

Les stratégies comptables précédant un changement de dirigeant en France*

Accounting Policies preceding CEO Changes in France

Yves MARD*
Sylvain MARSAT
Clermont Université

Classification JEL : G300, M410

Correspondance : yves.mard@u-clermont1.fr

Accepté pour publication dans:

Mard, Y., Marsat, S., 2008. Les stratégies comptables précédant un changement de dirigeant en France. *Finance Contrôle Stratégie* 11, 111-136

Résumé : À partir d'un échantillon de 56 changements de dirigeant au sein d'entreprises françaises cotées entre 2000 et 2005, la nature et les facteurs explicatifs des choix comptables effectués par le dirigeant sortant sont analysés. L'étude des *accruals* discrétionnaires montre que les dirigeants sortants ont tendance à gérer à la hausse les résultats durant les deux exercices qui précèdent leur départ. Par ailleurs, les dirigeants sortants détenteurs de *stock-options* sont incités à gérer les résultats à la hausse. L'âge du dirigeant est aussi associé positivement au montant des *accruals*. En revanche, les dirigeants restant au sein de l'entreprise comme administrateur adoptent une politique comptable moins agressive.

Mots-clés : changements de dirigeant – gestion du résultat – gouvernance d'entreprise – choix comptables.

Abstract : From a sample of 56 French firms who encountered a change of CEO during the 2000-2005 period, we analyse the nature and the factors explaining the accounting choices carried out by the outgoing top manager. The study of discretionary accruals shows that they engaged in upwards earnings management during the two years preceding their departure. Besides, the outgoing CEO who benefits from stock options is more prone to manage the result upwards. The age of the manager is also positively correlated with discretionary accruals. Conversely top manager who stays as an administrator implements less aggressive accounting choices.

Key words: CEO changes – earnings management – corporate governance – accounting choices.

* Les auteurs souhaitent remercier les participants à la 6^{ième} Conférence Internationale de Gouvernance d'Entreprise (Genève, mai 2007) pour leurs conseils et leurs suggestions.

Les changements de dirigeants au sein des grandes entreprises se sont récemment accélérés tant en France que dans les pays de l'OCDE. Ainsi, une étude récente de Lucier et *al.* (2006) réalisée sur les 2500 plus grandes entreprises du monde montre qu'entre 1995 et 2005, le taux de changement de dirigeants d'entreprises est passé de 9% à 15%. Sur cette période, la durée moyenne du mandat d'un dirigeant diminue donc de 9 à 6,6 années. De plus en 2005, la moitié de ces départs sont forcés, soit quatre fois plus qu'en 1995. Or, selon Murphy et Zimmermann (1993), la probabilité d'un changement de dirigeant augmenterait de façon significative lorsque la performance diminue¹. Dans ce contexte, les managers ont la possibilité, tout en restant dans le cadre légal, de prendre des décisions afin d'améliorer les résultats annoncés.

L'objectif de notre recherche est d'examiner les choix comptables effectués durant les exercices qui précèdent un changement de dirigeant. Les études sur le sujet font l'hypothèse que les dirigeants sortants sont incités à gérer à la hausse les résultats comptables des exercices antérieurs à leur départ. En cas de départ planifié, les dirigeants sont tentés d'afficher un bilan et des résultats comptables flatteurs afin de maximiser leur bonus de départ. Si le départ est forcé, faute de performance, le dirigeant peut tenter de gérer le résultat pour sauver son poste et/ou sa réputation.

Cette recherche contribue à l'étude des changements de dirigeants sur trois points. Tout d'abord, elle approfondit le lien entre les caractéristiques des dirigeants et les politiques comptables. De nouvelles caractéristiques, telles que l'âge et la durée du mandat du dirigeant, ont été introduites. De plus, l'analyse du contexte français entre 2000 et 2005, nous a semblé intéressante car les structures de gouvernance ont beaucoup évolué durant cette période, suite

¹ La probabilité de remplacement d'un dirigeant est également associée à la durée des fonctions du PDG, la proportion d'investisseurs institutionnels, la taille et le cumul des fonctions (Finet et Labelle, 2004).

aux rapports Viénot (1995, 1999) et à la loi sur les Nouvelles Régulations Économiques (2001). Par exemple, plusieurs sociétés ont choisi de dissocier les fonctions de direction et de contrôle. Les études portant sur les changements de dirigeants en France sont peu nombreuses² et aucune n'a analysé les choix comptables à cette occasion. Enfin, sur le plan méthodologique, nous utilisons un large échantillon de contrôle représentatif, d'un point de vue sectoriel et temporel, de notre échantillon de changement de dirigeants. Cette méthodologie nous permet de comparer les stratégies comptables des firmes, qu'elles aient, ou non, changé de dirigeant.

À partir d'un échantillon de 56 changements de dirigeants au sein d'entreprises françaises cotées entre 2000 et 2005, nous analysons les facteurs explicatifs des choix comptables effectués par le dirigeant sortant et leur l'impact sur le résultat. Plus précisément, nous étudions si certaines caractéristiques du dirigeant comme l'expérience, l'intéressement, les perspectives de carrière internes et externes, sont susceptibles d'expliquer la gestion du résultat (mesurée à partir des *accruals*³ discrétionnaires) avant son départ.

Le résultat des analyses confirme la tendance à la gestion du résultat à la hausse durant les deux exercices précédant le renouvellement du dirigeant. Par ailleurs, le contexte du renouvellement et les caractéristiques du dirigeant influencent ses décisions comptables. Tout d'abord, les dirigeants sortants détenteurs de *stock-options* sont incités à gérer les résultats à la hausse. L'âge du dirigeant est aussi associé positivement au montant des *accruals*. En revanche, les dirigeants restant au sein de l'entreprise comme administrateur adoptent une politique comptable moins agressive.

² Les travaux de Dherment-Férère (1999) portent sur la réaction du marché français à l'annonce d'un changement de dirigeant.

³ Les *accruals* comprennent les produits et les charges calculés (dotations aux amortissements, dotations et reprises de provisions, régularisations de charges et de produits...) et les produits et charges décalés (constitutifs de la variation du besoin en fonds de roulement).

Cette recherche est composée de quatre parties : les deux premières présentent la revue de littérature et les hypothèses de recherche, la troisième décrit l'échantillon et la méthodologie adoptée, enfin la quatrième analyse les principaux résultats obtenus.

1. La gestion du résultat précédant un changement de dirigeant

Les incitations à la gestion du résultat précédant un changement de dirigeant peuvent être liées à la crainte d'être démis en cas de faible performance, ou à une réduction de l'horizon temporel du dirigeant lorsque son départ est prévu (1.1). D'autre part, plusieurs études empiriques ont analysé les choix comptables durant les années qui précèdent un changement de dirigeant (1.2).

1.1. Les incitations liées aux contextes des changements de dirigeants

Les travaux relatifs aux changements de dirigeants ont mis en évidence une relation entre une performance déficiente et la décision de changer de dirigeant. Les résultats comptables fournissent une mesure de la performance, laquelle influence significativement la probabilité de changement de dirigeant (Coughlan et Smith, 1985; Warner et *al.*, 1988; Weisbach, 1988; Murphy et Zimmerman, 1993). Selon Hermalin et Weisbach (1998), les cours boursiers ne permettent seuls de juger de la performance du dirigeant car ils intègrent les attentes du marché concernant le devenir du dirigeant. Par conséquent, les comités de direction ont intérêt à utiliser des mesures comptables de la performance lorsqu'ils décident de l'avenir du dirigeant. Ce dernier peut donc être incité à gérer le résultat comptable afin de limiter le risque d'être démis de ses fonctions. Plusieurs travaux théoriques vont dans ce sens. Fudenberg et Tirole (1995) développent un modèle dans lequel les dirigeants ont intérêt à lisser les résultats pour réduire la probabilité de démission. De même, Arya et *al.* (1998) proposent un modèle où l'actionnaire utilise la probabilité d'être démis comme facteur incitatif. Dans ce contexte,

les auteurs montrent qu'il est dans l'intérêt de l'actionnaire d'accepter la gestion des résultats. Ainsi, le résultat comptable est une variable sur laquelle les dirigeants peuvent jouer pour diminuer la probabilité d'être évincés.

Par ailleurs, dans le cas d'un départ planifié du dirigeant, ce dernier voit son horizon temporel se réduire et peut être incité à prendre des décisions à court terme (Dechow et Sloan, 1991 ; Pourciau, 1993). Dans ce contexte, les questions de réputation et de carrière devenant secondaires, le dirigeant ne sera *a priori* pas motivé pour s'investir fortement dans sa mission. De plus, il peut être dans son intérêt de prendre certaines décisions comptables et financières afin de maximiser à court terme les résultats et sa prime de départ. Le dirigeant sur le point de quitter son poste peut ainsi choisir de limiter certains investissements à long terme ou de minorer la prise en compte de certains risques, en estimant par exemple une provision de façon « optimiste ».

1.2. Les études empiriques

Plusieurs recherches obtiennent des conclusions conformes à l'hypothèse de gestion du résultat par les dirigeants avant leur départ. Dechow et Sloan (1991) ont mis en évidence que les managers sortants restreignent les dépenses de recherche et développement durant l'année qui précède leur remplacement. Plus récemment, Guan et *al.* (2005) étudient les départs forcés de dirigeants et notent des *accruals* discrétionnaires plus élevés l'année avant leur éviction. Des tests complémentaires semblent montrer que la performance et les caractéristiques des firmes ne suffisent pas à expliquer les résultats obtenus. Au contraire, ces analyses vont dans le sens d'une action délibérée des managers sur les chiffres comptables. L'étude de Reitenga et Tearney (2003) porte sur les changements planifiés de dirigeants. En étendant l'horizon d'analyse aux quatre années qui précèdent le départ, ils observent que les *accruals*

discrétionnaires sont plus élevés lorsque le dirigeant garde un mandat d'administrateur après le changement. La présence d'investisseurs institutionnels exacerbe aussi la gestion du résultat. À l'inverse, des facteurs de gouvernance, comme l'indépendance du conseil d'administration et du comité d'audit, ou l'actionnariat du dirigeant, tendent à l'atténuer.

Les travaux de Murphy et Zimmermann (1993) ne semblent pas confirmer cette analyse et, selon eux, les variables comptables sont davantage déterminées par la faible performance de l'entreprise que par la volonté des dirigeants. Les résultats obtenus par Pourciau (1993) sur un échantillon de départs non planifiés sont également mitigés. Contrairement à l'hypothèse formulée, les *accruals* discrétionnaires sont négatifs en N-1, année qui précède le changement de dirigeant. Néanmoins, dans la mesure où les *accruals* discrétionnaires sont positifs en N-2, l'auteure évoque le problème d'horizon temporel, selon lequel les managers ont peut-être entrepris la gestion du résultat dès N-2, les difficultés devenant impossibles à masquer en N-1. En Australie, Wells (2002) ne constate pas d'*accruals* anormalement positifs durant l'année N-1. Enfin, en Grande-Bretagne, Conyon et Florou (2006) n'observent pas de restriction des dépenses de recherche et développement antérieures à un changement de dirigeant. En définitive, les travaux empiriques relatifs à la gestion du résultat avant le départ du dirigeant ne font pas l'objet d'un consensus.

2. Les hypothèses de recherche

Nous supposons tout d'abord, conformément aux études antérieures (Murphy et Zimmerman, 1993 ; Dechow et Sloan, 1991 ; Guan et *al.*, 2005 ; Reitenga et Tearney ; 2003), que les dirigeants ont tendance à gérer le résultat comptable à la hausse avant leur remplacement. Ce résultat est attendu quelle que soit la nature du départ. Dans le cas de départ planifié, le dirigeant constate la réduction de son horizon temporel et est incité à prendre des décisions à

court terme, en particulier de manière à maximiser le résultat comptable (Pourciau, 2003). Dans le cas d'un départ non planifié, le dirigeant qui souhaite conserver son poste a, lui aussi, tout intérêt à présenter des résultats comptables flatteurs.

Hypothèse 0 : Le dirigeant a tendance à gérer le résultat comptable à la hausse avant son départ

La nature du départ, planifié ou forcé, peut bien sûr influencer significativement les motivations des dirigeants. Dans le cas d'un départ forcé, celui-ci est souvent lié à la faiblesse des performances de l'entreprise. On peut donc s'attendre à une incitation à la gestion haussière du résultat plus forte que dans le cas d'un départ planifié (Murphy et Zimmerman, 1993 ; Wells, 2002).

Hypothèse 1 : Devant l'éventualité d'un congédiement, le dirigeant est davantage incité à gérer à la hausse le résultat avant son départ qu'en cas de changement prévu

Par ailleurs, le dirigeant peut avoir des motivations différentes selon son âge, son expérience dans le poste et ses aspirations dans l'entreprise après le changement. Engel et al. (2003) observent que la probabilité de départ forcé décroît avec l'âge du dirigeant. Par conséquent, on peut supposer que plus le dirigeant est jeune, plus il sera tenté d'embellir la situation pour préserver sa réputation et assurer son avenir.

Hypothèse 2 : Plus le dirigeant est âgé, moins il est incité à gérer le résultat avant son départ

De même, Shen (2003) remarque que beaucoup de dirigeants perdent leur poste en moins de trois ans. Le dirigeant nouvellement nommé se trouve donc dans une situation d'insécurité. Ce contexte d'insécurité est propice à la gestion du résultat. À l'inverse, on peut penser que l'incitation à la gestion du résultat décroît lorsque la durée du mandat augmente.

Hypothèse 3 : Plus la durée du mandat du dirigeant est longue, moins il est incité à gérer le résultat avant son départ

Par ailleurs, l'incitation à la gestion du résultat peut être supérieure lorsque le dirigeant souhaite conserver un poste d'administrateur au sein de l'entreprise (Reitenga et Tearney, 2003).

Hypothèse 4 : Le dirigeant qui conserve un poste d'administrateur au sein de l'entreprise est plus incité à gérer le résultat avant son départ

Les dirigeants détenteurs de *stock-options* peuvent aussi être incités à gérer à la hausse les résultats afin d'influencer le cours des actions et lever leurs options. Selon les circonstances, et afin de maximiser sa plus-value, le dirigeant est incité à diminuer le résultat avant l'attribution de *stock-options*, ou au contraire à augmenter le résultat avant de les exercer (Aboody et Kasznik, 2000). Dans le cas présent, nous nous intéressons uniquement, dans l'optique du départ du dirigeant, à l'exercice des *stock-options*. À cet égard, l'incitation des dirigeants à agir sur les résultats lorsqu'ils détiennent des *stock-options* a été mise en évidence par Bergstresser et Philippon (2006) et Burns et Kedia (2006).

Hypothèse 5 : Le dirigeant qui détient des options de souscription d'actions est davantage incité à gérer le résultat avant son départ

De même, lorsque les dirigeants sont actionnaires, ils peuvent être incités, selon la théorie de l'enracinement, à agir dans leur intérêt au détriment des actionnaires minoritaires (Fama et Jensen, 1983). En particulier, dans cette hypothèse, les dirigeants actionnaires en place sont incités à gérer les résultats afin d'en retirer des bénéfices privés.

Hypothèse 6 : Le dirigeant actionnaire est davantage incité à gérer le résultat avant son départ

3. Les échantillons et la méthodologie de l'étude empirique

3.1. Les échantillons

L'étude empirique porte sur un échantillon d'entreprises françaises cotées. Nous avons sélectionné des sociétés non financières⁴ de l'indice SBF250. L'analyse porte sur les comptes consolidés des entreprises entre 2000 et 2005. Les données comptables sont issues des bases de données *Reuters*, *Factset* et des rapports annuels des sociétés⁵. L'étude nécessite en fait deux échantillons différents : l'échantillon des sociétés ayant connu un changement de dirigeant et l'échantillon de contrôle.

- *L'échantillon des sociétés ayant connu un changement de dirigeant*

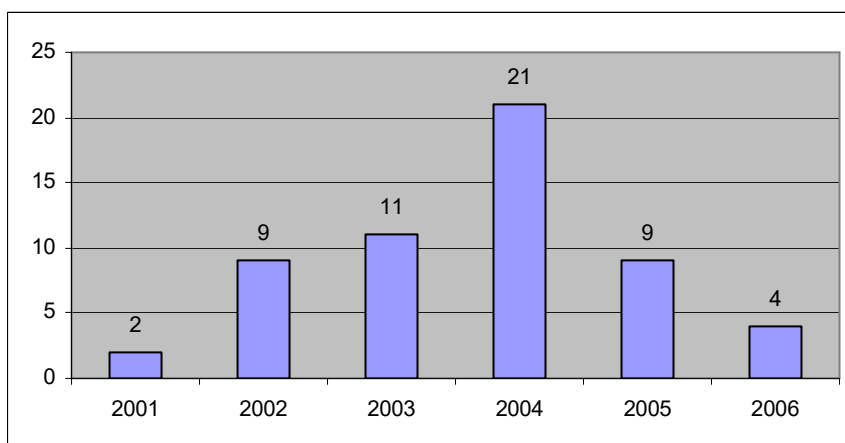
Au total, de 2000 à 2005, 56 sociétés ayant connu un changement de dirigeant ont été étudiées⁶. Afin de déterminer précisément la date du renouvellement, nous avons recherché le responsable du document de référence, qui est censé se porter garant des choix comptables de sa société. L'exercice N du changement se caractérise donc par un nouveau responsable du document de référence par rapport à l'exercice N-1. La répartition temporelle des changements de dirigeants est proposée sur la figure 1.

⁴ Les sociétés financières (banques, sociétés d'assurance) et immobilières ont été exclues de l'échantillon en raison de leurs spécificités comptables.

⁵ Les données issues des rapports annuels ont permis de compléter les informations manquantes dans *Reuters*.

⁶ Deux sociétés, Arcelor et Valeo, dont certaines données de 2000 ou antérieures n'étaient pas accessibles, ont été exclues. La société Vivendi fait l'objet de deux changements sur la période. La liste des sociétés retenues est détaillée en annexe 1.

Figure 1 – Année N de changement de dirigeant des sociétés étudiées



Par ailleurs, afin de préciser l'analyse, les entreprises ont été réparties en 6 secteurs d'activité suivant la classification retenue par la base de données *Reuters*. La répartition sectorielle des firmes de l'échantillon est la suivante :

	<i>Nombre de firmes</i>
1- Matières premières, énergie et eau	8
2- Industrie	15
3- Biens de consommation	3
4- Santé	2
5- Services-Communication	20
6- Technologie	<u>8</u>
Total	56

- *L'échantillon de contrôle*

L'échantillon de contrôle comprend lui 180 sociétés, issues également de l'indice SBF250. Les sociétés de l'échantillon de changement de dirigeants ont été retirées de l'échantillon de contrôle. Sous réserve de l'absence de sociétés financières et des sociétés ayant fait faillite, l'échantillon de contrôle est représentatif de la population des sociétés françaises durant cette période⁷.

⁷ La liste des sociétés de l'échantillon de contrôle est détaillée en annexe 2.

Le tableau 1 présente, pour l'échantillon d'étude et l'échantillon de contrôle, l'évolution entre 1998 et 2007 de deux indicateurs de rentabilité : la rentabilité des capitaux propres (ROE) et l'évolution du cours boursier. Pour ces deux indicateurs, on constate que la rentabilité des firmes de l'échantillon d'étude est inférieure à celle des firmes de l'échantillon de contrôle sur la période étudiée, à part l'évolution des cours boursiers des années 1998, 1999 et 2006 et 2007. Cette observation vient du fait que pour une partie des sociétés étudiées, le changement de dirigeant s'explique par la faiblesse des performances.

Tableau 1 – Rentabilité des firmes des échantillons d'étude et de contrôle (en %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Moyen -ne
ROE médian de l'échantillon de contrôle	13,75	13,84	13,16	12,67	13,15	13,33	14,08	13,59	13,13	13,32	13,40
ROE médian de l'échantillon d'étude	11,59	10,66	10,98	10,06	9,17	8,15	12,50	12,10	11,91	12,95	11,01
Médiane de l'évolution des cours boursiers de l'échantillon de contrôle	14,57	17,04	5,76	-8,52	-14,58	25,69	24,09	32,39	16,53	-0,45	11,25
Médiane de l'évolution des cours boursiers de l'échantillon d'étude	21,15	32,50	-13,46	-20,55	-27,35	15,10	7,50	19,49	18,77	4,65	5,78

3.2. La mesure de la gestion du résultat

Pour l'étude de la gestion du résultat à partir des décisions comptables, le montant des *accruals*, différence entre le bénéfice net et les flux de trésorerie d'exploitation (*cash-flow*), apparaît comme la variable la plus pertinente. Les *accruals* regroupent les éléments calculés et décalés du résultat : production immobilisée, amortissements et provisions, variation du besoin en fonds de roulement. Ces postes constituent des instruments privilégiés de gestion du résultat, car les dirigeants disposent d'une certaine latitude dans leur évaluation. Les mesures de la gestion du résultat à partir des *accruals* consistent à extraire des *accruals* totaux la partie laissée à la discrétion des dirigeants (*accruals* discrétionnaires).

3.2.1. Calcul des accruals totaux

Les *accruals* totaux ont été calculés de la façon suivante :

$$\text{Accruals totaux} = \text{Résultat net} - \text{Flux de trésorerie d'exploitation.}$$

Le montant total des *accruals* $AT_{i,t}$ de la firme i pour l'année t a été normalisé à travers le rapport $ATN_{i,t} = AT_{i,t} / A_{i,t-1}$, où $A_{i,t-1}$ est le montant total de l'actif de la firme i pour l'année $t-1$. L'étude des *accruals* totaux normalisés des entreprises de notre échantillon de contrôle montre que ces *accruals* sont en moyenne négatifs⁸.

3.2.2. Le modèle général d'extraction des accruals discrétionnaires

Le modèle général s'inspire de celui développé par Jones (1991) complété par Dechow (1994). Cependant, les amortissements ont été éliminés des *accruals* totaux car (i) leur manipulation apparaît difficile (Beneish, 1998) et (ii) leur taux est très variable d'un secteur à l'autre. D'ailleurs, plusieurs recherches récentes, notamment depuis les travaux de Teoh et al. (1998), ne retiennent que la composante à court terme des *accruals*, c'est-à-dire la variation du besoin en fonds de roulement, pour le calcul des *accruals* discrétionnaires. Il n'a été retiré que les amortissements afin de conserver les provisions parmi les *accruals*, dans la mesure où il existe une certaine latitude en matière d'évaluation des provisions. Les *accruals* retenus comprennent donc essentiellement la variation du besoin en fonds de roulement et la variation des provisions d'exploitation.

Le modèle de base d'estimation des *accruals* d'une entreprise i pour l'année t est le suivant :

$$ATSA_{i,t} / A_{i,t-1} = c + a \Delta CA_{i,t} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

où :

⁸Les résultats, compris entre -6.50% et -4.79%, sont comparables à ceux obtenus par Chalmers et Dumontier (1996) et Jeanjean (2001) qui trouvent des valeurs respectives de -4,12% et -2,75%.

$ATSA_{i,t}$ est le montant total des *accruals* totaux (hors dotations aux amortissements) de la firme i pour l'année t ;

$A_{i,t-1}$ est le montant total de l'actif net de la firme i en fin d'année $t-1$;

$\Delta CA_{i,t}$ est égal à 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 ;

a et c sont des paramètres à déterminer;

$\varepsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur de la régression.

$\varepsilon_{i,t}$ correspond donc à une estimation des *accruals* discrétionnaires normalisés par l'actif de l'entreprise i pour l'année t . Il correspond en effet aux *accruals* non expliqués par l'activité « normale » de l'entreprise, comme ceux nécessaires à la variation du besoin en fonds de roulement ou aux dotations aux provisions.

3.2.3. Calcul des *accruals* discrétionnaires

Les coefficients a et c ont été estimés à partir de l'échantillon de contrôle, sur la période de référence 2002–2004. Pour l'estimation des *accruals* discrétionnaires, les données ont été normalisées par la valeur de l'actif afin d'éviter tout problème d'hétéroscédasticité. Les données extrêmes ont été exclues de la régression afin d'éviter une estimation biaisée des coefficients⁹. Le nombre total d'observations est ainsi ramené à 508 données : 180 entreprises sur 3 ans, auquel on ôte les données manquantes (20) et extrêmes (12).

Deux méthodes ont été utilisées pour mesurer les coefficients a et c . La première consiste à regrouper dans la régression toutes les observations de l'échantillon de contrôle sur la période

⁹ Les observations dont la valeur absolue en pourcentage de l'actif est supérieure à 30% pour les *accruals* et à 100% pour la variation du chiffre d'affaires ont été éliminées. Par exemple, en 2004 Bull a plus de 67% d'*accruals* totaux 2004/actif total 2003, Guyenne Gascogne accuse -122% de variation du CA normalisée.

2002-2004 (508 observations). La seconde consiste à effectuer des régressions par secteur d'activité (6 secteurs retenus) et donc à calculer des coefficients α_s et β_s pour chaque secteur d'activité ($S=1, \dots, 6$), conformément au modèle développé par DeFond et Jiambalvo (1994).

3.3. Les variables explicatives et les variables de contrôle

Nous présentons d'abord la démarche retenue pour opérer la distinction entre les départs forcés et les départs non forcés. Les principales caractéristiques de l'échantillon sont ensuite exposées. Une matrice de corrélation des variables permet de compléter cette présentation.

3.3.1. La distinction entre départs forcés et départs non forcés

Un examen détaillé des rapports annuels et des articles publiés dans la presse économique a permis de déterminer la nature du départ, forcé ou non. La révocation est rarement notifiée explicitement. La distinction entre départs forcés et départs non forcés retient une classification des changements de dirigeant inspirée de celles retenues par Farrell et Whidbee (2003) et Engel et *al.* (2003). Aussi, nous avons considéré comme forcés les départs où il apparaît que les dirigeants ont été poussés vers la sortie pour les raisons suivantes : faible performance, différend politique, changement de contrôle, scandale. C'est le cas, par exemple, pour les dirigeants de Bacou-Dalloz, Club Med, Eurotunnel, Rhodia, Canal Plus ou Vivendi. Certains départs font suite à des affaires financières (Otor) ou à des crises (Buffalo Grill) ayant entraîné des difficultés pour l'entreprise. D'autres sont liés à un désaccord politique au sein du conseil (Vinci) ou avec les actionnaires (Carrefour).

À l'inverse, les changements où il semble que le dirigeant soit parti de son propre gré constituent les départs non forcés : retraite, promotion interne ou externe, maladie, pas d'information. Le cas le plus fréquent est celui des départs en retraite ou en préretraite, comme pour les dirigeants des sociétés Gaumont, Cap Gemini, Air Liquide, ou Renault. Par

ailleurs, le renouvellement d'un dirigeant promu vers d'autres fonctions a aussi été classé parmi les départs non forcés. La promotion peut s'effectuer au sein du groupe (Eurodisney, GDF) ou à l'extérieur comme par exemple une responsabilité politique pour les dirigeants de France Télécom.

3.3.2. Les caractéristiques de l'échantillon

Afin d'opérationnaliser les variables explicatives et de contrôle des pratiques de gestion des résultats, nous avons utilisé :

- des données comptables issues de la base de données *Reuters*, *Factset* et des rapports annuels;
- des données sur le gouvernement d'entreprise issues des rapports annuels.

Les variables de contrôle sont relatives aux caractéristiques de la firme (taille, endettement, performance) et de sa structure de gouvernance (structure de l'actionnariat¹⁰, séparation des organes de contrôle et de direction, présence d'administrateurs indépendants). En effet, la théorie politico-contractuelle de la comptabilité, développée par Watts et Zimmerman (1986), suggère que la taille (coûts politiques) et l'endettement (coûts contractuels) influencent les politiques comptables des sociétés. Par ailleurs, Dechow et *al.* (1995) constatent que les modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires peuvent être mal spécifiés pour les firmes dont les performances sont extrêmes. La variable flux de trésorerie d'exploitation est donc introduite comme variable de contrôle, à l'instar de Jenkins et *al.* (2006) et Maijor et Vanstraelen (2006). L'opérationnalisation et les statistiques descriptives des variables en N-1 sont données dans le tableau 2.

¹⁰ Par exemple, Labelle et Schatt (2005) mettent en évidence une relation curvilinéaire entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière.

Tableau 2 – Opérationnalisation et statistiques descriptives des variables

Variables explicatives	Opérationnalisation	Médiane	Moyenne	Écart type
Nature du départ (DEP)	1 en cas de départ forcé 0 sinon	0	48,2 %	0.504
Âge du dirigeant (AGE)	Âge du dirigeant (en années)	58	57,3	7,50
Durée du mandat (DUR)	Durée du mandat du dirigeant (en années)	5	7,59	7,27
Situation ultérieure (SIT)	1 si le dirigeant conserve un poste d'administrateur après le changement 0 sinon	0	42,9 %	0,499
Détention de stock-options (OPT)	1 si le dirigeant détient des options de souscription d'actions 0 sinon	1	64,3 %	0,483
Contrôle par les dirigeants (DIR)	Pourcentage de droits de vote détenu par le dirigeant	0 %	5,50 %	0,136
Variables de contrôle	Opérationnalisation	Médiane	Moyenne	Écart type
Contrôle par les actionnaires (ACT)	Pourcentage de droits de vote détenu par les trois principaux actionnaires	51,8%	50,9 %	0,298
Séparation des organes de direction et de contrôle (SEP)	1 si structure avec un président du conseil d'administration séparé du directeur général ou structure avec conseil de surveillance et directoire 0 sinon	1	64,3 %	0,483
Contrôle par les administrateurs (ADM)	Pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil	42,9 %	43,3 %	0,259
Taille (TAIL)	Logarithme népérien de l'actif total de début d'exercice	21,7	21,7	2,04
Endettement (END)	Dettes financières à long terme de fin d'exercice, divisées par l'actif total de début d'exercice	17,7 %	21,1 %	0,193
Performance (FTE)	Flux de trésorerie d'exploitation de l'exercice, divisé par l'actif total de début d'exercice	5,50%	5,48 %	0,082

On constate tout d'abord un équilibre entre les départs forcés et les départs planifiés (48,2% contre 52,8 %) au sein de l'échantillon¹¹. L'âge moyen de départ est 57,3 ans (54,7 ans parmi les départs forcés contre 59,8 ans parmi les départs planifiés). Il apparaît par ailleurs que la probabilité de départ forcé décroît avec l'âge du dirigeant. Ainsi, les deux tiers des départs de dirigeants avant 52 ans sont forcés, alors que le pourcentage de départs forcés est de 56% entre 52 ans et 60 ans, et de 25% après 60 ans. Les dirigeants jeunes peuvent donc être plus incités à la gestion du résultat, ce qui va dans le sens de l'hypothèse H2.

La durée moyenne du mandat est 7,59 ans (5,30 ans parmi les départs forcés contre 9,72 ans parmi les départs planifiés). On constate que, dans 45% des cas (60% pour les départs forcés), cette durée est inférieure à 5 ans. Ce résultat indique combien les premières années de mandat sont décisives pour un dirigeant nouvellement nommé, qui aura plus tendance à embellir la situation de son entreprise, ce qui est cohérent avec l'hypothèse H3.

Après le changement, 42,9% conservent un poste d'administrateur au sein de l'entreprise (11% parmi les départs forcés et 72 % parmi les départs planifiés). Les dirigeants détiennent des options de souscription d'actions dans deux cas sur trois (64,3%) et en moyenne 5,5% du capital. En matière de concentration du capital, les trois principaux actionnaires possèdent en moyenne environ 50% des droits de vote. Par ailleurs, deux tiers des sociétés ont mis en place une séparation des organes de contrôle et de direction (64,3%). Enfin, le pourcentage moyen d'administrateurs indépendants au sein de l'échantillon est de 43,3 %. Il est plus élevé parmi les sociétés où le départ du dirigeant est planifié (48,2 %) que parmi celles où le départ est forcé (38,8 %).

¹¹ Le taux de départs forcés est largement supérieur à ceux obtenus aux États-Unis par Warner *et al.* (1988) et Engel *et al.* (2003)-respectivement 20% et 13,2%-. La conjoncture difficile du début des années 2000 constitue un élément d'explication au fort taux de départ forcés au sein de notre échantillon.

3.3.3. Matrice de corrélation des variables

La matrice des corrélations (coefficients de Pearson), présentée dans le tableau 3, montre logiquement un lien positif entre l'âge et la durée du mandat, et un lien négatif entre le départ forcé et le fait de rester comme administrateur. La durée du mandat est aussi positivement associée à l'actionnariat du dirigeant, lequel est négativement associé à la taille de l'entreprise. Par ailleurs, plusieurs variables de gouvernance sont corrélées. Par exemple, la concentration du capital est associée négativement avec la présence d'administrateurs externes et de *stock-options*.

4. Les résultats de l'étude empirique

La gestion du résultat par les dirigeants sortants ainsi que ses déterminants sont analysés dans cette partie. Les premières analyses comparent les *accruals* totaux et discrétionnaires des sociétés de l'échantillon en N-1 et N-2 avec ceux des firmes de l'échantillon de contrôle. Ensuite, l'analyse multivariée consiste à introduire les *accruals* discrétionnaires comme variable expliquée dans une régression multiple où les variables explicatives sont les facteurs évoqués précédemment.

4.1. Analyse des *accruals* totaux et discrétionnaires

4.1.1. Variation des *accruals* totaux et discrétionnaires des sociétés étudiées

La figure 2 permet de visualiser la moyenne des *accruals* totaux et discrétionnaires mesurés au sein de l'échantillon d'étude et de l'échantillon de contrôle pour les années entourant le changement de dirigeant, dont la dernière année de responsabilité est l'année N-1.

Tableau 3 - Matrice des corrélations (coefficients de Pearson)

	AD	VAD	DEP	AGE	DUR	SIT	OPT	DIR	ACT	SEP	ADM	TAIL	END	FTE
AD	1													
VAD	,243(**)	1												
DEP	-,055	,012	1											
AGE	,081	-,287(***)	-,339(***)	1										
DUR	,001	-,200(**)	-,306(***)	,432(***)	1									
SIT	,004	-,146	-,619(***)	,093	,289(***)	1								
OPT	,131	,027	-,027	-,183*	-,151	,118	1							
DIR	,003	-,013	-,170(*)	,223(**)	,516(**)	,234(**)	-,302(***)	1						
ACT	,069	,056	,089	-,108	-,077	-,113	-,368(***)	,197(**)	1					
SEP	-,005	-,020	-,027	,137	,159(*)	-,108	-,089	,044	-,037	1				
ADM	-,038	-,065	-,187(**)	,060	,099	,166(*)	,229(*)	-,080	-,456(***)	,002	1			
TAIL	-,054	-,166(*)	,147	,103	-,060	-,128	,006	-,406(***)	-,270(***)	,231(**)	,118	1		
END	-,171(*)	-,051	,172(*)	-,121	-,260(***)	-,138	-,182(*)	-,149	,057	-,008	-,220(**)	,191(**)	1	
FTE	-,365(***)	-,296(***)	-,012	,158(*)	,186(*)	,041	-,126	,096	,066	,042	,138	,240(**)	,094	1

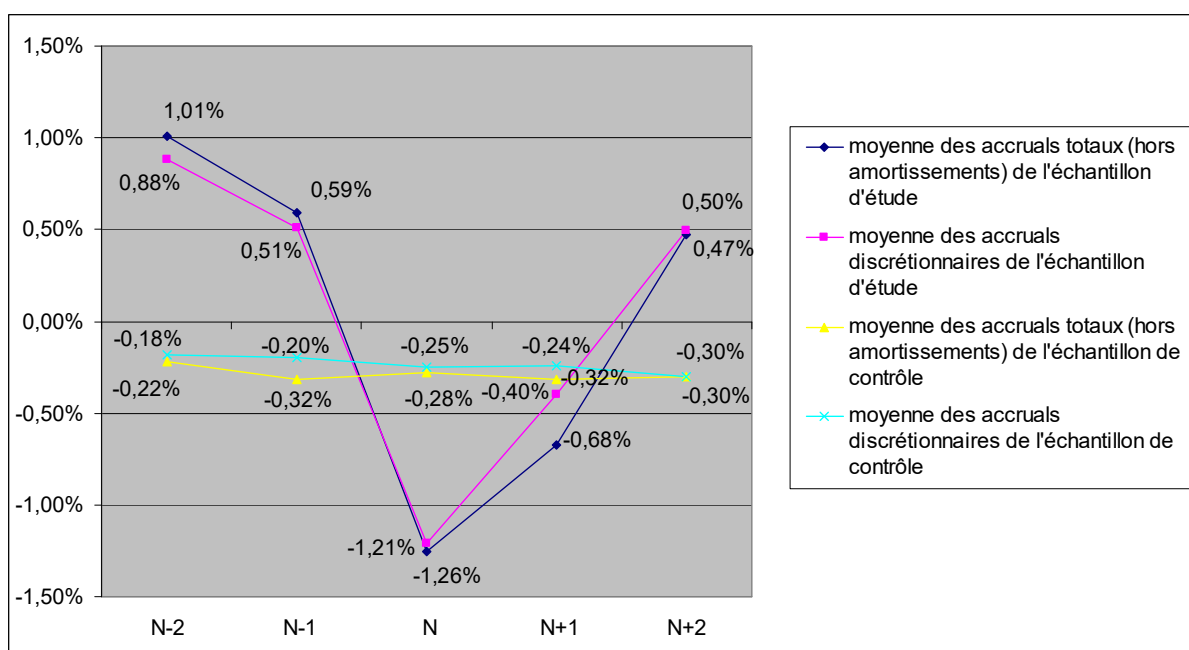
* La corrélation est significative au seuil de 10% (bilatéral).

** La corrélation est significative au seuil de 5% (bilatéral).

** La corrélation est significative au seuil de 1%(bilatéral).

Ce graphique indique une baisse des *accruals* l'année N du changement de dirigeant, mettant en valeur le phénomène de « big bath » lié au dirigeant entrant. Ce dernier tend à « liquider » un maximum de pertes durant l'exercice N de succession afin d'en faire assumer la responsabilité à son prédécesseur et repartir ensuite sur des bases saines en N+1. On remarque ainsi en N+1 que les *accruals* totaux et discrétionnaires retrouvent des valeurs proches de celles observées au sein de l'échantillon de contrôle.

Figure 2 – *Accruals totaux et discrétionnaires des sociétés étudiées et des sociétés de l'échantillon de contrôle*



4.1.2. Comparaison des accruals de l'échantillon avec ceux de l'échantillon de contrôle

La méthode consiste à comparer les *accruals* totaux et discrétionnaires de l'échantillon d'étude avec ceux de l'échantillon de contrôle durant les deux années N-1 et N-2 précédant le changement. Afin d'effectuer cette comparaison, les données de l'échantillon de contrôle ont été ajustées en fonction de la répartition temporelle et sectorielle observée au sein de l'échantillon de changements de dirigeants. Nous avons pondéré les *accruals* discrétionnaires de l'échantillon de contrôle en fonction des années des changements de dirigeants. Cette pondération des années de l'échantillon de contrôle est glissante en fonction des années de

changement de dirigeant des sociétés étudiées¹². Enfin, compte tenu de la spécificité des firmes de l'indice CAC 40 et de leur surreprésentation au sein de l'échantillon de changement de dirigeants (16 sur 56), nous avons séparé, au sein de l'échantillon de contrôle, les sociétés du CAC 40 des autres firmes. Les *accruals* discrétionnaires mesurés au sein des deux sous échantillons (CAC 40 et non CAC 40) ont ensuite été pondérés par les proportions de firmes CAC 40 (16/56) et non CAC 40 (40/56) observées au sein de l'échantillon d'étude.

On obtient ainsi des *accruals* discrétionnaires moyens attendus, calculés à partir l'échantillon de contrôle, pour les années N-1 et N-2, que l'on peut comparer avec les *accruals* discrétionnaires des sociétés étudiées (AD ou ADsect). Les *accruals* discrétionnaires sont en moyenne négatifs pour les sociétés de l'échantillon de contrôle et relativement stables pour les années N-1 et N-2. En revanche, les *accruals* discrétionnaires de l'échantillon des entreprises ayant connu un changement de dirigeant en N présentent des moyennes et des médianes positives en N-1 et N-2 (tableau 4).

Le test reporté dans le tableau 4 indique que les *accruals* discrétionnaires mesurés au sein de l'échantillon de changements de dirigeants sont systématiquement supérieurs à ceux de l'échantillon de contrôle, aussi bien pour la médiane que pour la moyenne. Si la différence entre les médianes n'est pas significative au seuil de 10%, la différence des moyennes avoisine les seuils de significativité de 5% en N-2 et de 10% en N-1. Les deux mesures des *accruals* discrétionnaires (AD et ADsect) conduisent à des résultats proches. Les résultats sont également significatifs lorsque l'on compare les *accruals* totaux hors dotations aux amortissements (ATSA). Ces résultats accréditent l'hypothèse H_0 , selon laquelle les firmes

¹² Par exemple, on observe au sein de l'échantillon d'étude que l'année N-1 qui précède le changement de dirigeant est répartie de la façon suivante : 11 en 2002, 21 en 2003 et 9 en 2004. Par conséquent, ces valeurs ont été utilisées pour pondérer les *accruals* discrétionnaires mesurés en 2002, 2003 et 2004 au sein de l'échantillon de contrôle. Ensuite, les *accruals* discrétionnaires de chaque secteur d'activité ont été pondérés par la proportion de firmes du secteur au sein de l'échantillon de changement de dirigeants (8/56 par exemple pour le secteur 1).

ayant changé de dirigeant présentent des *accruals* discrétionnaires, avant le départ du manager, plus élevés que celles n'ayant pas changé de dirigeant.

Tableau 4 - Test univarié de l'hypothèse de gestion des résultats antérieurs au changement de dirigeant

Variables	Échantillon de changements de dirigeant		Échantillon de contrôle		z- test significatif à (valeur de p unilatéral)	
	56 observations		508 observations		Médiane	Moyenne
	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne		
ATSA (N-2)	0,29 %	1,01 %	-0,32 %	-0,22 %	18,9 %	3,81 %
ATSA (N-1)	0,22 %	0,59 %	-0,40 %	-0,32 %	16,9 %	7,97 %
AD (N-2)	0,24 %	0,88 %	-0,35 %	-0,18%	18,8 %	5,59 %
AD (N-1)	0,17 %	0,51 %	-0,32 %	-0,20 %	22,1 %	13,2 %
ADsect (N-2)	0,27 %	1,00 %	-0,32 %	-0,18 %	19,4 %	4,25 %
ADsect (N-1)	0,22 %	0,76 %	-0,29 %	-0,17 %	21,9 %	7,89 %

ATSA est le montant total des *accruals* totaux (hors dotations aux amortissements), AD est le montant des *accruals* discrétionnaires calculé à partir du modèle global, ADsect est le montant des *accruals* discrétionnaires calculé à partie du modèle sectoriel

4.2. L'étude des variables explicatives

4.2.1. Présentation des modèles explicatifs

Le principe des modèles explicatifs est de régresser les *accruals* discrétionnaires (régression 1) et totaux (régression 2) par rapport aux variables explicatives et de contrôle. La régression 2 permet de vérifier ainsi les résultats obtenus indépendamment de la mesure des *accruals* discrétionnaires. Les régressions sont effectuées en regroupant les données des années N-1 et N-2 qui précèdent le changement de dirigeant :

$$AD_{i,t} = a + b. DEP_{i,t} + c. AGE_{i,t} + d. DUR_{i,t} + e. SIT_{i,t} + f. OPT_{i,t} + g. DIR_{i,t} + h. ACT_{i,t} + j. SEP_{i,t} + k. ADM_{i,t} + l. TAIL_{i,t} + m. END_{i,t} + n. FTE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Régression 1)}$$

$$ATSA_{i,t} = a + b. DEP_{i,t} + c. AGE_{i,t} + d. DUR_{i,t} + e. SIT_{i,t} + f. OPT_{i,t} + g. DIR_{i,t} + h. ACT_{i,t} + j. SEP_{i,t} + k. ADM_{i,t} + l. TAIL_{i,t} + m. END_{i,t} + n. FTE_{i,t} + o. \Delta CA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Régression 2)}$$

Variables expliquées

$AD_{i,t}$ est le montant des *accruals* discrétionnaires de la firme i durant l'exercice t ($t=N-1, N-2$);

$ATSA_{i,t}$ est le montant des *accruals* totaux de la firme i durant l'exercice t ($t=N-1, N-2$);

Variables explicatives

$DEP_{i,t}$ est égal à 1 en cas de départ forcé, et à 0 sinon;

$AGE_{i,t}$ est l'âge en années du dirigeant de la firme i à la date t ;

$DUR_{i,t}$ est la durée en années du mandat du dirigeant de la firme i à la date t ;

$SIT_{i,t}$ est égal à 1 si le dirigeant de la firme i conserve un poste d'administrateur après le changement, 0 sinon;

$OPT_{i,t}$ est égal à 1 si le dirigeant de la firme i bénéficie d'options de souscription d'actions, 0 sinon;

$DIR_{i,t}$ est le pourcentage de droits de vote détenu par le dirigeant.

Variables de contrôle

$ACT_{i,t}$ est le pourcentage de droits de vote détenu par les trois principaux actionnaires;

$SEP_{i,t}$ est égal à 1 si les organes de contrôle et de gestion sont séparés, 0 sinon;

$ADM_{i,t}$ est le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil de direction;

$TAIL_{i,t}$ est le logarithme népérien du total de l'actif en début d'exercice t ;

$END_{i,t}$ est le rapport dettes financières long terme en fin d'exercice t divisé par l'actif total en début d'exercice;

$FTE_{i,t}$ est le montant des flux de trésorerie d'exploitation de la firme i de l'exercice t divisé par l'actif total de début d'exercice.

$\Delta CA_{i,t}$ est égal à la variation du chiffre d'affaires entre $t-1$ et t divisée par l'actif total en début d'exercice.

4.2.2. Les résultats des modèles de régression

Après l'élimination des données aberrantes, les régressions sont menées sur 108 observations¹³. Les régressions 1 et 2 retiennent les *accruals* discrétionnaires (AD) et totaux (ATSA) comme variables expliquées. Par ailleurs, nous avons régressé la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires (variable VAD) par rapport aux variables explicatives (régression 3). Les résultats de ces régressions sont présentés dans le tableau 5. L'analyse des facteurs d'inflation de la variance (inférieurs à 2,6) ne révèle pas de problème de multi colinéarité. Les résultats obtenus à partir des *accruals* discrétionnaires et des *accruals* totaux sont très voisins.

L'analyse des régressions 1 et 2 fournit des enseignements sur les facteurs explicatifs des *accruals* discrétionnaires des firmes avant un changement de dirigeant. Tout d'abord, la performance apparaît comme un déterminant essentiel de la politique comptable du dirigeant sortant. En particulier, la tendance à gérer à la hausse les *accruals* est d'autant plus forte que les flux de trésorerie sont faibles, le coefficient de la variable FTE est significatif au seuil de 1% dans les régressions 1 et 2. Dans ce cas, les *accruals* discrétionnaires peuvent être perçus comme un moyen de compenser la faiblesse des flux de trésorerie et d'améliorer le résultat comptable. Ces résultats sont en accord avec ceux obtenus par Yoon et Miller (2002).

Par ailleurs, les dirigeants détenant des *stock-options* sont incités à gérer à la hausse le résultat durant les années qui précèdent leur départ (le coefficient de la variable OPT est positif et significatif dans les régressions 1 et 2), conformément à l'hypothèse H₅. De manière cohérente, il est intéressant de remarquer que le pourcentage de droits de vote détenus par le dirigeant (variable DIR) est associé positivement à la gestion du résultat, en accord l'hypothèse H₆. Cependant, le fait que cette variable ne soit pas significative semble indiquer

¹³ Les résultats obtenus en retenant la variable ADsect comme variable expliquée sont proches de ceux obtenus avec la variable AD. Par conséquent, seuls ces derniers sont présentés.

que la détention de *stock-options* est plus spéculative, et incite davantage à la gestion à court terme que le poids dans l'actionnariat, dont l'horizon de performance est plus long.

Tableau 5 - Tests de régression des hypothèses de gestion des résultats

		Régression 1	Régression 2	Régression 3
Variables		AD n=108	ATSA n = 108	VAD n = 108
		R ² = 13,1 %	R ² = 20,0 %	R ² = 11,2 %
Cte	Signe attendu	- 16,79**	-19,067**	14,685**
DEP	+	- 0,024	0,005	- 1,866**
AGE	-	0,120*	0,124*	- 0,141***
DUR	-	0,012	- 0,004	- 0,063
SIT	+	- 0,218	- 0,787	- 1,911**
OPT	+	1,640 *	2,006*	- 0,243
DIR	+	2,263	3,226	3,616
ACT	-	4,05**	4,42**	- 0,319
SEP	-	-0,477	-0,309	0,039
ADM	-	1,141	1,487	- 0,181
TAIL	-	0,407	0,462*	- 0,028
END	+	- 0,019	- 0,020	- 0,014
FTE	-	- 0,210***	- 0,217***	- 0,069*
ΔCA	+		0,088***	

Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

AD est le montant des *accruals* discrétionnaires, ATSA est le montant des *accruals* totaux, VAD est le montant des *accruals* discrétionnaires en valeur absolue, DEP est égal à 1 en cas de départ forcé, et à 0 sinon, AGE est l'âge en années du dirigeant, DUR est la durée en années du mandat du dirigeant, SIT est égal à 1 si le dirigeant conserve un poste d'administrateur après le changement, 0 sinon, OPT est égal à 1 si le dirigeant bénéficie d'options de souscription d'actions, 0 sinon, DIR est le pourcentage de droits de vote détenu par le dirigeant, ACT est le pourcentage de droits de vote détenu par les trois principaux actionnaires, SEP est égal à 1 si les organes de contrôle et de gestion sont séparés, 0 sinon, ADM est le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil de direction, TAIL est le logarithme népérien du total de l'actif en début d'exercice, END est le rapport dettes financières long terme en fin d'exercice divisé par l'actif total en début d'exercice, FTE est le montant des flux de trésorerie d'exploitation de l'exercice divisé par l'actif total de début d'exercice. ΔCA est égal à la variation du chiffre d'affaires divisée par l'actif total en début d'exercice.

Si la nature du départ (H_1 , variable DEP), la durée du mandat (H_3 , variable DUR) et le fait de conserver un poste d'administrateur après le changement (H_4 , variable SIT) n'ont pas d'impact significatif sur le montant des *accruals* discrétionnaires, l'âge l'est au seuil de 10% dans les régressions 1 et 2. Contrairement à la formulation de l'hypothèse H_2 , plus le dirigeant est âgé, plus le montant de la gestion du résultat est important. Si un dirigeant plus âgé craint moins pour sa réputation, il connaît aussi probablement mieux la présentation des comptes, et peut être plus tenté d'afficher des résultats flatteurs en cas de performances insuffisantes. Ce n'est pas la connaissance de l'entreprise elle-même qui influence les *accruals* (la durée du mandat, H_3 , n'est pas une variable validée significativement) mais bien l'âge du dirigeant, et donc vraisemblablement son expérience. Une régression sur la valeur absolue des *accruals*¹⁴ souligne que, si l'influence de l'âge sur les *accruals* est positive, leur variabilité est plus forte chez les dirigeants plus jeunes, et probablement moins expérimentés (significatif au seuil de 1%).

4.2.3. Analyses de sensibilité et tests complémentaires

Afin d'approfondir l'analyse, nous avons effectué plusieurs analyses de sensibilité. Tout d'abord, afin de tester l'incidence des effets temporels (l'année N-2 ou N-1), sectoriels (secteurs 1 à 6), et d'appartenance à l'indice CAC 40, des variables dichotomiques ont été introduites. Pour chacun de ces tests de sensibilité, les variables sont non significatives et ne modifient pas les résultats obtenus précédemment.

Ensuite, la non prise en compte de la performance dans le modèle de mesure peut conduire à une mauvaise spécification de ce modèle pour les valeurs de performance extrêmes. Afin de s'assurer que ce problème n'a pas d'influence sur les résultats obtenus, nous avons procédé à

¹⁴ Afin d'évaluer la qualité des résultats comptables, plusieurs auteurs ont utilisé comme mesure la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires (Aboody et al., 2006 ; Jenkins et al., 2006 ; Maijoor et Vanstraelen, 2006). Cet indicateur permet d'évaluer l'intensité de la gestion du résultat, indépendamment de son sens.

une analyse de sensibilité en retirant les observations dont les flux de trésorerie (en valeur absolue) sont supérieurs à 15 et 20%. Il apparaît que les variables explicatives significatives sont inchangées.

Afin d'évaluer la qualité des résultats comptables, plusieurs auteurs ont utilisé comme mesure la valeur absolue des accruals discrétionnaires (Aboody et *al.*, 2006 ; Jenkins et *al.*, 2006 ; Maijoor et Vanstraelen, 2006). Cet indicateur permet d'évaluer l'intensité de la gestion du résultat, indépendamment de son sens¹⁵. L'intensité de la gestion du résultat est moindre lorsque les dirigeants conservent un poste d'administrateur au sein de l'entreprise (le coefficient de la variable SIT dans la régression 3 est négatif et significatif). Ce résultat, différent de celui obtenu par Reitenga et Tearney (2003), semble s'expliquer par le contexte particulier de l'étude. En effet, dans le cadre de notre recherche, plusieurs changements correspondent à une transition du dirigeant sortant vers un poste de président de l'organe de contrôle. Dans ce cas, le changement est souvent initié par le dirigeant sortant, lequel est peu incité à adopter une politique comptable agressive. Enfin, l'intensité de la gestion du résultat est plus forte en cas de départ planifié qu'en cas de départ forcé (variable DEP). L'anticipation du départ par le dirigeant peut expliquer cette politique comptable plus agressive.

Conclusion

Notre recherche vise à étudier empiriquement les pratiques comptables au sein des entreprises durant les exercices qui précèdent un changement de dirigeant. À partir d'un échantillon de 56 changements de dirigeant au sein d'entreprises françaises cotées entre 2000 et 2005, nous

¹⁵ Les résultats sont présentés dans la régression 3 du tableau 5.

étudions la nature et les facteurs explicatifs des choix comptables effectués par le dirigeant sortant. Tout d'abord, afin d'étudier les stratégies comptables des dirigeants sortants, nous avons construit un échantillon de contrôle représentatif (sur le plan temporel et sectoriel) de l'échantillon de changements de dirigeants. Cette méthode nous semble appropriée pour tenir compte de l'influence de la conjoncture sur les *accruals*. En comparant les *accruals* discrétionnaires mesurés au sein des deux échantillons, il apparaît que les dirigeants sortants ont tendance à gérer à la hausse les résultats durant les deux exercices qui précèdent leur départ.

Le premier apport de cette recherche est de souligner clairement qu'au-delà du contexte de faible performance, les caractéristiques du dirigeant et de gouvernance influencent son horizon de gestion et ses décisions comptables. En particulier, un dirigeant qui détient des *stock-options* sera plus enclin à gérer le résultat à la hausse avant son départ. De plus, on constate une relation positive entre l'âge des dirigeants et le montant des *accruals*. L'influence des caractéristiques du dirigeant sur les politiques comptables a été peu étudiée auparavant et devrait faire l'objet de travaux complémentaires. Plusieurs prolongements peuvent être envisagés. Tout d'abord, d'autres facteurs explicatifs pourraient être intégrés comme, par exemple, l'ancienneté du dirigeant, tous postes confondus, au sein de l'entreprise. Ensuite, on peut étendre l'analyse aux choix comptables opérés par le dirigeant entrant.

D'autre part, l'originalité de cette recherche est d'étudier un contexte bien particulier sur le marché français. En effet, durant la période 2000-2005, les structures de gouvernance des sociétés françaises ont beaucoup évolué suite aux recommandations des rapports Viénot et Bouton. En particulier, le fait que plusieurs changements soient associés avec une évolution du mode de gouvernance où l'ancien dirigeant reste au sein de la structure, atténue les

incitations à la gestion du résultat. Ce résultat, différent de celui obtenu par Reitenga et Tearney (2003) aux États-Unis, montre l'influence du contexte sur les choix comptables.

Bibliographie

Aboody, D., Hugues J. et Liu J. (2005), « Earnings Quality, Insider Trading and Cost of Capital », *Journal of Accounting Research*, vol. 43, p. 651-673.

Aboody, D. et Kasznik, R. (2000), « CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n°1, p. 73-100

Arya A., Glover J., et Sunder S. (1998), « Earnings Management and The Revelation Principle », *Review of Accounting Studies* 3, p. 7-34.

Beneish M. (1998), « Discussion of “Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?” », *Review of Accounting Studies*, vol.3, n°1 et 2, p. 209-221.

Bergstresser D. et Philippon T. (2006), « CEO Incentives and Earnings Management », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n°3, p. 511-529.

Burns N. et Kedia S. (2006), « The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting », *Journal of Financial Economics*, vol.79, n°1, p. 35-67.

Chalayer S. et Dumontier P. (1996), « Performance économique et manipulations comptables : une approche empirique », in *Comptabilité et développement*, 17^e congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Valenciennes, p. 803-818.

Conyon M. et Florou A. (2006), « The Pattern of Investment Surrounding CEO Retirements: UK evidence », *The British Accounting Review*, vol. 38, p. 299-319.

Coughlan A.T et Smith R.M. (1985), « Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance : an Empirical Investigation », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, p. 43-66.

Dechow P. (1994), « Accounting Earnings and Cash-Flows as Measures of Firm Performance : The Role of Accounting Accruals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, p. 3-42.

Dechow P. et Sloan R. (1991), « Executives Incentives and the Horizon Problem : An Empirical Investigation », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, p. 51-89.

Dechow P., Sloan R. et Sweeney A. (1995), « Detecting Earnings Management », *The Accounting Review*, vol.70 (2), p. 193-225.

DeFond M. et Jiambalvo J. (1994), « Debt-Covenant Violations and Manipulation of Accruals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, p. 145-176.

Dherment-Férère I. (1999), « Changements de dirigeant et richesse des actionnaires : une analyse explicative multivariée », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 2, p. 71-97.

Engel E., Hayes R. et Wang X. (2003), « CEO Turnover and Properties of Accounting Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, p. 197-226.

Fama E. et Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin, p. 301-326.

- Farrell K. et Whidbee D. (2003), « Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, p. 165-196.
- Finet A. et Labelle R. (2004), « Les facteurs de changement des dirigeants : une étude empirique sur le NASDAQ », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 7, p. 233-251.
- Fudenberg D. et Tirole J. (1995), « A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents », *The Journal of Political Economy*, vol.103, n°1, pp 75-93.
- Guan L., Wright C.J. et Leikam S.L. (2005), « Earnings Management and Forced CEO Dismissal », *Advances in Accounting*, vol.21, p. 61-81.
- Hermalin B. et Weisbach M. (1998), « Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO », *American Economic Review*, vol. 88, p. 96-118.
- Jeanjean T. (2001), « Contribution à l'analyse de la gestion du résultat des sociétés cotées », 22e Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Metz.
- Jenkins D., Kane G. et Velury U. (2006), « Earnings Quality Decline and the Effect of Industry Specialist Auditors: An Analysis of the Late 1990s », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 25, p. 71-90.
- Jones J. (1991), « Earnings Management during Import Relief Investigations », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, p. 193-228.
- Labelle R. et Schatt A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 8, p. 77-104.
- Lucier, C., Kocourek, P. et Habel, R. (2006), « CEO Succession 2005, the Crest of the Wave », *Strategy+Business* n°43.
- Maijoor S. et Vanstraelen A. (2006), « Earnings Management within Europe: the Effects of Member State Audit Environment, Audit Firm Quality and International Capital Markets », *Accounting and Business Research*, vol. 36, n°1, pp-169-193.
- Murphy K. et Zimmerman J. (1993), « Financial Performance Surrounding CEO Turnover », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 33-52.
- Pourciau S. (1993), « Earnings Management and Nonroutine Executive Changes », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 317-336.
- Reitenga A. et Tearney M. (2003), « Mandatory CEO Retirements, Discretionary Accruals, and Corporate Governance Mechanisms », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol.18, p. 255-279.
- Shen W. (2003), « The Dynamics of the CEO-Board Relationship: An Evolutionary Perspective », *Academic Management Review*, vol.18, p. 255-279.
- Teoh S., Welch I. et Wong T. (1998), « Earnings Management and the Long Run Market Performance of Initial Public Offerings », *The Journal of Finance*, vol. 53, n°6, p.1935-1974.
- Warner J, Watts R. et Wruck K (1988), « Stock Prices and Top Management Changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 461-492.
- Watts R. et Zimmerman J. (1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Weisbach M.S. (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 432-460.

Wells P. (2002), « Earnings Management Surrounding CEO Changes », *Accounting and Finance*, vol. (42), pp-169-193.

Annexes

A NOVO SA	Havas
Accor SA	Hubwoo
Air Liquide	IMS
Alstom	Info Vista
Altran Tech	Ingenico
Bacou Dalloz	Lafarge
Bongrain SA	Lagardere
Buffalo Grill	Medidep
Bull	NRJ Group
Canal Plus SA	Onet
Cap Gemini SA	Otor
Carrefour	PPR
Casino	Remy Cointreau
Club Med	Renault SA
Cofiroute	Rexel
EDF	Rhodia SA
Eramet	Samse NV
Esso S A F	Sanef
Euro Disney SCA	Schneider Electr
Eurotunnel	SR Téléperformance
Evalis	STMicroelectron
France Tlcm	THOMSON
Gascogne	Unilog
Gaumont	Vallourec
Gaz de France	Vinci
Gemplus	Vivendi
Go Sport	Wavecom
Groupe Partouche	

Annexe 1. Nom des sociétés ayant connu un changement de dirigeant pendant la période

Aeroports Paris	Eiffage	LaCie Group SA	Rallye SA
Afone	Entrpse Cntrctng	Lafuma	Robertet
AIR France-KLM	Essilor Intl	Lambert dur Chan	Rodriguez Group
Alain Afflelou	Etam Develop	Latecoere	Rubis
Alcatel-Lucent	Euro Aero Def Sp	Laurent-Perrier	Safran
Ales Groupe	Euro Scientific	Lectra	Saft Groupe
Alten	Eutelsat Com	Legrand	Saint Gobain
Arcelor Mittal	Exel Industries	LINEDATA Service	Sanofi-Aventis
Archos	Faiveley SA	LISI	SEB
Areva	Faurecia	Locindus	Seche Environ
Arkema	Fimalac	L'Oreal	Sechillienne-Sid
Arkopharma	Fininfo	Lucia	SES SA
Assystem	Fleury Michon	LVMH	SII
Atos Origin	Flo (Groupe) SA	M6 Metropole TV	Soc Ciment Franc
Audika SA	Foncia Groupe	Maisons Fra Conf	Societe Bic
Avanquest Softwa	Fonciere Region	Manitou BF	Sodexho Alliance
Avenir Telecom	Gameloft	Manutan SA	Soitec
Bains De Mer	Gecina	Maurel Prom	Sopra Group
Belvedere	Gemalto	Meetic	Spir Communicat
bioMerieux	Generale Sante	Metrologic Group	Stallergenes
Boiron SA	Geodis	Michelin	Stedim
Bollere	GFI Informatique	Modelabs Group	Stef Tfe
Bonduelle	GIFI SA	Montupet	Sucr Pithiviers
Bourbon	GL Events	Mr Bricolage SA	Suez
Bouygues SA	GL Trade	Neopost	Sword Group
Bricorama	Groupe Crit SA	Nexans	Synergie
Business Objects	Groupe Danone	Nexity	Technip
Camaieu SA	Groupe OPEN	NextRadioTV	Tessi SA
Carbone-Lorraine	Groupe Steria	Nicox SA	TF1
Carrere Group	Guerbet SA	Oberthur Card Sy	Thales
Cegedim	Haulotte Group	Orpea	Thermador Gpe
Cegid Group SA	Hermes Intl	PagesJaunes	Tonnellerie
CFF Recycling	HighCo	Penauille Polysv	Total SA
Chargeurs	Hi-Media SA	Pernod-Ricard SA	Toupargel
Cie Des Alpes	Icade	Petit Forestier	Trigano SA
Clarins SA	Iliad SA	Peugeot SA	U10 Group SA
CNIM	ILOG SA	Pharmagest Inter	Ubisoft Entnt
Co Gen Geo Ver	Imerys	Pierre Vacances	Unibail
Completel Europe	Inter Parfums	Pisc Desjoyaux	Valeo SA
CS Comm et Syst	Ipsen	Plastic Omnium	Veolia Environ
Damartex	Ipsos	Prosodie Sa	Vilmorin et Cie
Dassault System	JCDecaux	Provimi	Virbac SA
DELACHAUX	Jet Multimedia	PSB Industries	VM Materiaux
Dentressangle	Kaufman Broad	Publicis Groupe	Vrank Pomm Mono
Devoteam SA	Klepierre SA	Radiall	Zodiac SA

Annexe 2. Nom des sociétés de l'échantillon de contrôle