaires ajustées médianes (VCRTD Aj) autour des acquisitions par échange d'actions et les offres publiques d'achat est présentée dans le graphique suivant.

Fig 4 : Evolution temporelle des VCRC D Aj médianes autour des APEA et OPA



APEA : acquisitions par échange d'actions, *OPA* : offres publiques d'achat, *VCRC D Aj* : c'est la différence entre les variables comptables de régularisation courantes discrétionnaires de l'acquéreuse et celui de sa paire industrielle

La représentation graphique des variables comptables de régularisation courantes discrétionnaires ajustées (VCRC D Aj) médianes confirme davantage les choix comptables discrétionnaires des acquéreuses en actions visant à gonfler leurs résultats en période de pré-acquisition. Ils manipulent leurs résultats à travers ces VCR. Par contre, les acquéreuses par cash présentent des niveaux négatifs de VCRTD Aj et VCRC D Aj avant l'annonce de l'opération des fusions-acquisitions.

Les représentations graphiques (3) et (4) prouvent que les dirigeants des entreprises acquéreuses gèrent leurs bénéfices à la hausse durant les années précédant la F&A. Cette gestion des bénéfices est vérifiée uniquement pour les transactions financées par échange d'actions.

b- Tests de comparaison des VCR discrétionnaires ajustées

Le tableau ci-dessus indiqué présente une comparaison des niveaux moyens des VCR discrétionnaires obtenus pour chaque société acquéreuse par actions avec ceux estimés pour chaque société acquéreuse liquide. Ce rapprochement nous permet de vérifier si la gestion des résultats des sociétés initiatrices par échange d'actions est bien différente de celle des sociétés acquéreuses liquides.

Tableau 3 : Statistiques des VCR discrétionnaires ajustées et comparaison de moyennes entre l'échantillon test (APEA) et de contrôle (OPA)

variables	Echantillon	Moyenne	Médiane	t de Student (sign)	Diff. Moyen	Test (Sign.)
VCRTD Aj (t-1)	Test (APEA)	0,0341	0,0227	2,1302 (0,0322)**	0,0357	t = 1,740 (0,081)*
	Contrôle(OPA)	-0,0017	-0,0126	-0,6301 (0,5286)		z = -1,91 (0,056)*
VCRCD Aj (t-1)	Test (APEA)	0,0472	0,0178	1,8801 (0,0602)*	0,0854	t = 1,831 (0,067)*
	Contrôle(OPA)	-0,0395	-0,0146	0,4702 (0,6384)		z = -2,01 (0,044)**

Note : Ce tableau présente les tests paramétriques et non paramétriques de comparaison des moyennes des VCRTD Aj et des VCRCD Aj. Cette comparaison est menée sur deux échantillons indépendants à savoir les acquisitions par échange d'actions (APEA) et les offres publiques d'achat (OPA). Les tests statistiques utilisés sont : T : test paramétrique de Student pour tester la différence des moyennes et Z : test non paramétrique de Wilcoxon.

VCRTD Aj (t-1) : Variables Comptables de Régularisation Totales Discrétionnaires ajustées de l'année (t-1), **VCRCD Aj (t-1)** : Variables Comptables de Régularisation Courantes Discrétionnaires ajustées de l'année (t-1), **APEA** : acquisitions par échange d'actions, **OPA** : offres publiques d'achat, **ROA** : return on assets,

* le niveau de signification est de 10% ; et ** le niveau de signification est de 5%.

Les résultats obtenus font en l'occurrence apparaître une différence de moyenne des VCR discrétionnaires entre les sociétés test (acquéreuses par actions) et celles de contrôle (acquéreuses liquides) en (t-1) de l'ordre de 3,5% du total d'actif de l'exercice antérieur. Celle-ci est statistiquement différente de zéro au seuil de 10% selon les tests paramétriques et non paramétriques de Student (t de Student = 1,74 ; sign. = 0,081) et de Wilcoxon (z = -1,91 ; sign = 0,056).

Ces résultats confirment donc l'existence de choix comptables visant l'augmentation du niveau des résultats l'année précédant l'opération pour les sociétés acquéreuses ayant financées leurs opérations de fusions-acquisitions par échange d'actions. Par contre les firmes de l'échantillon de contrôle affichent un niveau moyen des variables comptables totales discrétionnaires légèrement négatif mais non significativement différent de zéro (moyenne = -0,0017; médiane = -0,0126).

Pour vérifier si les dirigeants des sociétés acquéreuses par actions opèrent des manipulations comptables à la hausse en période de pré-acquisition avec plus de précision,

nous avons comparé les VCR courantes discrétionnaires de l'échantillon test avec ceux de l'échantillon de contrôle.

Les résultats trouvés suggèrent une différence de moyenne de 8,5% du total d'actif de l'exercice antérieur. Celle-ci est statistiquement différente de zéro au seuil de 10% pour le test paramétrique (t de Student = 1,83 ; sign. = 0,067) et au seuil de 5% pour le test non paramétrique de Wilcoxon (z = -2,01 ; sign = 0,044). Cela conforte donc l'idée selon laquelle que les acquéreuses en actions poursuivent une stratégie de modulation de leurs résultats comptables afin d'afficher une tendance haussière de cette variable avant l'évènement.

Les résultats des tests de comparaison des niveaux moyens des VCR discrétionnaires obtenus pour chaque société acquéreuse par actions avec ceux estimés pour chaque société acquéreuse liquides sont similaires à ceux obtenus par les analyses graphiques avancées précédemment. Ces analyses reposant sur le profil temporel des variables comptables de régularisation discrétionnaires ajustées à court et long terme (graphique 3 et 4) attestent bien de la gestion à la hausse des résultats comptables par les dirigeants des entreprises acquéreuses par actions.

Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Ericsson et Wang (1999), Thauvron (2000), Rahman et Abu Baker (2002), Louis (2004), Missonier et Ben Amar (2005), Francoeur et Rakoto (2006), Baik et al. (2007), Pastor et Poveda (2007) ainsi que Pungaliya et Anand (2009).

Notre première hypothèse qui stipule que : « **Les dirigeants des sociétés acquéreuses opèrent des manipulations comptables à la hausse en période de pré-acquisition** » est, ainsi, validée.

CONCLUSION

Dans ce chapitre, nous avons examiné la gestion des résultats comptables par les dirigeants des firmes françaises sujettes à des opérations de fusions-acquisitions. Le contexte français se distingue des modèles anglo-saxons par une réglementation comptable qui offre une grande flexibilité aux dirigeants dans le choix des pratiques comptables, un recours plus important à l'endettement pour le financement des entreprises, par une structure d'actionnariat plus concentrée et plus souvent entre les mains de familles fondatrices [Shleifer et Vishny, 1997 ; La Porta et al., 1999 ; Faccio et Lang, 2002] puis par des mécanismes de protection des actionnaires minoritaires moins développés [Francoeur et Rakoto, 2006].

Notre recherche se propose, donc, de contribuer à la littérature comptable à travers l'analyse de la gestion des résultats dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions qui se distinguent par leurs modes de financement.

Les résultats empiriques ont montré que le mode de financement de la transaction affecte significativement le comportement des dirigeants en matière des choix comptables. En effet, pour les entreprises impliquées dans des acquisitions par échange d'actions (APEA) qui se traduisent soit par des fusions absorptions (FA) soit par des offres publiques d'échange (OPE) opèrent des manipulations comptables à la hausse en période de pré-acquisition.

Dans ce sens, les variables comptables de régularisation discrétionnaires sont significativement positifs durant l'année précédant l'offre. Cette manipulation comptable provient surtout de la composante courante des variables comptables de régularisation à savoir le besoin en fonds de roulement.

Par contre, les acquéreuses liquides qui se traduisent par des offres publiques d'achat (OPA) présentent des niveaux négatifs des variables comptables de régularisation discrétionnaires ($VCRTD_{Aj}$ et $VCRCDD_{Aj}$) avant l'évènement. Ces résultats ont montré que les opérations de regroupement conduisent à la mise en place d'une nouvelle répartition du pouvoir actionnarial et managérial ce qui facilite l'émergence des conditions favorables à la gestion des résultats. Ce comportement opportuniste résulte des nouvelles relations d'agences qui peuvent naître à l'occasion de l'évènement de l'acquisition par échange d'actions.

L'échange d'actions conduit à la modification de rapport de force qui existe au sein de la société initiatrice, ce qui va l'exposer à une perte de contrôle. Afin d'atténuer ce risque, les dirigeants peuvent être tentés de gérer les bénéfices à la hausse, dans l'espoir de faire augmenter la valeur marchande des actions de leur firme. Ainsi, le nombre d'actions cédées pour acquérir l'autre entité s'en trouve réduit, limitant par conséquent la dilution de contrôle des dirigeants actionnaires.

Les conclusions de la présente étude soulignent l'impact de mode de financement des opérations de fusions-acquisitions sur les choix comptables adoptés par les dirigeants des sociétés initiatrices françaises. Ces résultats peuvent aider les organismes de normalisation afin d'accentuer leurs efforts d'amélioration des normes comptables là où c'est nécessaire. Elles permettent également d'identifier les contextes dans lesquels il faudrait s'attendre à une gestion opportuniste des résultats comptables.

BIBLIOGRAPHIE

Abu Rahman, R. et A. Abu Bakar, 2002, « Earning management and acquiring firms preceding acquisitions in Malaysia », document de travail, Université de Technologie.

Baik, B., K. Jun-koo et M. Richard, 2007, “Earnings Management in Takeovers of Privately Held Targets”, document de travail, disponible sur le lien suivant : <http://www.ssrn.com> (2009).

Broye, G. et A. Schatt, 2003, « Sous-évaluation à l’introduction et cession d’actions par les actionnaires d’origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 6, n°2, pp. 67-89.

Choi, F. et G. Mueller, 1992, “International Accounting”, London: Englewood Cliffs, Prentice Hall.

Constant, D. et B. Jennifer, 2006, “The accounting strategies of managers and exchange ratio: The French mergers case”, document de travail, Centre de recherche en gestion.

Da Silva Rosa, R., A. Sheung et T. Walter, 2003, “Is earnings management systematically associated with the use of stock payment in takeovers?” document de travail, Université de Sydney.

Dechow, P., R. Sloan et A. Sweeney, 1995, “Detecting earnings management”, *The Accounting Review*, Vol. 70, n°2, pp. 193-225.

Ding, Y., T. Jeanjean et H. Stolowy, 2005, “Why do national GAAP differ from IAS? The role of culture”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 40, n°4, pp. 325-350.

Ding, Y., O.K. Hope, T. Jeanjean et H. Stolowy, 2007, “Differences between domestic accounting standards and IAS: measurement, determinants and implications”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, n°1, pp. 1-38.

Eddey, P. H. et S. L. Taylor, (1999), « Directors’ Recommendations on Takeover Bids and the Management of Earnings: Evidence from Australian Takeovers», *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 35, n°1, pp. 29-45.

Erickson, M. et S. Wang, 1999, “Earning Management by acquiring firm in stock for stock mergers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, n°2, pp. 149-176.

- Faccio, M. et L. Lang., 2002, «The ultimate ownership of Western European corporations », *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, n°3, pp. 365-395.
- Francoeur, C. et P. Rakoto, 2006, “Earnings management and the market performance : The Canadian acquiring case”, document de travail, Université de Montréal, Canada.
- Hilary, G., 2003, “Accounting Behavior of German Firms after an ARD Issuance”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 38, n°3, pp. 355 – 376.
- Jones, J., 1991, “Earning management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, n°2, pp. 193-228.
- Joos, P. et M. Lang, 1994, “The effects of accounting diversity: Evidence from the European Union”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32 (Suppl.), pp. 141-168.
- Kothari, S.P., A. Leone et C. Wasley, 2004, “Performance Matched Discretionary Accrual Measures”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, n°1, pp. 163-97.
- La Porta, R., F. Lopez, A. Shlifer et R. Vishny, 1999, “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance*, Vol. 54, n°2, pp. 471-517.
- Louis, H., 2004, “Earnings management and the market performance of acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, n°1, pp. 121-148.
- Missonier-Piera, F. et W. Ben Amar, 2008, « Earning management by friendly takeovers target », *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, n°3, pp. 232-243.
- Nobes, C.W., 1998, “Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting”, *Abacus*, Vol. 34, n°2, pp. 162-187.
- North, D. S. et T. O’Connel, 2002, «Earnings Management and Mode of Payment in Takeovers», document de travail, University of Richmond, Virginia, 34 p.
- Pastor, M. et F. Poveda, 2007, “Opportunistic accounting practices around stock financed mergers in Spain”, *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, pp.261-277
- Pungaliva, S. et V. Anand, 2009, “Acquiring Firms Manage Earnings?”, document de travail, Université de Iowa, disponible sur le lien suivant : <http://www.ssrn.com> (2009).

Schipper, K., 1989, “Commentary on earnings managements”, *Accounting Horizons*, Vol. 3, n°4, pp. 91-102.

Shleifer, A. et R. Vishny, 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, n°2, pp. 737-783.

Teoh, S., I. Welch et T. Wong, 1998, « Earning management and the post issue performance of seasoned equity offering », *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp. 63-99.

Thauvron, A., 2000, “La manipulation du résultat comptable avant une offre publique », *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 2, n°6, pp. 97-114.

Watts, R. et J. Zimmerman, 1986, « Positive accounting theory », Prentice Hall.