



HAL
open science

Effet de la structure de propriété sur le choix entre la gestion réelle et comptable des résultats. Cas des sociétés françaises cotées

Ines Ben Ahmed, Wafa Khlif, Mehdi Nekhili

► To cite this version:

Ines Ben Ahmed, Wafa Khlif, Mehdi Nekhili. Effet de la structure de propriété sur le choix entre la gestion réelle et comptable des résultats. Cas des sociétés françaises cotées. Comptabilité et gouvernance, May 2016, Clermont, France. pp.cd-rom. hal-01901119

HAL Id: hal-01901119

<https://hal.science/hal-01901119v1>

Submitted on 22 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.

Effet de la structure de propriété sur le choix entre la gestion réelle et comptable des résultats. Cas des sociétés françaises cotées

Ines Ben Ahmed

Doctorante Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises, Tunisie
Université de Reims Champagne Ardenne, France

ines.benahmed@yahoo.fr

Wafa Khlif

Professeur, Toulouse Business School Barcelona

w.khlif@tbs-education.es

Mehdi Nekhili

Maître de conférences HDR

Université du Maine

Mehdi.Nekhili@univ-lemans.fr

Résumé : Notre objectif est d'étudier l'effet de la structure de propriété ultime sur la gestion des résultats compte tenu du choix dont dispose l'entreprise d'opérer une gestion par les accruals ou par les activités. Sur un échantillon de 81 entreprises cotées sur l'indice SBF 250 sur la période 2001 à 2009, nous validons l'effet d'alignement puisque la concentration de la propriété de l'actionnaire ultime réduit la gestion des résultats. Le contrôle familial et la propriété institutionnelle limitent la gestion réelle. Manifestant un problème d'agence entre gros actionnaires, la contestabilité du contrôle et les pactes d'actionnaires intensifient la gestion des résultats. Nous montrons enfin que les entreprises gèrent leurs résultats par les activités et par les accruals de manière complémentaire.

Mots clé : Structure de propriété ultime, gestion réelle des résultats, accruals discrétionnaires.

Abstract: Our aim is to study the effect of ultimate ownership structure on earnings management by taking into account the choice to operate real or accounting earnings management. On a sample of 81 firms listed on the SBF 250 index on the period 2001 to 2009, we validate the incentive effect since ultimate cash flow right reduces earnings management. Family control and institutional ownership reduce significantly real earnings management. On the other hand, control contestability and shareholders agreements exacerbate earnings management showing an agency problem among large shareholders. We also find that there is a complementary relationship between accounting and real earnings management.

Key words: ultimate ownership structure, real earnings management, accounting earnings management

Introduction

Actuellement, la capacité de la théorie positive de la comptabilité à expliquer les choix comptables se trouve limitée par la compréhension d'autres formes de conflits d'agence (Jeanjean, 1999). En effet, dans le cas d'une structure de propriété concentrée, largement visible de par le monde (La Porta et al, 1999), les actionnaires principaux exercent un contrôle presque total sur les dirigeants (Shleifer et Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Hamon, 2001) et recourent aux mécanismes de renforcement du contrôle (Dyck et Zingales, 2004) pour désavantager les actionnaires minoritaires. Détenant une importante part des droits de vote, l'actionnaire de contrôle domine les assemblées générales et exerce, de manière directe ou indirecte, un contrôle efficace sur la gestion de l'entreprise. Son pouvoir réduit alors les conflits d'agence entre actionnaires et managers (Shleifer et Vishny, 1997). La concentration de la propriété présentée comme une solution aux problèmes d'agence de type I, offre plusieurs avantages en l'occurrence: un contrôle étroit des dirigeants, une moindre asymétrie d'information, une implication des actionnaires contrôlants et l'intendance des actionnaires familiaux. Toutefois, elle peut être à l'origine de sérieux conflits d'agence avec un écartement par rapport à la maximisation de la valeur de l'entreprise au profit d'une maximisation de l'utilité des actionnaires contrôlants, des dirigeants qui œuvrent non plus dans l'intérêt de l'entreprise mais dans ceux des actionnaires contrôlants, un népotisme chez les actionnaires familiaux et une consommation de bénéfices privés du contrôle au détriment des minoritaires qui se voient expropriés de leur richesse.

Récemment, l'étude de La Porta et al (1999) a montré que parallèlement à l'actionnaire de référence, il existe d'autres actionnaires détenant des parts importantes, dits gros actionnaires. Le un-tiers des entreprises d'Europe de l'Est présente une structure mettant en jeu plusieurs gros actionnaires correspondant à ce que l'on appelle: *une structure de propriété complexe* (Laeven et Levine, 2008). La présence de plusieurs gros actionnaires peut aussi bien accroître qu'atténuer les conflits d'agence et ce selon deux scénarios exclusifs. Le premier scénario prévoit une aggravation des conflits d'agence. C'est le cas où les gros actionnaires entrent en collusion pour maximiser leur consommation des bénéfices privés qu'ils partagent au détriment des minoritaires (Zwiebel 1995; Pagano et Roell 1998; Bolton et Von Thadden 1998; Gomes et al. 1999; Bennedsen et Wolfenzon, 2000).

Le scénario alternatif correspond à une atténuation des conflits d'agence dans la mesure où ces gros actionnaires en lutte pour le contrôle, exercent une surveillance mutuelle empêchant

l'actionnaire dominant de s'adonner à toute sorte de comportement opportuniste y compris la consommation de bénéfices privés du contrôle: c'est l'effet de surveillance (Winton 1993; Pagano et Roell 1998; Bolton et Von Thadden 1998).

Des agissements opportunistes de la part des actionnaires contrôlants détenant d'importants droits de contrôle et incités à manipuler de l'information en vue de dissimuler les bénéfices privés consommés (Leuz et al., 2003), soulèvent la question de l'effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats. Certaines études (Wang, 2006; Mard et Marsat, 2011; Alves, 2012) ont pu montrer que la qualité des résultats au sein des entreprises à propriété concentrée est régie par l'effet d'alignement, d'autres (Classens et al., 2002) par contre, affirment que c'est l'effet d'enracinement qui devrait dominer. De récents travaux ont pu montrer que parallèlement à la gestion par les accruals, les dirigeants pouvaient gérer les résultats par les activités et ce en s'écartant du rythme normal de l'exploitation pour atteindre certains seuils désirés (Roychowdhury, 2006; Cohen et Zarowin, 2010). La gestion réelle des résultats semble plus pertinente au sein des entreprises à propriété concentrée où les actionnaires contrôlants participent à la direction de l'entreprise ce qui leur donne une plus grande discrétion. Toutefois cette divergence par rapport à l'activité normale d'exploitation et les décisions sous optimale ont un effet négatif sur la performance future de l'entreprise (Graham et al., 2005; Gunny, 2010) ce qui risque de s'opposer au long horizon d'investissement des actionnaires contrôlants. Du côté des travaux empiriques, si nous ne relevons que des résultats mitigés concernant l'effet de la structure de propriété sur la gestion par les accruals, relativement à la gestion par les activités les travaux sont encore rares.

C'est ainsi que nous nous proposons d'étudier l'effet des attributs de la structure de propriété sur la gestion des résultats par les activités et par les accruals et ceci dans le cadre du conflit d'agence principal-principal.

L'ensemble des travaux qui se sont intéressés à l'arbitrage entre la gestion réelle et comptable se sont principalement basés sur les coûts inhérents à chacune des méthodes de gestion (Zang, 2012 ; Cohen et Zarowin, 2008). À cet égard, nous contribuons à la littérature existante en envisageant ce choix relativement à la gouvernance de l'entreprise plus exactement la structure de propriété. Cette étude est d'autant plus pertinente qu'elle porte sur un échantillon d'entreprises françaises, un contexte réputé pour être à faible protection des investisseurs. Plus spécifiquement, nous étudions l'effet du contrôle familial, de la concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime, de son excès du contrôle, de la contestabilité du contrôle

ainsi que de la présence de pactes d'actionnaires et de la propriété des investisseurs institutionnels sur la gestion des résultats par les activités et par les accruals.

Pour une plus ample compréhension du comportement des entreprises en termes de gestion des résultats nous construisons un modèle, à partir des modèles de Zang (2012) et Chen (2012), qui permet de tester l'arbitrage entre la gestion réelle et comptable. Notre étude, portant sur un échantillon de 81 entreprises françaises cotées observées sur la période 2001 à 2009, a abouti à un effet négatif du contrôle familial sur la gestion des résultats par les activités. Cet effet trouve son explication aussi bien dans les apports de la théorie de l'intendance (Davis et al., 1997) que dans la perspective socio-émotionnelle de la richesse (Stockmans et al., 2010; Salvato et Moores, 2013). Nous validons également l'effet d'alignement des intérêts par un impact négatif de la concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime sur la gestion réelle des résultats. La contestabilité du contrôle ainsi que les pactes d'actionnaires accroissent la gestion des résultats. Enfin, conformément à l'hypothèse de l'activisme des institutionnels, nos résultats montrent un effet négatif très significatif de la propriété des institutionnels sur la gestion réelle des résultats. Par ailleurs et à l'instar de Chen et al (2012), notre étude a permis de montrer que les entreprises gèrent les résultats par les activités et par les accruals de manière complémentaire.

Notre article est structuré en trois sections. Une première section passe en revue les principaux travaux qui se sont intéressés à l'effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats ainsi qu'à la question de l'arbitrage entre la gestion réelle et la gestion comptable. Une seconde section décrit la méthodologie adoptée. Au niveau d'une troisième section nous présentons et interprétons nos résultats. Enfin, nous concluons par une synthèse de nos résultats.

1. Revue de la littérature

1.1. Structure de propriété et gestion des résultats

1.1.1. Concentration de la propriété et gestion des résultats :

La concentration de la propriété comme caractéristique de gouvernance agit sur l'entreprise selon deux effets à savoir; l'effet d'alignement des intérêts et l'effet d'enracinement (Morck et al., 1988). Ces deux effets ont été mobilisés pour l'explication de la qualité des résultats des

entreprises à propriété concentrée (Fon et Wong, 2002; Leuz et al., 2003, Wang, 2006; Pae et al., 2008).

L'effet d'enracinement se base sur le fait que la concentration de la propriété de l'actionnaire contrôlant lui permet de décider de la manière dont les bénéfices sont distribués entre les actionnaires et crée chez lui une incitation à exproprier les richesses des actionnaires minoritaires (Fama et Jensen, 1983; Morck et al., 1988; Shleifer et Vishny, 1997; Fan et Wong, 2002). Leur consommation de bénéfices privés les incite à manipuler l'information comptable et financière en vue de dissimuler la performance réelle de l'entreprise (Leuz et al., 2003). Le comportement opportuniste des actionnaires contrôlants est favorisé par la grande asymétrie d'information entre actionnaires contrôlants et minoritaires puisque la concentration de la propriété est de nature à bloquer les flux informationnel vers les actionnaires externes (Fan et Wong, 2002) et réduit la transparence des divulgations de l'entreprise (Francis et al., 2005). Par conséquent, les actionnaires contrôlants vont se trouver dans une situation qui va leur accorder aussi bien l'incitation que l'opportunité pour la manipulation des résultats pour faciliter leur consommation des bénéfices privés (Shleifer et Vishny, 1997).

En revanche, l'effet d'alignement se base sur l'idée que les intérêts des actionnaires externes et ceux des actionnaires contrôlants seraient d'autant plus alignés que ces derniers détiennent une plus grande part du capital et que leur horizon d'investissement est plus long. En effet, la concentration de la propriété joue dans ce cas le rôle d'un engagement crédible garantissant que les actionnaires contrôlants vont œuvrer dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires (Gomes, 2000).

D'autre part, l'effet d'alignement inhérent à la concentration de la propriété, implique que les actionnaires contrôlants, ayant des intérêts parfaitement alignés avec ceux des autres actionnaires, vont exercer une surveillance efficace du comportement des dirigeants ce qui va limiter la discrétion des managers sur les résultats (Demsetz et Lehn, 1985; Shleifer et Vishny, 1997). C'est ce qui explique les résultats des études qui relèvent de plus importants accruals anormaux au niveau des pays caractérisés par une faible concentration de la propriété (Pincus et al., 2007). Validant, l'hypothèse de convergence des intérêts, Goh et al. (2012) montrent que la concentration des droits de propriété de l'actionnaire majoritaire au sein des entreprises coréennes réduit la gestion réelle des résultats à la hausse et ce durant la période post crise.

Sur le contexte français, Boubaker et Sami (2011) valident l'effet de l'alignement des intérêt par une association positive entre les droits de propriété de l'actionnaire ultime et le contenu

informationnel des résultats qu'ils expliquent par une moindre tendance des dirigeants à la manipulation de l'information puisque leurs intérêts sont plus alignés avec ceux des dirigeants. Sur le même contexte, Mard et Marsat (2011) trouvent que la concentration de la propriété des trois premiers actionnaires limite la gestion des résultats par les accruals.

En revanche et conformément à l'effet l'enracinement, Leuz et al (2003) montrent que les actionnaires contrôlants des pays caractérisés par une forte concentration de la propriété, une faible protection des minoritaires et des marchés financiers peu développés sont incités à gérer les résultats pour dissimuler les bénéfices privés consommés et masquer la vraie performance de l'entreprise.

Dans la même veine, Haw et al. (2004), sur un échantillon d'entreprises européennes et asiatiques et Al-Fayoum et al. (2010), sur un échantillon d'entreprises jordaniennes confirment que la concentration de la propriété est associée à une plus grande gestion des résultats par les accruals.

Si les travaux précédemment cités ont relevé des effets négatifs ou positifs de la concentration de la propriété, d'autres ont pu valider des effets non monotones avec une alternance entre un effet positif de la concentration sur la gestion des résultats qui devient négatif pour des niveaux de concentration plus élevés en l'occurrence Sanchez Ballesta et Garcia-Meca (2007), Bozec et Laurin (2008); Hong-Wei et Yan (2013).

Relativement à la gestion réelle des résultats, Dwimulyani (2013) concluent sur le contexte indonésien que la concentration de la propriété pousse les dirigeants à gérer les résultats à la baisse dans l'objectif d'une minimisation de l'impôt. Ils relèvent également que les entreprises à propriété concentrée opèrent une plus importante gestion des résultats par les activités que les entreprises à propriété dispersée.

Puisque la concentration de la participation détenue par l'actionnaire ultime traduit son engagement dans l'entreprise sur le long terme, nous devrions s'attendre à une moindre tendance des entreprises concentrées à opérer une gestion réelle des résultats puisque celle-ci compromettrait sa performance future. Indépendamment du fait qu'elle soit opérée par les activités ou par les accruals, nous remarquons bien que la relation entre la concentration de la propriété et la gestion des résultats reste encore ambiguë. C'est ainsi que se référant à l'effet d'alignement des intérêts, nous posons notre première hypothèse qui stipule que :

H1. La concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime réduit la gestion des résultats.

1.1.2. Excès du contrôle et gestion des résultats :

L'excès du contrôle ou l'écart entre les droits de contrôle et les droits aux flux financiers des actionnaires peut être opéré par plusieurs outils. Les plus connus sont: les structures pyramidales, les actions à droits de vote doubles et les participations croisées (Bebchuk et al, 2000). L'importance de cet écart renseigne sur l'intensité du conflit entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires (La Porta et al 1999) dans la mesure où il renforce les incitations à l'expropriation des minoritaires (Classens et al, 2002; Hamon, 2001). En effet, le risque d'expropriation est d'autant plus élevé que l'écart entre droits de contrôle et droits de vote est le plus élevé et que la situation des actionnaires contrôlants est sécurisée¹ (Joh, 2003).

A cet égard, la volonté d'éviter toute intervention par les parties externes ou toute atteinte à la réputation et l'image de l'entreprise incite les actionnaires contrôlants à la dissimulation de la consommation des bénéfices privés à travers la manipulation des résultats (Leuz et al., 2003). Par conséquent, on s'attend à voir une plus forte gestion des résultats lorsque l'excès du contrôle est plus important et que les droits aux flux financiers de l'actionnaire contrôlant sont plus faibles.

C'est dans cette perspective que portant sur un échantillon d'entreprises coréennes, l'étude de Ahn et Kwon (2009) a montré que l'excès du contrôle de l'actionnaire ultime entraîne une plus grande consommation de bénéfices privés et accroît la gestion des résultats telle que mesurée par les accruals discrétionnaires. Dans le même ordre d'idées, Kim et Yi (2006) relèvent qu'une plus grande divergence entre droits de propriété et droits de contrôle entraîne une plus forte incitation à la gestion des résultats et ce pour dissimuler tout agissement s'opposant à la maximisation de la valeur de l'entreprise.

Haw et al. (2004) montrent que la divergence entre les droits de propriété et les droits de vote de l'actionnaire accroît la gestion des résultats sur un échantillon d'entreprises provenant de 9 pays de l'Asie de l'Est et 22 pays de l'Europe continentale.

Contrairement aux développements précédents, Nguyen et Xu (2010) montrent sur le contexte américain que les dirigeants des entreprises à droits de vote doubles ont une moindre tendance à la gestion des résultats. En effet, ils suggèrent que les structures à droits de vote double atténuent les pressions exercées par les actionnaires ce qui réduit l'incitation des dirigeants à la gestion des résultats.

¹ Une situation sécurisée pour un actionnaire se manifestant par une détention de droits aux flux financiers faiblement concentrés qui fait qu'il ne supporte que faiblement le coût de l'expropriation.

Jusqu'à nos jours et au meilleur de notre connaissance, la seule étude qui s'est intéressé à l'effet de l'excès du contrôle sur la gestion réelle des résultats est celle de Manowan et Lin (2013). Leurs résultats aboutissent à la conclusion que les entreprises à droits de vote double ont en moyenne des flux d'exploitation plus faibles que les entreprises sans droit de vote double ce qui traduit une gestion des résultats à la hausse². Toutefois, ils ne trouvent aucune différence significative en termes de dépenses discrétionnaires et de coûts de production anormaux entre entreprises émettant des actions à droits de vote doubles et celles émettant des actions à droits de vote simple.

En France, l'excès du contrôle constitue une caractéristique des entreprises cotées. Il est opéré surtout par l'émission d'actions à droits de vote doubles (Belot, 2007) et les structures pyramidales. Ces droits de vote doubles sont rigoureusement encadrés par la loi. C'est ainsi qu'ils ne peuvent être conférés qu'aux détenteurs à titre nominatif de l'action depuis deux ans au moins. Visant à stabiliser l'actionnariat, ce droit est réservé aux actionnaires s'engageant dans l'entreprise sur le long terme et non pas ceux qui recherchent le gain à court terme. En revanche, les participations croisées qui opèrent une plus sévère divergence entre les droits de propriété et les droits de contrôle, sont interdites en France. Par conséquent, l'effet positif de l'excès du contrôle sur la gestion des résultats peut ne pas être aussi évident sur le contexte français que sur le contexte asiatique caractérisé par l'importance de la divergence entre les droits de propriété et les droits de contrôle. Cependant, dans la mesure où l'excès du contrôle traduirait une plus forte incitation à l'expropriation des minoritaires, on devrait s'attendre à une plus grande gestion réelle des résultats puisqu'elle est moins détectable que la gestion par les accruals.

Devant l'ambiguïté des résultats relativement à l'effet de l'excès du contrôle sur la gestion des résultats, nous émettons l'hypothèse suivante:

H2. L'excès du contrôle de l'actionnaire ultime accroît la gestion des résultats.

1.1.3. Contrôle familial et gestion des résultats :

La qualité des résultats comptables a souvent été considérée comme une résultante des incitations managériales étroitement liées à leur système de rémunération (Austin, Gaver et Gaver, 1995; Dechow et al., 1996; Healy, 1985). Or, au sein des entreprises familiales ces incitations ne semblent pas être pertinentes pour l'explication de la qualité des résultats. En

² Cette gestion des résultats à la hausse est rendue possible grâce à l'offre de réductions des prix de vente ou bien des conditions de crédit plus souples

effet, plusieurs travaux (Healy et Palep, 2001; Fields, Lys et Vincent, 2001) ont pu montrer que les entreprises familiales ont une moindre tendance à indexer la rémunération des dirigeants sur les performances de l'entreprise.

Ali et al., (2007) suggèrent qu'une faible tendance à l'indexation des systèmes de rémunération des dirigeants sur les résultats comptables ajoutée à une étroite surveillance par les actionnaires membres de la famille au contrôle en plus d'une profonde connaissance des activités de l'entreprise font que les résultats publiés par les entreprises familiales sont sujets à un moindre risque de manipulation dans une perspective d'opportunisme des dirigeants ce qui mènerait à une moindre gestion des résultats.

Sur le contexte français, Mard et Marsat (2011) et le contexte italien Cascino et al. (2010) montrent que la présence d'actionnaires familiaux réduit l'intensité de la gestion des résultats par les accruals et ce à cause de leur faible diversification et leur long horizon d'investissement qui créent un effet dissuasif par rapport à la gestion des résultats.

D'un autre côté, les entreprises familiales auraient une plus grande tendance à la consommation des bénéfices privés au détriment des actionnaires non familiaux (Classens et al., 2002; Miller et Le Breton-Miller, 2006). Par conséquent, au sein de ces entreprises il y'aurait une plus grande incitation à gérer les résultats dans l'objectif de dissimuler les bénéfices privés particulièrement dans les contextes à faible protection des investisseurs (Fon et Wong, 2002; Leuz et al., 2003). Dans ce cadre, le contrôle familial serait associé à une plus grande tendance à la gestion des résultats facilitée par la forte influence exercée par la famille sur l'entreprise.

En outre, Morck et al. (1988) proposent qu'une forte participation de la famille au capital de l'entreprise mène à un enracinement des dirigeants familiaux, ce qui entraîne un problème de hasard moral et une asymétrie d'information entre actionnaires familiaux et actionnaires externes. Mobilisant la perspective socio-émotionnelle de la richesse Pazzaglia et al (2013) montrent que la forte identification de actionnaires familiaux à l'entreprise va les pousser à adopter un comportement intègre (Berrone et al., 2010) ce qui se traduit en conséquence par une moindre gestion des résultats. Anderson et Reeb (2003) proposent qu'étant donné que les actionnaires familiaux envisagent l'entreprise comme un actif à passer aux générations à venir, les membres de la famille à la tête de l'équipe dirigeante vont gérer l'entreprise dans l'intérêt de la famille et de sa continuité.

Si nombreux sont les travaux qui ont étudié l'effet du contrôle familial sur la gestion des résultats par les accruals, de rares et récentes tentatives ont essayé de s'intéresser à l'effet sur la gestion des résultats par les activités. A cet égard, l'étude d'Achleitner et al. (2014) portant sur le contexte allemand a révélé que les entreprises familiales ont une moindre tendance à la gestion des résultats par les activités. Ils expliquent leur résultat par le fait que les actionnaires contrôlants familiaux, désireux de transmettre l'entreprise aux générations futures, évitent toute manipulation de nature à compromettre la performance future de l'entreprise (Stein, 1989) en l'occurrence celle qui découlerait d'une gestion par les activités. En effet, Graham et al. (2005) et Gunny (2010) suggèrent que l'écartement par rapport à l'activité normale que ce soit en termes de réduction des dépenses de recherche et développement, d'accélération du rythme des ventes et du rythme normal de production risque d'altérer la performance économique de l'entreprise sur le long terme. Ce résultat n'a pas été confirmé par l'étude de Razzaque et al. (2015) qui porte sur des entreprises du Bangladesh et qui a révélé une plus grande tendance des entreprises bengâlis à la gestion des résultats par les activités. Ils expliquent qu'une plus grande consommation des bénéfices privés par les actionnaires contrôlants familiaux mène à une plus forte incitation à la manipulation des résultats facilitée par la faiblesse du contexte institutionnel.

En résumé, si certaines études en l'occurrence celles de Wang (2006) Ali et al. (2007) Jirapon et DaDalt (2009) ont pu montrer que les entreprises familiales sont moins incitées à gérer les résultats que les entreprises non familiales, d'autres, (Principe et al., 2011) ont trouvé que les entreprises familiales se caractérisent par une plus grande gestion des résultats par les accruals que les entreprises non familiales. Force est de constater que la question de l'effet du contrôle familial sur la gestion des résultats reste encore sans réponse unanime et encore moins le recours de ces entreprises à un outil de gestion des résultats plus qu'à l'autre surtout ailleurs que sur le contexte américain (Cascino et al, 2010; Principe et al, 2008; 2011). C'est ce qui nous pousse à émettre notre hypothèse qui prévoit que:

H3. Le contrôle familial réduit la gestion des résultats.

1.1.4. Propriété institutionnelle et gestion des résultats

La relation entre la participation des institutionnels et la gestion des résultats peut être expliquée par deux hypothèses alternatives, à savoir: l'hypothèse de l'activisme et celle de la passivité (Koh, 2003). Dans le premier cas, les institutionnels détenant des parts du capital importantes avec un long horizon d'investissement sont considérés comme des actionnaires

actifs qui ont aussi bien les ressources que l'incitation à surveiller et discipliner les dirigeants. Ils font preuve d'une forte implication dans le système de contrôle de l'entreprise et relativement à l'appréciation de la pertinence des prises de décisions opérationnelles ce qui se traduit par une limitation de la discrétion des dirigeants et leur capacité à gérer les résultats (Koh, 2003).

L'hypothèse de la passivité, quant à elle, prévoit que les investisseurs institutionnels sont plutôt des actionnaires spéculateurs cherchant le gain sur le court terme, adoptent une stratégie d'investissement myope (Black, 1990; Bushee, 1998). Etant donné la tendance de ces investisseurs à céder leurs participations dès les premiers indices de mauvaise performance, les dirigeants sont fortement incités à gérer les résultats pour satisfaire à leurs attentes (Koh, 2003).

L'étude de Jiambalvo (1996) aboutit à une association négative entre la propriété des institutionnels et la valeur absolue des accruals discrétionnaires. Bushee (1998) propose qu'il est pertinent de prendre en considération l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels. Pour ce faire, il les classe en trois catégories: transitoires, dévoués et quasi-indexeurs. Son étude montre que la présence d'institutionnels réduit l'incitation des dirigeants à gérer les résultats en opérant des réductions des dépenses en R&D. Balsam et al. (2002) expliquent que c'est l'accès privilégié à une information interne, pertinente et rapide dont disposent les institutionnels qui leur permet d'exercer une surveillance directe des actions des dirigeants et peuvent de ce fait contraindre la gestion opportuniste opérée par ces derniers.

Bien qu'ayant tous pour objectif la recherche du rendement et de la diversification, les investisseurs institutionnels en France ne constituent pas une catégorie homogène (Spy et Sebag, 2014). La baisse continue des taux d'intérêts les a poussés à vouloir de plus en plus investir dans les grandes entreprises industrielles. De ce fait, avec un impératif de rentabiliser leurs investissements ces institutionnels qui tendent à avoir un horizon d'investissement important sont incités à exercer la surveillance suffisante pour s'opposer à tout agissement de nature à altérer la performance de l'entreprise. De ce fait en on déduit que la concentration de la propriété institutionnelle serait de nature à s'opposer à la gestion réelle des résultats.

Vu leur étroite surveillance des dirigeants et leur expertise nous anticipons que la propriété des institutionnels réduit aussi bien la gestion des résultats par les activités que par les accruals. D'où l'hypothèse qui propose que:

H4. La propriété institutionnelle réduit la gestion des résultats.

1.1.5. Contestabilité du contrôle et gestion des résultats :

Selon Bloch et Hege (2001), le contrôle est contestable lorsque l'actionnaire dominant ne peut pas accroître sa consommation des bénéfices privés sans risquer de perdre le contrôle³. Le contrôle de l'actionnaire ultime devient plus contestable à mesure que la taille de la part du contrôle qu'il détient s'approche de celle détenue par le second gros actionnaire (Bloch et Hege, 2001).

La présence d'un détenteur de bloc de contrôle à côté de l'actionnaire ultime permet une réduction des coûts d'agence (Attig et al., 2009). En effet, tout comme l'actionnaire ultime, le second actionnaire est incité à superviser le comportement des dirigeants. Il va donc contraindre l'influence que va exercer l'actionnaire ultime sur les dirigeants dans l'objectif de se procurer des bénéfices privés (Bennedsen et Wolfenzon, 2000; Maury et Pajuste, 2005).

Globalement, la structure de propriété complexe entraîne deux effets alternatifs à savoir « l'effet de surveillance » et « l'effet de collusion » (Maury et Pajuste, 2005). L'effet de surveillance correspond à la situation où les gros actionnaires détiennent aussi bien l'incitation que le pouvoir de surveiller l'actionnaire majoritaire ce qui se traduit par une atténuation des conflits d'agence (Pagano et Roell, 1998; Maury et Pajuste, 2005). Par conséquent, la distribution des pouvoirs entre plusieurs gros actionnaires qui ont la possibilité de surveiller le comportement de l'actionnaire contrôlant se répercuterait positivement sur la valeur de l'entreprise (Maury et Pajuste, 2005).

L'effet de collusion correspond à la situation où les gros actionnaires vont agir de connivence et former une coalition qui va se partager les bénéfices privés consommés au détriment des minoritaires (Zwiebel, 1995; Pagano et Roell, 1998; Bennedsen et Wolfenzon, 2000; Bloch et Hege, 2001). Il est plus probable de voir se constituer une coalition entre le premier et le second actionnaire si cette coalition permet d'accroître l'efficacité de la consommation des bénéfices privés (Haw et al, 2004).

Relativement à l'effet de la contestabilité du contrôle sur la gestion des résultats, les études sont peu nombreuses et les résultats mitigés. Jara Bertin et Iturriaga (2014) construisent leur travail sur l'idée qu'en présence de plusieurs détenteurs de blocs de contrôle non familiaux et lorsque le contrôle de l'actionnaire dominant familial est contestable, la consommation de bénéfices privés devient moins évidente. Par conséquent, lorsqu'il n'a pas la majorité absolue

³ Cité par Zaabar, R., 2005, Contestabilité du contrôle et performance des entreprises européennes, *Banque & Marchés* 76, 39-52.

cet actionnaire contrôlant familial va devoir collaborer avec les autres gros actionnaires et /ou avec les actionnaires minoritaires. Par conséquent, ces accords qu'il va devoir conclure sont de nature à limiter ses pouvoirs et à accroître le coût de tout comportement opportuniste menant à une amélioration de la qualité des résultats. Leur étude a pu montrer que la contestabilité du contrôle de l'actionnaire familial réduit la gestion des résultats par les accruals. Ce résultat est beaucoup plus marqué au niveau des pays de droits civil caractérisés par une moindre protection des investisseurs. La contestabilité du contrôle joue donc un rôle d'autant plus pertinent que les actionnaires sont moins protégés.

Boubaker et Sami (2011) étudient l'impact de la présence de plusieurs gros actionnaires sur la qualité des résultats sur un échantillon de 402 entreprises françaises. Ils montrent que le fait que la France soit un pays caractérisé par une faible protection des investisseurs est de nature à favoriser l'expropriation des minoritaires (La Porta et al., 1999). A cet égard, la contestabilité du contrôle réduit l'asymétrie d'information entraînant une amélioration du contenu informationnel des résultats.

Si la présence d'actionnaires contrôlants joue un rôle efficace dans la surveillance des dirigeants (Shleifer et Vishny, 1986), la présence de gros actionnaires détenant d'importants pouvoirs peut aussi amplifier les pressions exercées par le marché et entraîner par voie de conséquence une plus grande sensibilité aux gains de court terme (Shleifer, 2004; Bolton et al., 2006) et donc une plus grande tendance à la gestion des résultats. C'est dans ce sens que l'étude de Guthrie et Sokolowsky (2010) a relevé un accroissement de la gestion des résultats uniquement en présence de plusieurs détenteurs de blocs de contrôle à l'occasion de l'émission d'action.

Dans l'objectif d'élucider la nature de la relation entre la contestabilité du contrôle et la gestion des résultats sur le contexte français nous émettons notre hypothèse qui propose que :

H5. La contestabilité du contrôle réduit la gestion des résultats.

1.1.6. Pactes d'actionnaires et gestion des résultats

Un pacte d'actionnaire est une : « *convention par laquelle les actionnaires d'une société s'accordent pour mettre en place des mécanismes d'action et de décision avec des objectifs communs*⁴ ». Miliauskas (2013) propose que les pactes d'actionnaires sont des accords ou : «

⁴ Définition fournie par Mazars disponible sur le lien : <http://www.mazars.fr/Accueil/Expertise/Financial-Advisory-Services/Glossaire-Definition/P/Pacte-d-actionnaire>

des contrats volontaires qui gouvernent les relations entre les différents actionnaires». Leur conclusion permettrait l'atténuation des conflits au sein des entreprises cotées (Belot, 2007)

Au sein des entreprises à propriété dispersée, la signature d'un accord permet aux actionnaires d'avoir un contrôle plus effectif sur l'entreprise et de s'opposer à l'opportunisme des dirigeants. Ils constituent de ce fait des moyens contractuels permettant de protéger les intérêts des actionnaires (Miliauskas, 2013).

Dans le cadre des entreprises à propriété concentrée, la signature de pactes d'actionnaires est motivée par la volonté des actionnaires contrôlants de s'auto-contraindre pour éviter de tomber dans une consommation abusive de bénéfices privés du contrôle. Dans ce cas, la présence d'un accord d'actionnaires constitue un mécanisme de gouvernance efficient. En revanche, dans le cadre d'une lutte pour le contrôle entre plusieurs gros actionnaires, ces derniers vont être incités à signer des accords avec les minoritaires pour renforcer leur pouvoir et détenir la majorité des droits de contrôle (Bennedsen et Wolfenzon, 2000).

À ce jour, et au meilleur de nos connaissances, aucune recherche ne s'est intéressée à l'effet de la présence de ces pactes d'actionnaires sur la qualité des résultats. Toutefois, à partir de la définition des accords d'actionnaires et de leur effet de gouvernance éventuel, nous pouvons anticiper que lorsque le contrôle de l'actionnaire ultime est contesté par d'autres gros actionnaires, ces pactes pourraient permettre d'atténuer ce conflit puisqu'ils vont permettre d'organiser la dynamique des pouvoirs entre eux ce qui devrait se traduire par une moindre gestion des résultats. Par ailleurs et par référence aux suggestions de Milauskas (2013), si les signataires des pactes entendent limiter leur consommation des bénéfices privés, cette situation va se traduire par une moindre manipulation pour la dissimulation de la performance réelle de l'entreprise et donc une moindre gestion des résultats. Par contre, si la signature d'un pacte est une preuve de la constitution de coalition de contrôle sous l'effet de la collusion entre gros actionnaires cela devrait se traduire par un plus grand opportunisme de la part de ces actionnaires donc une plus grande incitation à la gestion des résultats.

En outre, vu que ces accords signaleraient l'engagement des actionnaires dans l'entreprise sur un long terme, on pourrait anticiper une moindre tendance à la gestion réelle des résultats. Au même temps, il est peu probable que des actionnaires signataires d'un pacte visent la spéculation sur les fluctuations des cours à court terme. Dans le but d'analyser l'effet des pactes d'actionnaires sur la gestion des résultats, réelle et comptable, nous posons l'hypothèse suivante:

H6. La présence de pactes d'actionnaires réduit la gestion des résultats.

1.2. Gestion réelle versus gestion comptable: un arbitrage:

Haw et al. (2004) proposent que les actionnaires contrôlants ont la latitude de manipuler l'information relative à la performance de l'entreprise aussi bien à travers les choix comptables que les activités d'exploitation et de financement. La gestion des résultats par les accruals ou par les activités sont de ce fait deux outils permettant la manipulation des résultats dans le sens désiré. Le recours à l'une plus qu'à l'autre technique n'est que le résultat d'un arbitrage entre eux. La gestion des résultats est plus probable lorsque cette manipulation est moins coûteuse et plus difficilement détectable par les actionnaires externes (Bagnoli et Watts, 2001).

Zhang (2012) suggère que l'arbitrage entre gestion réelle et gestion comptable est déterminé par le coût de chaque type de manipulation. Elle propose que l'étendue de la gestion des résultats par les activités ou par les accruals est négativement associée au coût de chaque techniques et positivement associé au coût de la technique alternative. En effet, lorsque la gestion des résultats par les accruals est limitée par un plus grand degré de vérification des pratiques comptables, par une plus faible flexibilité comptable due au recours à la gestion des résultats par les accruals durant les périodes antérieures et par un cycle d'exploitation plus court, les dirigeants ont une plus grande tendance à substituer à la gestion par les accruals une gestion des résultats par les activités (Zang, 2012). Elle conclut que les dirigeants procèdent plus à la gestion des résultats par les accruals à chaque fois que les coûts associés à celle-ci sont moins importants que ceux découlant d'une gestion par les activités.

Par ailleurs, un contrôle plus étroit que ce soit en raison de normes comptables plus strictes (Ewert et Wagenhofer, 2005; Cohen et al., 2008) ou bien des mécanismes de gouvernance plus efficaces déclencherait un effet de substitution entre la gestion des résultats par les accruals sensée être plus difficilement détectable au profit d'une gestion des résultats par les activités moins discernable mais plus couteuse pour l'entreprise (Gunny, 2010).

Contrairement à l'étude de Zang (2012), celle de Chen et al. (2012) a abouti à une relation de complémentarité entre ces deux outils de gestion des résultats. En effet, ils montrent que les entreprises taiwanaises, évoluant dans un environnement caractérisé par de faibles coûts de litiges et par de faibles exigences en termes de divulgations, gèrent leurs résultats par les activités conjointement et simultanément avec leur gestion par les accruals. Ils concluent

qu'un contexte à faible protection des investisseurs justifie que la relation entre gestion réelle et gestion comptable ne soit pas régie par le principe avantage/coût mais plutôt par l'effet des incitations opportunistes des dirigeants. L'association positive entre la gestion par les activités et la gestion par les accruals valide leur hypothèse de complémentarité entre ces deux techniques.

Dans l'objectif de comprendre la manière dont les entreprises françaises gèrent leurs résultats, nous émettons l'hypothèse suivante:

H7. Il existe une relation de substituabilité entre la gestion par les activités et la gestion par les accruals.

2. Méthodologie de recherche:

2.1. Echantillon et collecte des données :

Notre population cible est constituée par les entreprises appartenant à l'indice SBF 250⁵ durant la période 2001 à 2009. Comme indiqué au niveau du tableau 1 présenté en annexes, nous avons exclu, les entreprises qui ont quitté l'indice pour au moins une période, les entreprises appartenant au secteur financier, les entreprises ayant fait l'objet de fusion acquisition et les entreprises dont les rapports annuels sont inexistantes ou ayant d'autres données manquantes. Suite à ces exclusions notre échantillon final se compose de 87 sociétés observées sur 9 ans. Nous avons enfin dû exclure 6 autres entreprises pour l'exigence du minimum d'observation pour l'estimation des modèles de la gestion des résultats.

[Insérer tableau 1]

Le tableau 2 présenté en annexe, reprend la répartition sectorielle des entreprises de l'échantillon, selon les deux premiers chiffres de leur code SIC. La classification a permis de dégager 4 principaux secteurs. On remarque que 48.15% des entreprises œuvrent dans le secteur des industries manufacturières, 30.86% le secteur des services, 11.11% le secteur des transports communications, électricité & gaz et services sanitaires et enfin 9.88% des entreprises relèvent du secteur du commerce (gros et détail).

La collecte des données relatives à la structure de propriété s'est faite à partir des rapports annuels des entreprises. Par ailleurs la base de données Dafsalien nous a aidé à remonter les

⁵ Devenu *Cac all tradable* à partir de Mars 2011.

chaînes de propriété des entreprises pour déterminer l'identité de l'actionnaire ultime à côté de la description de l'organigramme du groupe présenté au niveau des rapports annuels. Les données financières ont été collectées à partir de la base de données Thomson One Banker.

2.2. Mesures des variables :

2.2.1. Variables relatives à la gestion des résultats :

Nous estimons les accruals discrétionnaires aussi bien par le modèle de Jones modifié (1995) que par le modèle de Kothari et al. (2005).

Le modèle de Jones modifié par Dechow et al. (1995) se présente ainsi :

$$AT_{it} / \text{Actif}_{t-1} = \beta_0 (1 / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_1 [(\Delta CA_{it} - \Delta CCR_{it}) / \text{Actif}_{t-1}] + \beta_2 (\text{IMMO}_{it} / \text{Actif}_{t-1}) + \varepsilon_{it}$$

Le modèle de Kothari et al (2005) :

$$TA_{it} / \text{Actif}_{t-1} = \alpha_0 (1 / \text{Actif}_{t-1}) + \alpha_1 [(\Delta CA_{it} - \Delta CCR_{it}) / \text{Actif}_{t-1}] + \alpha_2 (\text{IMMO}_{it} / \text{Actif}_{t-1}) + \alpha_3 (\text{ROA}_{t-1}) + \varepsilon_{it}$$

Avec

$TA_{i,t}$ est le montant total des accruals de la firme i pour l'année t .

$A_{i,t-1}$ est le montant total des actifs de la firme i à l'année $t-1$.

$\Delta CA_{i,t}$ est la différence entre le chiffre d'affaires de l'année t et le chiffre d'affaires de l'année $t-1$ pour la firme i .

$\Delta CCR_{i,t}$ est la différence entre les comptes clients nets de l'année t et les comptes clients de l'année $t-1$.

$\text{IMMO}_{i,t}$ est égal au montant des immobilisations brutes (hors immobilisations financières) de la firme i pour l'année t .

ROA_{t-1} Performance économique de la période $t-1$ égale au rapport entre le résultat net et l'actif total.

Pour ce qui est de la gestion réelle des résultats, nous nous référons aux modèles proposés par Roychowdhury (2006). Celle-ci propose trois *proxys* représentant les différentes modalités de manipulation des résultats par les activités à savoir: les cash-flows d'exploitation et les coûts de production anormaux ainsi que les dépenses discrétionnaires anormales.

D'une part, les flux d'exploitation anormaux résultent de la manipulation du timing des ventes. En effet, les dirigeants peuvent être incités à accroître le volume des ventes de manière ponctuelle que ce soit en offrant des réductions et escomptes de manière excessive ou des conditions de crédit plus souples ce qui entraîne la réduction des flux découlant de la vente. Les flux d'exploitation anormaux correspondent aux résidus récupérés de l'estimation par année et par secteur du modèle suivant :

- $\text{OPCF}_t / \text{At}_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1 / \text{At}_{t-1}) + \beta_1 (\text{CA}_t / \text{At}_{t-1}) + \beta_2 (\Delta \text{CA}_t / \text{At}_{t-1}) + \varepsilon_t$

Avec

OPCF_t : cash-flow d'exploitation pour l'année t

CA_t correspond au chiffre d'affaire réalisé à l'année t

ΔCA_t correspond à la variation entre l'année t et t-1 du chiffre d'affaire ($CA_t - CA_{t-1}$)

A_{t-1} correspond à l'actif total en début de période

La surproduction constitue aussi un moyen de gestion des résultats à la hausse puisque la répartition des coûts fixes sur un nombre plus élevé d'unités produites entraîne la réduction du coût unitaire et donc la réalisation de marges plus élevées. Comme pour les flux d'exploitations anormaux, les coûts de production anormaux correspondent aux résidus récupérés de l'estimation du modèle suivant

- $PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (CA_t/A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta CA_t/A_{t-1}) + \beta_3 (\Delta CA_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$

Où

$PROD_t$ correspond à la somme des coûts des ventes et la variation des stocks.

$\Delta CA_{t-1} = CA_{t-1} - CA_{t-2}$

Enfin, la réduction des dépenses discrétionnaires permet de gérer les résultats à la hausse. Les dirigeants peuvent manipuler ces dépenses discrétionnaires notamment les frais de R&D, les frais administratifs et frais généraux que ce soit en les augmentant ou les réduisant et ce selon leur besoin.

$$DISCEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta (CA_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Où $DISCEXP_t$ = somme des dépenses de recherche et développement, des frais administratifs et généraux et des dépenses commerciales et de publicité.

Le tableau 3 présenté en annexes reprend l'estimation des niveaux normaux des accruals, des dépenses discrétionnaires, des coûts de production et des flux d'exploitation.

A l'instar de Cohen et Zarowin (2010), nous calculons le score REM qui correspond à la combinaison des trois proxys de la gestion réelle des résultats standardisés en faisant la somme des coûts de production anormaux auxquels on retranche les dépenses discrétionnaires anormales et les flux d'exploitation anormaux.

- $REM = ABPRODCOST - ABDISCEXP - ABOPCF$
- $REM1 = (-1) * ABDISCEXP + ABPRODCOST$
- $REM2 = (-1) * ABOPCF + (-1) * ABDISCEXP$

La multiplication par (-1) vise à refléter une plus grande tendance de l'entreprise à la manipulation des ventes et la réduction des dépenses discrétionnaires en vue de gérer les résultats à la hausse.

2.2.2. Variables relatives à la structure de propriété:

Identification de l'actionnaire ultime et détermination de ses droits de contrôle

Dans le cas des firmes à structure pyramidale, l'identification de l'actionnaire ultime se fait en remontant la chaîne de contrôle. C'est ainsi que les droits de vote de l'actionnaire ultime correspondent à la somme des droits de vote détenus directement et indirectement par ce dernier. Pour déterminer les droits de contrôle ultimes, nous nous référons à la méthode de La Porta et al. (1999). A l'instar d'Attig et al. (2009) et de Boubaker et Sami (2011), nous adoptons le seuil de contrôle de 10% au lieu de 20%. La Porta et al. (1999) mesurent les droits de contrôle ultimes par la somme des droits de vote détenus directement et le pourcentage de vote du dernier lien de la chaîne de contrôle à condition que les liens supérieurs au niveau de la chaîne de contrôle dépassent le seuil de 20%. À défaut, le contrôle ultime va se limiter aux droits de votes directs.

Concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime:

Pour apprécier le degré d'alignement des incitations de l'actionnaire ultime avec ceux des actionnaires minoritaires, nous mesurons les droits de propriété de l'actionnaire ultime selon la procédure préconisée par La Porta et al. (1999). La variable *UCF* correspond à la somme des participations au capital directes et indirectes détenues par l'actionnaire ultime à la tête de la pyramide. La participation directe correspond à la participation au capital alors que la participation indirecte correspond au produit des participations tout au long de la chaîne de contrôle. La propriété ultime correspond donc à l'ensemble des participations directes et indirectes tout au long de toutes les chaînes de contrôle.

Contrôle familial Clfam : est une variable binaire qui prend 1 lorsque la famille détient la part majoritaire du capital et qu'elle est à la tête de l'équipe de direction et 0 sinon.

Propriété institutionnelle : Cette variable est mesurée par le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels.

Contestabilité du contrôle A l'instar d'Attig et al. (2009) et Boubaker et Sami (2011) nous mesurons la contestabilité du contrôle de l'actionnaire ultime *CONTEST* comme la somme des droits de vote des gros actionnaires détenant au moins 10% des droits de contrôle, à part le premier, rapportée aux droits de vote de l'actionnaire ultime. Plus ce ratio est élevé, plus la lutte pour le contrôle entre gros actionnaires sera acharnée.

Excès du contrôle : Par référence à Boubaker et Sami (2011) nous mesurons l'excès du contrôle comme la différence entre les droits de votes et les droits de propriété de l'actionnaire ultime rapportée à ses droits de vote.

L'existence de pactes d'actionnaires: *PACT* est mesurée par une variable binaire égale à 1 si un pacte ou une action de concert est signé entre les actionnaires de l'entreprise et 0 sinon (Belot, 2007).

2.2.3. Variables de contrôle :

Pour identifier chaque équation du modèle de l'arbitrage, nous introduisons les coûts de chaque outil de gestion des résultats (réelle ou comptable) comme instrument. A l'instar de Zang (2006; 2012) nous introduisons trois variables traduisant les coûts de la gestion réelle des résultats à savoir: le Z Score en début de période, la propriété institutionnelle retardée et le coût de la surproduction. Nous intégrons également des variables mesurant les coûts de la gestion par les accruals⁶ notamment: la qualité d'audit, la durée des mandats de l'auditeur, l'actif net comptable et la variable IFRS.

Indice de la santé financière : *Altman Z Score* l'introduction de cette variable s'explique par le fait qu'il est plus coûteux pour les entreprises proches de la faillite de dévier par rapport aux stratégies optimales de gestion (Cohen et Zarowin, 2010; Garcia Lara et al, 2012; Zang, 2012). Nous contrôlons pour la situation financière de l'entreprise par le Z score d'Altman (1968) mesuré en début de période calculé comme suit:

$$\text{Z Score} = 0.3 * (\text{Bénéfice Net}_t / \text{Actif}_t) + 1 * (\text{CA}_t / \text{A}_t) + 1.4 * (\text{Bénéfices non répartis}_t / \text{A}_t) + 1.2 * (\text{Fond de roulement}_t / \text{A}_t) + 0.6 * (\text{Capitalisation boursière}_t) / \text{Passif total}_t$$

La propriété institutionnelle: Une plus importante propriété institutionnelle entraîne une gestion réelle des résultats plus coûteuse (Zang, 2012). Par référence à Zang (2012), nous introduisons la variable *PropInstit_{t-1}*: qui correspond au pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels en début de période.

Immobilisations corporelles brutes rapportée au chiffre d'affaire: *PPE/SALES* cette variable mesure le coût de la surproduction. A l'instar de Zang (2006) nous mesurons la partie fixe du coût de production par le rapport entre les immobilisations corporelles brutes rapportées au chiffre d'affaires.

⁶ Zang (2012) propose que les coûts de la gestion des résultats par les accruals sont déterminés par deux facteurs: d'une part le contrôle exercé par les auditeurs et la réglementation et d'autre part la flexibilité comptable.

La qualité d'audit et la durée du mandat de l'auditeur permettent d'apprécier le contrôle exercé par les auditeurs. La qualité d'audit: *AuditQ* variable catégorielle qui prend la valeur 0 lorsque l'entreprise n'est pas auditée par un cabinet Big 4⁷, 1 lorsque l'un des co-commissaires aux comptes appartient aux Big 4 et 2 lorsque les deux co-commissaires aux comptes sont des Big 4.

La durée du mandat de l'auditeur: *Audittenure* est calculée, à l'instar de Cohen et Zarowin (2010), comme le logarithme népérien du nombre d'années de mission de l'auditeur dans l'entreprise.

IFRS: cette variable traduit le coût du contrôle exercé par la réglementation *IFRS* est une variable dichotomique qui prend la valeur de 1 pour les années de 2005 à 2009 et 0 pour les années 2001 à 2004.

Actifs Nets Comptables *NOA*: Partant de l'idée que la gestion des résultats opérée durant la période présente réduit les possibilités de gestion des résultats dans le future (Barton et Simko, 2002) et que les choix comptables antérieurs sont répercutés au niveau du bilan, Zang (2012) et Cohen et Zarowin (2010) mesurent la flexibilité comptable par les actifs nets comptables rapportés au chiffre d'affaire en début de période. A l'instar de Zang (2012) nous introduisons la variable *NOA_{t-1}* qui est une variable binaire qui prend 1 lorsque la valeur des actifs nets comptables en début de période est supérieure à la médiane du secteur auquel appartient l'entreprise et 0 sinon.

Emission d'actions: L'une des plus fortes incitations à la gestion des résultats découle des pressions exercées par le marché (Dechow et Skinner, 2000; Healy et Wahlen, 1999). A l'instar de Garcia Lara et al. (2012) nous introduisons la variable *Issue_{t+1}* égale à 1 lorsque l'entreprise procède à une émission d'action et zéro sinon.

Perte antérieure: *Losst-1* Variable dichotomique qui prend 1 si l'entreprise a dégagé un résultat déficitaire en t-1 et 0 sinon.

Les flux d'exploitation: *OPCF* mesurés comme les flux d'exploitation rapportés à l'actif total en début de période (Mard et Marsat, 2011; Zeghal et al., 2012)

Pour contrôler pour la variation des niveaux de frais de R&D, des frais généraux administratifs nous contrôlons pour les opportunités de croissance telle que mesurée par le ratio Market-to-book *MTB* et la croissance des ventes *Sales growth*.

⁷ Les Big4 correspondent aux cabinets Price Waterhouse Coopers, KPMG, Ernest & Young et Deloitte Touche Tohmatsu

D'autres variables sont communes à tous les modèles notamment la Taille: *SIZE* mesurée par logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise. L'endettement : *LEVERAGE* est égal au ratio de la dette totale rapportée au total de l'actif et la performance: *ROA* : correspond au ratio bénéfice net rapporté au total actif.

Le tableau 4 présenté en annexe résume l'ensemble des variables intégrées dans notre analyse.

2.3. Modèles :

Pour tester l'effet des attributs de la structure de propriété sur la gestion des résultats réelle et comptable, nous estimons les modèles suivants:

$$REM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Clfam_{it} + \alpha_2 UCF_{it} + \alpha_3 Ecart_{it} + \alpha_4 Contest_{it} + \alpha_5 Pact + \alpha_6 Propinstit_{it} + \alpha_7 AuditQ + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 Size_{it} + \alpha_{10} MTB_{it} + \alpha_{11} Leverage_{it} + \alpha_{12} ROA_{it} + \alpha_{13} Zscore_{t-1} + \alpha_{14} PPE/Sales_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$AEM_{it} = \beta_0 + \beta_1 Clfam_{it} + \beta_2 UCF_{it} + \beta_3 Ecart + \beta_4 Contest + \beta_5 Pact + \beta_6 Propinstit_{it} + \beta_7 IFRS + \beta_8 AuditQ + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Leverage_{it} + \beta_{11} MTB_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} OPCF_{it} + \beta_{14} Issue_{t+1} + \beta_{15} Loss_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

Avec

AEM: correspond aux accruals discrétionnaires estimés par le modèle de Kothari (2005) *aemkoth* ou le modèle de Jones modifié (1995) *aemjmod*.

REM: correspond à l'une des trois mesures alternatives de la gestion réelle des résultats REM, REM1 ou REM2.

Dans une deuxième étape, nous testons la nature de la relation entre la gestion réelle et la gestion comptable par l'estimation d'un modèle qui est une combinaison des modèles de l'arbitrage proposé par Zang (2012) et celui de Chen et al. (2012). A l'instar de Zang (2012) nous instrumentons par les coûts de la gestion des résultats. D'autre part, nous empruntons du modèle de Chen et al (2012) trois variables: la concentration de la propriété (*concentr*), l'appartenance à un secteur d'activité à forte dépenses de R&D (*HighR&D*) et les accruals discrétionnaires retardés (*AEM_{t-1}*). Notre modèle de l'arbitrage se présente ainsi :

$$\left\{ \begin{array}{l} REM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 AEM_{it} + \alpha_2 NOA_{t-1} + \alpha_3 AuditQ_{it} + \alpha_4 Auditenure_{it} + \alpha_5 IFRS + \alpha_6 ZScore_{t-1} + \alpha_7 Propinstit_{t-1} + \alpha_8 PPE/Sales_{it} + \alpha_9 HighR\&D_{it} + \alpha_{10} Concentr_{it} + \alpha_{11} SIZE_{it} + \alpha_{12} LEVERAGE_{it} + \alpha_{13} Sales\ growth_{it} + \sum \alpha_{14} Dummy\ Année + \varepsilon_{it} \\ AEM_{it} = \beta_0 + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 NOA_{t-1} + \beta_3 AuditQ_{it} + \beta_4 Auditenure_{it} + \beta_5 IFRS + \beta_6 ZScore_{t-1} + \beta_7 Propinstit_{t-1} + \beta_8 Concentr_{it} + \beta_9 AEM_{t-1} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} LEVERAGE_{it} + \beta_{12} MTB_{it} + \beta_{13} ISSUE_{t+1} + \beta_{14} LOSS_{t-1} + \beta_{15} OPCF + \sum \beta_{16} Dummy\ année + \varepsilon_{it} \end{array} \right.$$

3. Résultats et interprétations :

3.1. Statistiques descriptives :

Les tableaux 5 et 6 présentent respectivement les statistiques descriptives des variables quantitatives et qualitatives. Nous relevons, à première vue, des accruals discrétionnaires ayant une moyenne quasi-nulle. Notre étude s'apparente en cela à celle de Mard et Marsat (2009) qui obtiennent des accruals discrétionnaires avec une moyenne d'environ 0.01%. Nous relevons également que les statistiques descriptives des accruals discrétionnaires estimés par le modèle de Jones modifié sont très similaires à celles estimés par le modèle de Kothari et al. (2005).

Pour ce qui est des mesures de la gestion réelle des résultats, nous observons des médianes positives pour les mesures REM1 et REM2. Nous relevons également un écart-type d'une valeur assez élevée pour la mesure REM de la gestion réelle qui reflète une certaine hétérogénéité du comportement des entreprises de notre échantillon relativement à la gestion des résultats par les activités.

Nous remarquons également que la médiane des coûts de production anormaux est positive alors que les médianes de cash-flow d'exploitation et des dépenses discrétionnaires anormaux sont négatives ce résultat est en conformité avec l'étude de Sellami et Fakhfakh (2014). Selon Roychowdhury (2006) une gestion des résultats à la hausse entraîne une réduction des dépenses discrétionnaires, une accélération des ventes et une réduction des coûts de production. Il semble donc que les entreprises de notre échantillon gèrent les résultats à la hausse en réduisant les dépenses discrétionnaires. Nos statistiques relatives aux flux d'exploitation, les coûts de production et les dépenses discrétionnaires anormaux corroborent ceux obtenus par de Cohen et Zarowin (2010) et celle de Sellami et Fakhfakh (2014) celle-ci portant sur le contexte français.

Relativement à la structure de propriété, nous remarquons que les entreprises de notre échantillon sont en majorité sous contrôle familial (56.87%). Uniquement 19% des entreprises sont à propriété dispersée. La concentration moyenne des droits de propriété de l'actionnaire ultime est de 32.8%. On dénote une relative dissimilitude reflétée par un minimum de 0 (correspondant à des entreprises n'ayant pas d'actionnaire ultime) et un maximum de l'ordre de 81.9%.

Marquant la prédominance de cette caractéristique, nous relevons la présence de droits de votes doubles au niveau de 66% des observations. L'écart entre droits de propriété et droits du contrôle de l'actionnaire ultime est en moyenne de 14.3%.

La contestabilité du contrôle, quant à elle, est en moyenne de 0.146. Au sein de 20% des entreprises il existe au moins deux actionnaires détenant au moins 10% des droits de vote. Au niveau de 31% des observations un pacte d'actionnaires a été signé. Enfin, une participation moyenne de l'investisseur institutionnel de l'ordre de 18.6% est à noter.

[Insérer tableaux 5 et 6]

3.2. Matrices des corrélations

Le tableau 7 porté en annexe reprend la matrice des corrélations de Pearson des variables indépendantes. Nous ne relevons pas de coefficients de corrélation dépassant le seuil critique de 0.8 qui puisse révéler un problème de multicollinéarité entre les variables indépendantes.

Par ailleurs et pour comprendre la nature de la relation entre la gestion réelle et la gestion comptable des résultats, nous présentons une matrice des corrélations des différentes mesures de ces deux techniques de gestion des résultats. Portée au niveau du tableau 8, elle montre des coefficients de corrélation positifs et significatifs à 5% entre les scores REM, REM1 et REM2 avec les accruals discrétionnaires estimés par les modèles de Jones modifié (1995) et Kothari et al. (2005) ce qui nous permet d'anticiper l'existence d'une relation de complémentarité entre gestion réelle et gestion comptable des résultats.

[Insérer tableau 8]

3.3. Analyses multivariées:

3.3.1. Effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats :

Préalablement à l'estimation de nos modèles, nous appliquons un certain nombre de tests sur nos données en vue de choisir la méthode d'estimation qui leur soit la plus appropriée. Notons que les données financières ont été winsorisées à 1% pour éviter l'effet des observations aberrantes. En présence de variables binaires invariantes dans le temps et vu que l'adoption des modèles à effets fixes n'est pas judicieuse pour l'étude de l'effet de la structure de propriété étant donné que cette dernière connaît une évolution très lente dans le temps (Zhou, 2001), nous privilégions une estimation à effets aléatoires. Nous appliquons donc le test du

multiplicateur de Lagrange proposé par Breusch-Pagan (1997) qui confirme bien la significativité des effets aléatoires pour l'ensemble de nos modèles. Le test de Wooldridge et le test de White révèlent respectivement la présence d'un biais d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité. Nous optons donc pour une estimation par les moindres carrés quasi généralisés qui permettent de corriger pour l'hétéroscédasticité et l'autocorrélation des erreurs selon la procédure proposée par Baltagi et Wu (1999).

L'observation du tableau 9 qui reprend les résultats du test de l'effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats réelle et comptable nous indique que le contrôle familial exerce un effet négatif et significatif sur la gestion réelle des résultats et ce pour la mesure REM2. En revanche, il n'exerce aucun effet sur la gestion des résultats par les accruals. Nos résultats rejoignent ceux d'Achleitner et al. (2014) dans le sens où le contrôle exercé par la famille réduit l'incitation des dirigeants à la gestion des résultats par les activités. En effet, la gestion des résultats par les activités est plus coûteuse pour un actionnaire non diversifié et ayant un long horizon d'investissement étant donné qu'elle a un effet négatif sur la performance économique de l'entreprise à long terme (Gunny, 2010). Par conséquent, les entreprises familiales auraient tendance à éviter cet outil de gestion puisqu'elles entendent préserver la valeur de l'entreprise pour les générations à venir (Berrone et al., 2012).

Ce résultat trouve donc son explication aussi bien de la théorie de l'intendance que la perspective socio émotionnelle de la richesse. Selon la théorie de l'intendance, l'actionnaire contrôlant familial se comportant comme un intendant, agit dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise il aurait donc une moindre tendance à l'adoption d'un comportement opportuniste et donc une moindre incitation à gérer les résultats (Prencipe et al., 2008; Cascino et al., 2010; Salvato et Moores, 2013).

D'autre part et dans le cadre de la perspective socio-émotionnelle de la richesse, les actionnaires familiaux s'identifient à l'entreprise puisqu'elle leur permet d'exercer un contrôle dont ils tirent un bien-être au profit des membres de la famille (Gomez Mejia et al., 2011; Berrone et al., 2012). Dans cette perspective il est invraisemblable que les actionnaires familiaux gèrent les résultats par les activités en mettant en péril la continuité de l'entreprise.

La concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime réduit la gestion des résultats par les activités validant ainsi l'effet d'alignement des intérêts. Cet effet n'est pas validé pour la gestion par les accruals. Cette tendance des entreprises françaises concentrées à réduire la gestion des résultats rejoint les travaux antérieurs (Mard et Marsat, 2011; Alves, 2012). Ce

résultat nous permet de conclure que la concentration de la propriété se substitue bien à la protection légale des investisseurs.

L'excès du contrôle traduisant l'effet d'enracinement ne semble pas impacter ni la gestion réelle ni la gestion comptable des résultats. Ce résultat vient confirmer le résultat précédent qu'au sein des entreprises de notre échantillon c'est plutôt l'effet d'alignement qui prévaut. Nous remarquons par ailleurs, que plus le contrôle de l'actionnaire ultime est contestable plus la gestion réelle augmente (modèle 1c). Ce résultat se trouve réconforté par l'effet positif des pactes d'actionnaires sur la gestion réelle et comptable des résultats. Nous déduisons de ces deux résultats que la présence de plusieurs gros actionnaire n'entraîne pas un effet de surveillance mais plutôt un effet de collusion (Pagano et Roell, 1998; Bennedsen et Wolfenzon, 2000). Par conséquent, plus le contrôle est contestable et plus probable est la collusion entre actionnaires dont la présence de pactes en est une preuve. Cette collusion entre gros actionnaires, entraînerait une plus grande consommation de bénéfices privés ce qui se traduirait par une plus grande gestion des résultats par les activités (Leuz et al., 2003). Cet effet positif de la contestabilité du contrôle dénote aussi une plus grande sensibilité des détenteurs de blocs de contrôle, outre l'actionnaire ultime, aux pressions du marché (Guthrie et Sokolowsky, 2010). Enfin, une plus étroite surveillance due à la présence de plusieurs détenteurs de blocs de contrôle favorise un plus grand recours à la gestion des résultats par les activités (Ewert et Wagenhofer, 2005).

Les pactes d'actionnaires accroissent aussi bien la gestion réelle que comptable des résultats. Outre le fait qu'ils permettent d'organiser les relations entre actionnaires (Belot, 2007; Milauskas, 2013), les pactes d'actionnaires constituent un signal adressé au marché de leur engagement dans l'entreprise. Par conséquent, ces pactes traduisent une sensibilité des actionnaires aux pressions et exigences du marché d'où cette tendance à la gestion des résultats qui se fait aussi bien par les activités que par les accruals.

Validant l'hypothèse de l'activisme des investisseurs institutionnels (Bushee, 1998; Balsam et al., 2002; Koh, 2003), nos résultats montrent que la propriété institutionnelle réduit significativement la gestion des résultats pour les trois modèles de la gestion réelle des résultats. Toutefois, aucun effet significatif n'est observé sur la gestion par les accruals. En effet, les institutionnels quand ils sont dévoués s'impliquent dans la gestion de l'entreprise d'où leur capacité à s'opposer aux décisions qui impliquent un écartement par rapport à l'activité normale visant la manipulation des résultats.

La variable IFRS exerce un effet positif significatif sur la gestion réelle des résultats et négatif sur la gestion par les accruals. Rejoignant ceux d'Ewert et Wagenhofer (2005) et de Cohen et al. (2008), ce résultat nous permet de conclure que le passage aux normes IFRS a favorisé une plus grande gestion des résultats par les activités en contre partie d'une moindre gestion par les accruals.

La qualité d'audit réduit la gestion réelle au niveau d'un seul modèle alors qu'au niveau des modèles de la gestion des résultats par les accruals elle affiche des coefficients négatifs très significatifs. Ce résultat confirme bien le fait qu'il est plus facile pour l'auditeur de détecter la gestion par les accruals que la gestion par les activités. Nous remarquons par ailleurs que les entreprises performantes ont une moindre tendance à gérer leurs résultats par les activités mais privilégient une gestion par les accruals. En revanche, nous remarquons une non significativité de l'endettement. Ce qui traduit un moindre recours au financement sur le marché par les entreprises de notre échantillon, en majorité à propriété concentrée. Conformément à l'hypothèse des coûts politiques (Watts et Zimmerman, 1990) nous relevons un effet significatif de la taille de l'entreprise sur la gestion réelle des résultats.

[Insérer tableau 9]

Globalement, nous remarquons que la gestion réelle des résultats est plus affectée par les variables de la structure de propriété que la gestion par les accruals. Ceci s'explique par le fait que les incitations des actionnaires contrôlants sont plus facilement et plus discrètement mises en œuvre par une gestion qui se fait dans le cadre de l'activité de l'entreprise.

Nous présentons dans ce qui suit les résultats du test du modèle de l'arbitrage entre la gestion par les activités et la gestion par les accruals.

3.3.2. Résultat du test du modèle de l'arbitrage entre gestion réelle et gestion comptable:

Les résultats du test du modèle de l'arbitrage par la méthode des triples moindres carrés (3SLS)⁸ portés au niveau du tableau 10 montrent que les coefficients de la gestion réelle dans l'équation de la gestion par les accruals et les coefficients de la gestion par les accruals dans l'équation de la gestion réelle sont tous les deux positifs et significatifs ce qui nous permet de conclure à la complémentarité entre la gestion réelle et comptable. A l'instar de Chen et al (2012) nous proposons que les entreprises gèrent les résultats de manière complémentaire

⁸ Nous avons effectué le test d'Hausman pour faire le choix entre les spécifications 2sls et 3sls, ce test a abouti au non rejet de l'hypothèse nulle il n'y a donc pas de différences significatives entre les deux spécifications. Nous choisissons d'estimer les modèles par la méthode des triples moindres carrés 3sls

c'est-à-dire en opérant une gestion par les activités en cours d'exercice, ensuite elles ajustent leurs résultats par les accruals à la clôture.

Tout comme Chen et al. (2012), nous obtenons un coefficient de la variable AEM dans l'équation du REM beaucoup plus élevé que celui associé à la variable REM dans l'équation de l'AEM. Ce résultat suggère que l'accroissement de la gestion des résultats par les accruals entraîne un accroissement plus important de la gestion par les activités. Ce résultat s'explique par le fait que la gestion par les accruals est assez facilement décelable par l'auditeur alors que la gestion par les activités ne l'est pas.

Pour ce qui est de l'effet des coûts de la gestion par les accruals, nous remarquons qu'une moindre flexibilité comptable contraint la gestion par les accruals et favorise la gestion par les activités.

La qualité d'audit affiche un coefficient négatif mais non significatif ceci revient au fait que la majorité des entreprises sont auditées par un Big 4 (92%). On remarque que la variable *Auditenure* présente des coefficients positifs dans l'équation de la gestion réelle et négatifs au niveau de l'équation de la gestion par les accruals cependant, ces coefficients sont non significatifs.

Enfin, la variable IFRS semble accroître la gestion réelle et réduire la gestion comptable des résultats traduisant que des règles plus strictes favorisent une plus grande gestion par les activités et une réduction de la gestion par les accruals.

Pour ce qui est des coûts de la gestion par les activités nous remarquons que Le Z Score est positivement associé à la gestion des résultats par les accruals alors qu'il est négativement associé à la gestion réelle ce résultat est conforme à ceux de Garcia Lara et al (2012) et de Zang (2012). La propriété institutionnelle réduit dans une grande mesure la gestion réelle des résultats mais accroît la gestion par les accruals. Ce qui confirme l'importance du rôle joué par les investisseurs institutionnels qui imposent une plus grande surveillance à l'égard de la gestion réelle que la gestion comptable des résultats (Zang, 2012). Ce résultat nous permet de nous prononcer sur l'horizon d'investissement assez long de ces institutionnels et qu'ils sont plutôt des institutionnels dévoués (Bushee, 1998).

Enfin, La concentration de la propriété des internes accroît la gestion par les accruals et réduit la gestion par les activités Ce résultat s'explique par le fait que les actionnaires qui ont un long horizon d'investissement et puisque la gestion par les activités détériore la performance à

long terme (Gunny, 2005; 2010), ces actionnaires auront tendance à privilégier une gestion des résultats par les accruals à une gestion par les activités.

[Insérer tableau 10]

3.3.3. Tests de robustesse:

Pour apprécier quels sont les attributs de la structure de propriété qui déterminent la tendance de l'entreprise à choisir de gérer ces résultats par les activités plutôt que par les accruals, nous adoptons la mesure proposée par Bozzolan et al. (2015). Elle consiste en une pondération de la gestion réelle par rapport à la gestion totale des résultats.

C'est ainsi qu'on notera *EMTOT* la gestion des résultats totale égale à la somme de la gestion réelle et comptable des résultats en déciles.

$$EMTOT = \text{Decile REM} + \text{Decile AEM}.$$

La variable *REMvsAEM* traduit la plus grande tendance de l'entreprise à opter pour une gestion réelle plutôt qu'une gestion par les accruals. Elle est mesurée comme suit:

$$REMvsAEM = \text{Decile REM} / EMTOT$$

Pour examiner l'effet des caractéristiques de la structure de propriété sur la tendance à la gestion réelle relativement à la gestion par les accruals, nous estimons le modèle suivant:

$$REMvsAEM = \alpha_0 + \alpha_1 Clfam_{it} + \alpha_2 UCF_{it} + \alpha_3 Ecart_{it} + \alpha_4 Contest_{it} + \alpha_5 Pact_{it} + \alpha_6 Propinstit_{it} + \alpha_7 AuditQ_{it} + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 Litigation_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} Size_{it} + \alpha_{12} Salesgrowth_{it} + \alpha_{13} Leverage_{it} + \varepsilon_{it}$$

Les résultats obtenus reportés au niveau du tableau 11 montrent que ce sont la concentration de la propriété de l'actionnaire ultime et la propriété institutionnelle qui déterminent la moindre tendance des entreprises à gérer les résultats par les activités. Ce qui nous confirme bien que l'alignement des intérêts de l'actionnaire ultime et son long horizon d'investissement d'une part et d'autre part l'activisme des institutionnels ainsi que leur volonté de rentabiliser leurs investissements s'opposent à la gestion réelle des résultats.

Notre second test de robustesse vise à comprendre exactement les modalités de la gestion réelle. Nous examinons donc l'effet de la structure de propriété sur les mesures composant l'indice de la gestion réelle des résultats à savoir: les dépenses discrétionnaires anormales, les flux d'exploitation et les coûts de production anormaux. Les résultats obtenus, portés au niveau du tableau 12, permettent de conclure que les dépenses discrétionnaires anormales sont

les plus affectées par les caractéristiques de la structure de propriété. Ce qui nous permet de conclure que la gestion par les activités se fait par une manipulation des dépenses discrétionnaires. Nous relevons donc un effet négatif du contrôle familial, des droits de propriété de l'actionnaire ultime et de la propriété des institutionnels sur les dépenses discrétionnaires anormales et un effet positif de la contestabilité du contrôle et des pactes d'actionnaires comme dans la première estimation.

Conclusion :

Bien que nombreuses, les études qui se sont intéressées à la relation entre la structure de propriété et la gestion des résultats ont souvent abouti à des résultats mitigés. En effet, avec d'une part une structure de propriété qui semble plus complexe et d'autre part des techniques de gestion des résultats en évolution, il semble évident d'avoir des résultats qui diffèrent. C'est dans ce cadre que nous étudions sur un échantillon d'entreprise françaises cotées sur la période 2001 à 2009 l'effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats comptable et réelle. D'abord nous validons l'effet d'alignement puisque nous avons montré que la concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime réduit la gestion par les activités.

Nous avons également relevé un effet négatif du contrôle familial sur la gestion par les activités. En effet, étant donné que ce sont des actionnaires ayant une importante participation au capital, un long horizon d'investissement et surtout une volonté de passer l'entreprise, patrimoine familial, aux générations à venir, ils ont tendance à éviter la gestion des résultats par les activités puisqu'elle entraîne une dégradation de la performance économique sur le long terme (Gunny, 2010). L'effet du contrôle familial sur la gestion des résultats trouve donc son explication dans la théorie de l'intendance et de la perspective socio-émotionnelle de la richesse (Salvato et Moores, 2013; Pazzaglia et al., 2013). Par ailleurs, nos résultats mettent en exergue l'efficacité du rôle des investisseurs institutionnels dans la réduction de la gestion des résultats. En conclusion, l'effet négatif de la concentration des droits de propriété de l'actionnaire ultime, du contrôle familial et de la propriété des institutionnels sur la gestion des résultats renseigne que la structure de propriété pourrait bien se substituer à la protection légale des investisseurs.

Notre étude a également montré que la contestabilité du contrôle de l'actionnaire ultime entraînait un accroissement de la gestion des résultats par les activités. Donc, qu'elle entraîne un effet de collusion ou de surveillance, la contestabilité du contrôle mène à une plus grande gestion des résultats par les activités, puisque opérée de la sorte, elle est moins détectable. Ce

résultat dénote également la sensibilité des détenteurs de blocs de contrôle aux pressions du marché (Guthrie et Sokolowsky, 2010). Ajouté à l'effet positif de la contestabilité du contrôle, l'effet positif de la présence de pactes d'actionnaires sur la gestion des résultats par les activités et par les accruals nous permet de déduire que ces pactes constituent une preuve de l'existence d'un effet de collusion entre gros actionnaires.

Notre investigation a également permis de montrer que les entreprises géraient les résultats par les activités et par les accruals de manière complémentaire. A l'instar de Chen et al. (2012) nous concluons que les entreprises gèrent les résultats par les activités en cours d'année et ajustement les résultats par les accruals à la clôture. Ce résultat est réconforté par le fait que la gestion réelle des résultats soit plus affectée par les attributs de la structure de propriété que la gestion par les accruals. Enfin, nos tests de robustesse ont montré que la gestion par les activités se fait plutôt par une manipulation des dépenses discrétionnaires qui s'avèrent plus significativement impactées par les variables de la structure de propriété.

A la marge de notre principal objectif, nous relevons que le passage aux normes IFRS réduit la gestion des résultats par les accruals discrétionnaires mais accroît la gestion par les activités. Par conséquent, des normes plus strictes n'ont pas permis de réduire la gestion des résultats globalement. Il faudrait donc penser à agir sur les incitations à la base de la gestion des résultats et non sur ses outils.

Bibliographie :

- Achleitner, A. K., Guenther, N., Kaserer, C., Siciliano, G. (2014). Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review*, doi:10.1080/09638180.2014.895620
- Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B. & Alexander (2010). Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets: the Case of Jordan *International Journal of Finance and Economics* vol. (38), pp. 28-47.
- Ali, A., Chen, T. Y., Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 238-286.
- Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), 57-74.
- Anderson, R., D. Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 58, 1301-1328

- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395-422.
- Bagnoli, M., Watts, S. G. (2001). The effect of relative performance evaluation on earnings management: a game-theoretic approach. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), 377-397.
- Balsam, S., Bartov, E., Marquardt, C. (2002). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 987-1012.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data 3rd Edition* England JW & Sons.
- Baltagi, B. H., Wu, P. X. (1999). Unequally spaced panel data regressions with AR (1) disturbances. *Econometric Theory*, 15(6), 814-823.
- Bebchuk, L., Kraakman, R., Triantis, G. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash flow Rights, In *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), NBER and the University of Chicago Press, 295-315.
- Belot, F. (2007). Structures d'actionnariat complexes, accords d'actionnaires et valorisation de la firme: une étude sur les sociétés françaises cotées, communication. *Séminaire International Francophone de Finance (SIFF)*.
- Bennedsen, M., Wolfenzon, D. (2000), The balance of power in closely held corporations", *Journal of Financial Economics* 58, 113-139.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., Larraz-Kintatna, M. (2010.). Socioemotional wealth and corporate response to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55: 82-113.
- Bertin, M. J., Iturriaga, F. J. L. (2014). Earnings management and the contest to the control: an international analysis of family-owned firms. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(4).
- Beuselinck, Christof, et al. (2014). Earnings Management within Multinational Corporations. Available at SSRN 1599678 (2014).
- Bloch, F., Hege, U. (2001). Multiple Shareholders and Control Contests, *Document de travail du GREQAM*.
- Bolton, P., Von Thadden, E-L. (1998). Blocks Liquidity and Corporate Control, *Journal of Finance* 53: 1-25.
- Bolton, P., Scheinkman, J., Xiong, W. (2006). Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 577-610.
- Boubaker, S., Sami, H. (2011). Multiple large shareholders and earnings informativeness. *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 246-266.
- Bozec, Y., Laurin, C. (2008). Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 25-49.

- Bozec, Y., Francoeur, C., Labelle, R., Okoudjou, V. (2010). Investisseurs institutionnels et gouvernance. *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise* n° 7, p. 83-104.
- Bushee B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, *The Accounting Review*, vol. 73 (3), pp. 305-333.
- Cascino, S., Mussolino, D., Pugliese, A., Sansone, C. (2010). The influence of family ownership on the quality of accounting information. *Family Business Review* 23 (3): 216-229.
- Chen, C. L., Huang, S. H., Fan, H. S. (2012). Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. *Journal of Economic Policy Reform*, 15(2), 93-108.
- Chen, H., Q. Tang, Y. Jiang, Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting* 21 (3): 220-78.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cohen, D. A., P. Zarowin. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50 (1): 2-19.
- Cohen, D.A., A. Dey., Lys., T.Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3): 757-787.
- Davis, J.H., Schoorman, R., Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Dechow P., Sloan R., Sweeney, A.P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation, *Contemporary accounting research*, volume 13, pp. 1-36
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-77.
- Dwimulyani, S. (2013). The Relationship between Ultimate Ownership Structure and Real Earnings Management in Response to Corporate Income Tax Rate Changes Based on Income Tax Law No. 36, 2008.
- Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L. (2008). The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. *The Journal of Finance*, 63(3), 1093-1135.
- Ewert, R., Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review* 80: 1101-1124
- Fama, E., Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-25.
- Fan, J., Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.

- Fields, T. D., Lys, T. Z., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 255-307.
- García Lara, J. M., Garcia Osma, B., Penalva, F. (2012). Accounting conservatism and the limits to earnings management. Available at SSRN 2165694.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., Austin, J. R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of accounting and Economics*, 19(1), 3-28.
- Goh, B. W. (2009). Audit Committees, boards of directors, and remediation of material weaknesses in internal control. *Contemporary Accounting Research*, 26(2), 549-579.
- Gomes, A. (2000). Going public without governance: Managerial reputation effects. *Journal of Finance*, 55(2), 615-646.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *The academy of management annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
- Graham, J.R., C.R. Harvey., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3-73.
- Guedhami, O., Mishra, D. (2007). Excess control, corporate governance, and implied cost of equity: international evidence. *Financial Review*.
- Gunny, K. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27 (3): 855-888.
- Guthrie, K., Sokolowsky, J. (2010). Large shareholders and the pressure to manage earnings. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 302-319.
- Hamon, J. J. (2001). La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique. *Revue d'Économie Financière*, 63(3), 175-209.
- Haw, I. M., Hu, B., Hwang, L. S., Wu, W. (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of accounting research*, 42(2), 423-462.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 405-440.
- Jeanjean, T. (1999). La théorie positive de la comptabilité: une revue des critiques. CEREG, Vol. Cahier 99-12.

- Jiambalvo, J. (1996). Discussion of “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”*. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 37-47.
- Jiraporn, P., DaDalt, P. J. (2009). Does founding family control affect earnings management? *Applied Economics Letters*, 16(2), 113-119
- Koh, P. S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35(2), 105-128.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Laeven, L., Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.
- Manowan, P., Lin, L. (2013). Dual class ownership structure and real earnings management. *International Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 86-97.
- Mard, Y., Marsat, S. (2011). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat: le cas français. In *Comptabilités, économie et société* (pp. cd-rom).
- Mard, Y., S. Marsat & F. Roux, (2014), “Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français, *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-4 | 2014, mis en ligne le 26 mars 2015.
- Maury, B., Pajuste, A. (2005). Multiple Large Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking and Finance* 29, 1813-1834.
- Miliauskas, P. (2013). Shareholders' agreement as a tool to mitigate corporate conflicts of interests. *International Journal of Private Law*, 6(2), 109-131.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. (2006), Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19: 73–87. doi: 10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Nguyen, V. T., Xu, L. (2010). The impact of dual class structure on earnings management activities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(3-4), 456-485.
- Pae, J., Thornton, D. B., Welker, M. (2008). Agency cost reduction associated with EU financial reporting reform. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 51-76.

- Pagano, M., Roell, A. (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to go Public, *Quarterly Journal of Economics* 113, 187-225.
- Pazzaglia, F., Mengoli, S., Sapienza, E. (2013). Earnings Quality in Acquired and Nonacquired Family Firms A Socioemotional Wealth Perspective. *Family Business Review*, 26(4), 374-386.
- Pincus, M., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2007). The accrual anomaly: International evidence. *The Accounting Review*, 82(1), 169-203.
- Prencipe, A., Bar-Yosef, S. (2011). Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(2), 199-227.
- Prencipe, A., Markarian, G., Pozza, L. (2008). Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Family Business Review*, 21, 71-88.
- Razzaque, R. M. R., Ali, M. J., Mather, P. R. (2015). Real earnings management in family firms: Evidence from an emerging economy. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- Salvato, C., Moores, K. (2013). Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges, *Family Business Review*, 23(3) 193–215
- Sánchez-Ballesta, J. P., García-Meca, E. (2007). Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 677-691.
- Sellami, M., Fakhfakh, H. (2013). Effect of the mandatory adoption of IFRS on real and accruals-based earnings management: Empirical evidence from France. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 2(1), 22-33.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3 Part 1), 461-488.
- Shleifer, A. (2004). *Does competition destroy ethical behavior?* (No. w10269). National Bureau of Economic Research.
- Spy, A., Sebag, S. (2014). Qui sont les investisseurs institutionnels en France. *Option Finance*, Dossier 17 Mars 2014.
- Stein, J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 655-669.
- Stockmans, A., Lybaert, N., Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*, 23, 280-294.
- Wang, D., (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*. vol 44, p 619-656.
- Watts, R., Zimmerman, J. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The accounting review*, 65 (1), p.131-156.

Winton, A. (1993). Limitation of Liability and the Ownership Structure of the Firm. *The Journal of Finance*, 48(2), 487-512.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.

Zang, A. (2006). Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. Working Paper, Duke University

Zwiebel, J. (1995). Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies*, 62(2), 161-185.

Annexes

Tableau 1. Sélection de l'échantillon

Entreprises appartenant à l'indice SBF 250 durant la période 2001-2009	134
-Entreprises appartenant au secteur financier	< 18 >
-Entreprises ayant fait l'objet de Fusion-Acquisition	< 4 >
-Entreprises dont les rapports ne sont pas disponibles	< 25 >
Entreprises exclues pour minimum d'observations	< 6 >
Echantillon retenu	81

Tableau 2. Répartition des entreprises par secteur d'activité

Secteur	Nombre d'entreprises	Proportion
Industries manufacturières	39	48.15%
Service	25	30.86%
Transport, communication, électricité & gaz et services sanitaires	9	11.11%
Commerce	8	9.88%
TOTAL	81	100%

Tableau 3. Estimation des modèles de la gestion réelle et comptable des résultats :

	AEM JMod	AEM Koth		AbnProdcost	AbnOPCF	AbnDiscExp
$1/A_{t-1}$	-1.711* (0.071)	-1.981** (0.039)	$1/A_{t-1}$	1.442 (0.52)	1.940* (0.083)	20.233*** (0.000)
$(CA_{it}-CCR_{it})/A_{t-1}$	-0.005 (0.614)	-0.015 (0.161)	CA_{it}/A_{t-1}	0.862*** (0.000)	0.013*** (0.004)	-
PPE/A_{t-1}	-0.024*** (0.000)	-0.028*** (0.000)	$\Delta CA_{it}/A_{t-1}$	0.023* (0.061)	0.026** (0.011)	-
ROA_{t-1}	-	0.130*** (0.000)	$\Delta CA_{it-1}/A_{t-1}$	0.011 (0.312)	-	-
			CA_{t-1}/A_{t-1}	-	-	0.119*** (0.000)
Constante	-0.034*** (0.000)	-0.037*** (0.000)		-0.114*** (0.000)	0.067*** (0.000)	0.068*** (0.000)
N	715	694		720	725	667
Khi deux	67.4	45.24		12428.31	32.66	313.44

Tableau 4. Mesures des variables:

Variables	Mesures
Qualité du reporting financier	
REM REM1 REM2 Rmdexp Rmopcf	Mesures proposées par Roychowdhury (2006) $REM = ABPRODCOST - ABDISCEXP - ABOPCF$ $REM1 = - ABDISCEXP + ABPRODCOST$ $REM2 = - ABOPCF - ABDISCEXP$ Avec ABPRODCOST, ABOPCF et ABDISCEXP correspondent respectivement aux résidus obtenus de l'estimation par secteur et par année des modèles suivants : $PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (CA_t/A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta CA_t/A_{t-1}) + \beta_3 (\Delta CA_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ $OPCF_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (CA_t/A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta CA_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ $DISCEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta (CA_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ $= - ABDISCEXP$ $= - ABOPCF$
AEMKOTH AEMJMOD	Accruals discrétionnaires qui constituent les résidus récupérés des estimations par secteur et par année des modèles de Kothari et al. (2005) et de Jones modifié par Dechow et al (1995)
ABSKOTH ABSJMOD	et Valeurs absolues des accruals discrétionnaires estimés par les modèles de Kothari et al. (2005) et Jones modifié.
Structure de propriété	
CI fam UCF Ecart Contest Pacte Propinsti _t	=1 si la famille domine la propriété du capital et la direction de l'entreprise et 0 sinon Part des droits aux CF détenus par l'actionnaire ultime $= (\text{Droits de CI} - \text{Droits aux CF}) / \text{Droits de CI}$ $(\text{Vote2} + \text{Vote3} + \text{Vote4}) / \text{Vote1}$ $= 1$ s'il y'a un pacte ou accord signé entre les gros actionnaires et 0 sinon % du capital détenu par les investisseurs institutionnels
Coût de la gestion comptable des résultats	
Propinsti _{t-1} ZScore _{t-1} PPE/SALES	Pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels en début de période $ZScore = 0.3 * (\text{Bénéfice Net}_t / \text{Actif}_t) + 1 * (CA_t / A_t) + 1.4 * (\text{Bénéfices non répartis}_t / A_t) + 1.2 * (\text{Fond de roulement}_t / A_t) + 0.6 (\text{Capitalisation boursière}_t) / \text{Passif total}_t$ Ratio des immobilisations corporelles nettes rapportées au chiffre d'affaires
Coût de la gestion réelle des résultats	
AuditQ Audittenure IFRS NOA _{t-1}	Variable catégorielle =0 si l'entreprise n'est pas auditée par un Big 4, 1 si elle est auditée par un Big4 et 2 si elle est auditée par un 2 Big 4 . Logarithme népérien du nombre d'exercices audités par le commissaire aux comptes en question. IFRS=1 si référentiel comptable utilisé correspond aux normes IFRS et 0 sinon $NOA_{t-1} = 1$ si $NOA_{t-1} >$ à la médiane du secteur auquel appartient l'entreprise et 0 sinon. Avec $\text{Net Operating Assets}_{t-1} = \text{Capitaux propres}_{t-1} - \text{liquidités et titres de placement négociables}_{t-1} + \text{Dette totale}_{t-1} / CA_{t-1}$
Variables de contrôle	
SIZE LEVERAGE MTB Salesgrowth ROA OPCF ISSUE _{t+1} LOSS _{t-1} HighR&D Concentr	Logarithme népérien de la capitalisation boursière Dette totale /actif total $= (\text{valeur de marché des actions} + \text{valeur comptable des dettes}) / \text{valeur comptable de l'actif total}$ $CA_t - CA_{t-1} / CA_{t-1}$ Résultat net/Actif total t $\text{Flux d'exploitation}_t / \text{Actif total}_{t-1}$ $= 1$ si l'entreprise réalise une émission d'action en t+1 $= 1$ si l'entreprise réalise un résultat déficitaire en t-1 $= 1$ lorsque l'entreprise appartient à un secteur à fortes de dépenses en R&D: secteurs de l'électronique, biotechnologie, télécommunications, informatique et logiciel part du capital détenue par les internes

Tableau 5. Statistiques descriptives des variables quantitatives

	Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Ecart-type
Gestion des résultats					
AEMKOTH	-0.192	0.135	0.000	0.003	0.043
AEMJMOD	-0.191	0.136	0.000	0.005	0.044
ABSKOTH	0.00004	0.19219	0.030653	0.022401	0.029850
ABSJMOD	0.00003	0.19094	0.031764	0.02283	0.030351
REM	-8.197	4.087	0.040	-0.092	2.225
REM1	-6.903	2.793	0.020	0.516	0.170
REM2	-5.086	3.555	0.024	0.288	1.521
Abnprodcost	-0.6416	0.3422	0.000	0.0344	0.1654
Abnopcf	-0.1702	0.1704	0.000	-0.0019	0.0493
Abndexp	-0.3477	0.6369	0.000	-0.0382	0.1476
Structure de propriété					
UCF	0	0.819	0.328	0.302	0.242
UVOTE	0	0.901	0.390	0.34	0.277
ECART	0	0.727	0.143	0.122	0.140
CONTEST	0	1.917	0.146	0	0.347
PROP INSTIT	0	0.959	0.186	0.162	0.120
Concentr	0	0.948	0.426	0.466	0.248
Coûts de la gestion réelle des résultats					
ZScoret-1	0.351	10.360	2.387	1.891	1.697
Propinstitt-1	0	0.959	0.199	0.176	0.132
PPE/SALES	0.013	3.517	0.282	0.159	0.465
Coûts de la gestion des résultats par les accruals					
AUDITENURE	-1.698	3.738	1.893	2.197	1.186
Variables de contrôle					
ROA	-0.196	0.155	0.041	0.042	0.053
SIZE	3.648	10.577	7.059	6.789	1.722
LEVERAGE	0.005	0.580	0.237	0.235	0.139
MTB	0.24	10.226	2.337	1.88	1.723
Sales growth	-0.405	0.998	0.062	0.179	0.044
OPCF	-0.053	0.253	0.089	0.084	0.056

Tableau 6. Statistiques descriptives des variables catégorielles

	Modalité	Pourcentage	Fréquence
ClFam	1	56.87	414
PACT	1	29.63	213
Prop concentr	1	81.89	597
AuditQ	0	7.68	56
	1	36.49	266
	2	55.83	407
NOA_{t-1}	0	48.1	351
	1	51.9	378
Issue_{t+1}	1	52.26	381
Loss_{t-1}	1	11.11	81
HighR&D	1	43.21	315

Tableau7. Matrice des corrélations des variables indépendantes

	clfam	ucf	ecart	contest	propinstit	pact	ifrs	auditq	zscore1	ppe_sales	roa	size	salesgrowth	mtb	leverage	opcf	losst1	issuet1	highrd
clfam	1																		
ucf	0.5188*	1																	
ecart	0.2319*	0.032	1																
contest	0.0001	-0.136*	0.1866*	1															
propinstit	-0.301*	-0.581*	-0.0173	-0.218*	1														
pact	0.1710*	0.2014*	0.2081*	-0.0619	-0.1555*	1													
ifrs	-0.0241	-0.0372	-0.0162	0.0033	-0.0522	0.0423	1												
auditq	-0.137*	-0.0706	-0.0544	-0.122*	0.0246	0.0189	0.1043*	1											
zscore1	0.1831*	0.1227*	0.0287	-0.0454	0.0368	0.0603	-0.0624	-0.0533	1										
ppe_sales	0.0927*	0.2317*	-0.120*	-0.076*	-0.1379*	0.0187	0.0175	-0.089*	-0.172*	1									
roa	0.1846*	0.1298*	0.01	-0.0406	-0.0027	0.0562	0.1238*	-0.035	0.4327*	0.0591	1								
size	-0.146*	-0.254*	-0.0345	-0.193*	0.3888*	0.0269	0.0812*	0.3981*	0.1335*	-0.0322	0.2881*	1							
salesgrowth	0.0141	-0.0111	0.1215*	-0.0164	0.0655	0.0162	0.0164	-0.0338	0.1098*	0.0042	0.2492*	0.0855*	1						
mtb	-0.0378	-0.0165	-0.063	-0.0555	0.0862*	0.1042*	-0.0573	0.0579	0.4493*	-0.1382*	0.3898*	0.3079*	0.1393*	1					
leverage	-0.127*	-0.0586	0.0103	-0.092*	0.0605	0.0421	-0.035	-0.0039	-0.512*	0.1960*	-0.342*	0.0375	-0.0214	-0.224*	1				
opcf	0.1885*	0.1724*	0.0803*	-0.0331	-0.0718	0.0797*	-0.0256	-0.092*	0.3617*	0.0237	0.4754*	0.0592	0.1789*	0.2439*	-0.215*	1			
losst1	-0.106*	-0.029	-0.0467	0.0681	-0.0391	-0.0382	-0.105*	0.0412	-0.198*	-0.0515	-0.417*	-0.198*	-0.1781*	-0.134*	0.1257*	-0.207*	1		
issuet1	-0.211*	-0.243*	-0.0443	0.0186	0.1580*	0.0608	0.0129	0.0283	-0.0608	-0.059	-0.079*	0.0814*	0.1555*	0.0762*	0.1079*	-0.0575	0.0146	1	
highrd	-0.194*	-0.0376	-0.150*	0.1059*	-0.0235	-0.172*	0	0.0407	0.1337*	-0.0683	-0.0717	-0.190*	-0.0283	0.1485*	-0.242*	-0.079*	0.0881*	0.0519	1

* Significatif à 5%

Tableau 8. Matrice des corrélations corrélation de Pearson des mesures de la gestion réelle et comptable des résultats :

	REM	REM1	REM2	RMDEXP	RMOPCF	ABPRODCST	AEMKOTH	AEMJMOD
REM	1							
REM1	0.904***	1						
REM2	0.926***	0.754***	1					
RMDEXP	0.739***	0.860***	0.766***	1				
RMOPCF	0.680***	0.302***	0.761***	0.166***	1			
ABPRODCST	0.825***	0.870***	0.551***	0.498***	0.336***	1		
AEMKOTH	0.271***	0.089**	0.332***	0.056	0.459***	0.094**	1	
AEMJMOD	0.228***	0.054	0.293***	0.033	0.422***	0.062*	0.972***	1

Tableau 9. Effet de la structure de propriété sur la gestion des résultats réelle et comptable:

	REM	REM2	REM1	AEMJMOD	AEMKOTH
CIFam	-0.273 (0.135)	-0.285** (0.025)	-0.180 (0.118)	0.0001 (0.982)	-0.0024 (0.407)
UCF	-1.004** (0.013)	-0.715** (0.03)	-0.278 (0.282)	-0.0116* (0.092)	-0.0027 (0.692)
Ecart	0.040 (0.935)	-0.536 (0.176)	0.337 (0.135)	-0.0025 (0.776)	0.0047 (0.57)
Contest	0.150 (0.489)	0.242 (0.171)	0.236** (0.021)	0.0028 (0.482)	0.0049 (0.175)
Pact	0.144 (0.385)	0.242** (0.034)	-0.019 (0.851)	0.0120*** (0.000)	0.0083*** (0.002)
Propinstit	-2.001*** (0.005)	-1.514*** (0.007)	-1.327*** (0.000)	-0.0055 (0.645)	-0.0023 (0.835)
IFRS	0.220** (0.046)	0.002 (0.984)	0.149** (0.01)	-0.0079*** (0.000)	-0.0083*** (0.000)
AuditQ	-0.055 (0.657)	-0.252** (0.01)	-0.035 (0.626)	-0.0042** (0.047)	-0.0034* (0.089)
Zscore_{t-1}	-0.325*** (0.000)	-0.233*** (0.000)	-0.201*** (0.000)	-	-
PPE/Sales	0.037 (0.817)	0.169 (0.213)	-0.013 (0.92)	-	-
ROA	-5.146*** (0.000)	-7.265*** (0.000)	-1.098 (0.056)*	0.5865*** (0.000)	0.5161*** (0.000)
SIZE	-0.097* (0.053)	0.044 (0.241)	-0.113*** (0.000)	-0.0005 (0.533)	-0.0004 (0.62)
Salesgrowth	0.172 (0.398)	0.283 (0.391)	-0.074 (0.509)	-	-
MTB	-	-	-	-0.0007 (0.326)	-0.0004 (0.619)
Leverage	0.357 (0.557)	-0.715 (0.209)	-0.366 (0.292)	0.0086 (0.303)	0.0074 (0.374)
OPCF	-	-	-	-0.6160*** (0.000)	-0.5965*** (0.000)
Loss_{t-1}	-	-	-	0.0005 (0.89)	0.0037 (0.333)
Issue_{t+1}	-	-	-	0.0023 (0.263)	0.0032 (0.118)
Constante	2.501*** (0.000)	1.664*** (0.000)	2.009*** (0.000)	0.0477*** (0.000)	0.0422*** (0.000)
N	554	564	555	626	617
Khi2	193.69	176.68	198.05	959.04	892.46
Prob>0	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch Pagan Random effect					
chibar2	690.78	761.44	932.13	190.05	194.11
Prob > chibar2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
White heteroscedasticity					
Khi2	244.71	219.80	243.88	16.601	11.820
Prob>0	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0010
Wooldridge autocorrelation test					
F	6.042	2.211	24.807	254.86	230.66
Prob > F	0.0164	0.1414	0.0000	0.0000	0.0000

AEMKOTH et **AEMJMOD**: accruals discrétionnaires estimés respectivement par le modèle de Kothari et al. (2005) et de Jones modifié par Dechow et al (1995). **REM**, **REM1** et **REM2** mesures de la gestion réelle des résultats estimés par le modèle de Roychowdhury (2006) reflétant les flux d'exploitation anormaux, les dépenses discrétionnaires et des coûts de production anormaux avec **REM**= ABPRODCOST- ABDISCEXP - ABOPCF ; **REM1**= ABPRODCOST - ABDISCEXP et **REM2** = - ABOPCF- ABDISCEXP ; **UCF**: droits de propriété directs et indirects de l'actionnaire ultime. **Cifam**: Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'actionnaire ultime et une famille et qu'il participe à la direction de l'entreprise; **Ecart**: Différence entre les droits de vote et les droits de propriété ultimes divisés par les droits de vote ultimes; **Contest**: Somme des drts de vote des actionnaires détenant 10% et plus de droits de vote, rapportés aux droits de vote de l'actionnaire ultime, **PACT**: variable binaire égale à 1 si un pacte ou action de concert est signée entre es actionnaires; **Propinstit**:% du capital détenu par les investisseurs institutionnel; ***, **, * : représentent les seuils de significativité à 1%, 5% et 10%.

Tableau 10. Résultat de l'arbitrage entre gestion réelle et gestion comptable des résultats:

	REM	AEMKOTH	REM	AEMJMOD
AEMKOT	1.393*** (0.000)	-	1.377*** (0.000)	-
REM	-	0.541** (0.03)	-	0.463** (0.045)
AEMKOT _{t-1}	-	0.053*** (0.007)	-	-
AEMJMOD _{t-1}	-	-	-	0.071*** (0.000)
NOA _{t-1}	0.521*** (0.000)	-0.342*** (0.000)	0.421*** (0.003)	-0.266*** (0.003)
Audit Q	-0.028 (0.826)	-0.013 (0.894)	0.011 (0.929)	-0.056 (0.548)
Auditenure	0.081 (0.201)	-0.022 (0.764)	0.080 (0.201)	-0.002 (0.981)
IFRS	0.481* (0.067)	-0.337* (0.052)	0.516** (0.049)	-0.348** (0.033)
Propinstit _{t-1}	-1.686** (0.011)	1.063** (0.019)	-1.960*** (0.003)	1.202*** (0.004)
ZScore _{t-1}	-0.231*** (0.000)	0.130** (0.021)	-0.278*** (0.000)	0.148*** (0.004)
PPE_Sales	0.065 (0.677)	-	0.106 (0.501)	-
ROA	-14.339*** (0.000)	10.244*** (0.000)	-15.729*** (0.000)	11.267*** (0.000)
SIZE	0.001 (0.979)	-0.011 (0.74)	-0.006 (0.91)	-0.013 (0.674)
Leverage	-0.972 (0.131)	0.488 (0.201)	-1.253** (0.049)	0.603* (0.09)
Salesgrowth	0.106 (0.654)	-	0.158 (0.524)	-
MTB	-	0.004 (0.751)	-	0.008 (0.523)
Concentr	-0.950*** (0.008)	0.584** (0.014)	-0.943*** (0.007)	0.538** (0.015)
Highrd	-0.047 (0.486)	-	-0.064 (0.371)	-
Opcf	-	-2.860 (0.55)	-	-4.351 (0.327)
Issue t+1	-	0.004 (0.923)	-	0.006 (0.909)
Losst-1	-	0.040 (0.417)	-	0.055 (0.312)
Constante	1.114** (0.025)	-0.356 (0.619)	1.472*** (0.004)	-0.357 (0.588)
N		425		432
F	400.54	525.33	404.67	544.2
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R ²	34.32%	29.37%	34.42%	37.46%
Méthode	3SLS		3SLS	

AEMKOTH et *AEMJMOD*: accruals discrétionnaires estimés respectivement par le modèle de Kothari et al. (2005) et de Jones modifié (1995). REM mesures de la gestion réelle des résultats estimés par le modèle de Roychowdhury (2006) ; *REM2* = -ABOPCF-ABDISCEXP ; *ROA*: bénéfices net rapporté au total actif, *ZScore* = 3.3*(Bénéfice Net_t/Actif_t) + 1*(CA_t/A_t)+1.4*(Bénéfices non répartis_t/A_t)+1.2* (Fond de roulement_t/A_t)+ 0.6 (Capitalisation boursière_t/ Passif total_t) ; *SIZIE*: logarithme népérien du total actif, *SIZIE*: logarithme népérien de la capitalisation boursière ; *LEVERAGE*: dettes totales rapportées au total actif *MTB*: (valeur de marché des actions+ valeur comptable des dettes)/valeur comptable de l'actif total ; *Sales growth*: (CA_t-CA_{t-1})/CA_{t-1} ; concentr : Part du capital détenue par les internes ; HighR&D =1 lorsque l'entreprise appartient à un secteur à fortes de dépenses en R&D ; ***, **, * : représentent les seuils de significativité à 1%, 5% et 10%

Tableau 11. Effet des caractéristiques de la structure de propriété sur la tendance à la gestion réelle des résultats:

	REMvsAEM Jmod	REMvsAEM Koth
Clfam	-0.0088 (0.567)	-0.0182 (0.237)
UCF	-0.0786** (0.043)	-0.0935** (0.02)
Ecart	-0.0454 (0.306)	-0.0145 (0.751)
Contest	0.0131 (0.547)	0.0048 (0.831)
Pact	-0.0080 (0.563)	-0.0096 (0.478)
Propinstit	-0.2034*** (0.003)	-0.1948*** (0.006)
IFRS	0.0225** (0.043)	0.0187* (0.099)
AuditQ	0.0146 (0.211)	0.0046 (0.69)
Litigation	-0.0492*** (0.003)	-0.0600*** (0.000)
ROA	-1.6376*** (0.000)	-1.5862*** (0.000)
SIZE	-0.0142*** (0.002)	-0.0119*** (0.009)
Salesgrowth	0.1024*** (0.000)	0.0656*** (0.009)
Leverage	-0.0483 (0.326)	-0.0398 (0.435)
Constante	0.7279*** (0.000)	0.7273*** (0.000)
N	573	565
Khi deux	292.92	264.33
	0.000	0.000
VIF	1.46	1.46

Modèle : $REMvsAEM = \alpha_0 + \alpha_1 Clfam_{it} + \alpha_2 UCF_{it} + \alpha_3 Ecart_{it} + \alpha_4 Contest_{it} + \alpha_5 Pact_{it} + \alpha_6 Propinstit_{it} + \alpha_7 AuditQ_{it} + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 Litigation_{it} + \alpha_{10} ROA_{it} + \alpha_{11} Size_{it} + \alpha_{12} MTB_{it} + \alpha_{13} Leverage_{it} + \varepsilon_{it}$

REMvsAEM Jmod = Decile REM/(Decile REM+Decile AEMJMOD); **REMvsAEM Koth** = Decile REM/(Decile REM+Decile AEMKOTH); **UCF**: droits de propriété directs et indirects de l'actionnaire ultime; **Clfam**: Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'actionnaire ultime et une famille et qu'il participe à la direction de l'entreprise; **Ecart**: Différence entre les droits de vote et les droits de propriété ultimes divisés par les droits de vote ultimes; **Contest**: Somme des drts de vote des actionnaires détenant 10% et plus de droits de vote, rapportés aux droits de vote de l'actionnaire ultime; **PACT**: variable binaire égale à 1 si un pacte ou action de concert est signée entre es actionnaires; **Propinstit**: % du capital détenu par les investisseurs institutionnels; Les variables de contrôle sont définies au niveau du tableau 4. ***, **, * : représentent les seuils de significativité à 1%, 5% et 10%

Tableau 12. Effet de la structure de propriété sur les dépenses discrétionnaire, les flux d'exploitation et les coûts de production anormaux

	RMDEXP	RMOPCF	ABPRODCST
CIFam	-0.0364*** (0.002)	-0.0022 (0.602)	-0.0008 (0.953)
UCF	-0.0675* (0.056)	-0.0135 (0.169)	-0.0349 (0.247)
Ecart	0.0049 (0.9)	-0.0237* (0.095)	0.1390*** (0.002)
Contest	0.0364** (0.013)	-0.0007 (0.914)	0.0074 (0.66)
Propinstit	-0.1592*** (0.003)	-0.0105 (0.584)	-0.3010*** (0.000)
Pact	0.0363*** (0.005)	-0.0004 (0.921)	-0.0410*** (0.003)
IFRS	-0.0093 (0.472)	0.0039 (0.296)	-0.0025 (0.834)
AuditQ	-0.0306*** (0.003)	-0.0023 (0.483)	-0.0259** (0.019)
Zscore_{t-1}	-0.0156*** (0.000)	-0.0061*** (0.000)	-0.0319*** (0.000)
PPE/Sales	0.0521*** (0.001)	-0.0085 (0.163)	0.0266* (0.084)
ROA	-0.1310 (0.339)	-0.3329*** (0.000)	-0.6694*** (0.000)
SIZE	0.0051 (0.222)	0.0003 (0.834)	0.0091** (0.046)
Salesgrowth	-0.0564 (0.146)	0.0307*** (0.004)	0.0658** (0.017)
Leverage	-0.0920 (0.123)	-0.0060 (0.713)	0.0060 (0.919)
Constante	0.1219*** (0.002)	0.0408*** (0.000)	0.1285*** (0.001)
N	565	618	610
Khi2	118.91	226.32	231.49
Prob>0	0.0000	0.0000	0.0000

RMDEXP : dépenses discrétionnaires anormales multipliées par (-1), **RMOPCF**: Flux d'exploitations anormaux multipliés par (-1); **ABPRODCST**: coûts de production anormaux; **UCF**: droits de propriété directs et indirects de l'actionnaire ultime; **Clfam**: Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'actionnaire ultime et une famille et qu'il participe à la direction de l'entreprise; **Ecart**: Différence entre les droits de vote et les droits de propriété ultimes divisés par les droits de vote ultimes; **Contest**: Somme des drts de vote des actionnaires détenant 10% et plus de droits de vote, rapportés aux droits de vote de l'actionnaire ultime, **PACT** : variable binaire égale à 1 si un pacte ou action de concert est signée entre es actionnaires; **Propinstit**: % du capital détenu par les investisseurs institutionnel; Les variables de contrôle sont définies au niveau du tableau 4. ***, **, * : représentent les seuils de significativité à 1%, 5% et 10%