



HAL
open science

Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français

Yves Mard, Sylvain Marsat

► **To cite this version:**

Yves Mard, Sylvain Marsat. Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français. Comptabilité Contrôle Audit / Accounting Auditing Control, 2012, 3 (18), pp.11-42. 10.3917/cca.183.0011 . hal-02156592

HAL Id: hal-02156592

<https://hal.science/hal-02156592>

Submitted on 14 Jun 2019

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.

Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français

Earnings management and ownership structure: Evidence from France

Yves MARD* et Sylvain MARSAT**

* Professeur, Université de Valenciennes et du Hainaut-Cambrésis, Institut du Développement et de la Prospective (IDP), Université Nord de France.

** Maître de Conférences, Clermont Université, Université d'Auvergne, EA 3849, Centre de recherche clermontois en gestion et management.

Version acceptée pour publication dans :

Mard, Y., Marsat, S., 2012. Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 18, 11-42

Résumé :

L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre la structure de l'actionnariat et la gestion des résultats des sociétés françaises. L'étude est conduite sur un échantillon de sociétés cotées de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008. La concentration de l'actionnariat, mesurée par le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire, est associée négativement avec la gestion des résultats jusqu'à un certain seuil de détention, puis positivement au-delà de ce seuil (relation curvilinéaire). Par ailleurs, la part détenue par le deuxième actionnaire est associée négativement avec la gestion des résultats. Concernant la nature de l'actionnariat, les analyses montrent que le poids des actionnaires familiaux et industriels limite l'intensité de la gestion des résultats. Ce résultat pourrait s'expliquer par l'horizon de placement à long terme de ces acteurs, qui n'incite pas les dirigeants à ce type de gestion.

Mots clés : Gestion des résultats, concentration de l'actionnariat, nature de l'actionnariat

Abstract:

The aim of our research is to study the link between ownership structure and earnings management among French companies. The study is performed on a sample of SBF 250 listed companies over the 2004-2008 period. The ownership concentration, measured by the holding of the ultimate shareholder, is negatively associated with earnings management until a certain threshold, and positively over the threshold (curvilinear relationship). Moreover, the fraction owned by the second shareholder seems to be negatively associated with earnings management. As far as the nature of ownership is concerned, analyses pinpoint that the weight of family and industrial ownership limits the intensity of earnings management. One explanation could be in the long-term investment horizon of these agents, which does not induce executives to perform earnings management.

Key words: Earnings management, ownership concentration, nature of ownership

Correspondance :

Yves Mard
IAE de Valenciennes
Rue des cent-têtes Les Tertiales 59313 Valenciennes cedex
yves.mard@univ-valenciennes.fr

Sylvain Marsat
Ecole Universitaire de Management – IAE Clermont
CRCGM, BP 10448, F-63000 Clermont-Ferrand
sylvain.marsat@udamail.fr

Remerciements :

Les auteurs souhaitent remercier très sincèrement Didier Chabaud pour son aide en VBA, les deux réviseurs anonymes, ainsi que le corédacteur en chef Hervé Stolowy, pour leurs remarques pertinentes et constructives.

1 Introduction

La théorie économique de la firme, et la théorie de l'agence en particulier, ont mis en évidence l'existence de conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants, ainsi qu'entre les différents types d'actionnaires (Jensen et Meckling 1976). Ces conflits s'expliquent notamment par l'asymétrie d'information entre les acteurs, et leur opportunisme. Deux principaux conflits d'agence ont été identifiés. Le premier conflit, dit de type I, concerne la relation dans laquelle l'actionnaire délègue le soin de gérer l'entreprise à un dirigeant. Ce dernier peut toutefois ne pas agir dans l'intérêt exclusif de l'actionnaire, mais au contraire privilégier ses propres intérêts, sous forme de richesses ou de pouvoirs supplémentaires. Le second problème d'agence, dit de type II, est relatif aux divergences d'intérêts entre actionnaires de contrôle et actionnaires minoritaires. Ces divergences peuvent apparaître lorsque l'actionnaire de contrôle exerce des fonctions de direction, ou en cas d'émission (ou échange) de titres à l'occasion d'appels public à l'épargne, de fusions-acquisitions ou de retrait de la cote.

Dans ce contexte d'agence, la diffusion d'information constitue un signal émis par le dirigeant de l'entreprise à destination de ses partenaires. Parmi les informations divulguées, le résultat comptable, issu des états financiers, est un indicateur particulièrement suivi par les investisseurs et les analystes financiers. Bien que l'information comptable soit normée, les dirigeants disposent d'une marge de manœuvre en matière d'options comptables et d'évaluation. Cette pratique, appelée gestion des résultats, est définie par Schipper (1989)

comme « une intervention motivée dans le processus de communication financière externe dans le but d'en retirer un bénéfice personnel »¹.

Par exemple, les choix discrétionnaires des dirigeants s'exercent particulièrement en matière d'évaluation des dépréciations et des provisions. Cette évaluation présente en effet un caractère subjectif, car elle repose sur des hypothèses d'évolution d'un marché, d'une charge ou d'un risque. Par ailleurs, les managers peuvent prendre des décisions de gestion ayant un impact sur le résultat, telles que la réduction des dépenses de recherche ou de publicité, ou la cession anticipée, ou retardée, d'actifs. En fonction de leurs choix comptables et de gestion, les dirigeants sont donc en mesure d'influencer significativement les résultats publiés.

Les facteurs explicatifs de la gestion des résultats comptables sont multiples et peuvent agir de manière incitative ou contraignante (Jeanjean 2001). Parmi les facteurs incitatifs, on trouve par exemple la pression exercée par les actionnaires et les créanciers, ainsi que certains contextes spécifiques, tels que les appels à l'épargne ou les changements de dirigeants. Parmi les facteurs contraignants, on trouve notamment les règles comptables utilisées (normes US, IFRS ou autres), le système de protection légale (« *common law* » par opposition à « *code law* ») et les mécanismes de gouvernance, tels que la qualité de l'audit, la structure de l'actionnariat et du conseil de direction.

L'objectif de notre étude est d'approfondir, dans le contexte français, l'analyse du lien entre la gestion des résultats comptables et la structure de l'actionnariat. Deux caractéristiques de la structure de l'actionnariat sont étudiées : la concentration et la nature des principaux actionnaires. Cette question reste en effet largement ouverte, pour plusieurs raisons : la complexité du débat théorique, la diversité des résultats obtenus dans les études empiriques, et le peu d'études réalisées dans le contexte spécifique à la France.

Sur le plan théorique, la concentration de l'actionnariat peut exercer deux effets opposés dans la résolution des conflits d'agence. D'une part, la présence d'un actionnaire de contrôle agit comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz et Lehn 1985 ; Shleifer et Vishny 1986). La concentration du capital contribue alors à aligner l'intérêt des actionnaires de contrôle sur celui des actionnaires minoritaires. D'autre part, l'actionnaire de contrôle peut être tenté de s'approprier une partie des richesses dégagées par l'entreprise, au détriment des actionnaires minoritaires (Fama et Jensen 1983). Dans ce cas, la concentration de l'actionnariat conduit à un enracinement de l'actionnaire de contrôle (Shleifer et Vishny 1997). La nature des actionnaires peut également influencer la résolution des conflits d'agence. En effet, les actionnaires ne constituent pas une population homogène en termes de motivations. Un actionnaire familial n'a probablement pas les mêmes exigences de rentabilité qu'un fonds de pension. Par ailleurs, pour un type d'actionnaire donné, son influence sur la gouvernance de l'entreprise dépend de la part de capital détenu, de l'objectif et de l'horizon du placement. Le lien entre la nature des actionnaires et la gouvernance de l'entreprise semble donc complexe.

Sur le plan empirique, les conclusions des études sur le lien entre structure de l'actionnariat et gestion des résultats ne sont pas convergentes. Le résultat le plus consensuel concerne uniquement l'actionnariat familial, qui est généralement associé à une moindre gestion des résultats (Wang 2006 ; Ali *et al.* 2007). De surcroît, les travaux empiriques mettent souvent en évidence des relations complexes, en général non linéaires (Bozec 2008 ; Teshima et Shuto 2008). Enfin, les résultats des études antérieures semblent dépendre de nombreux facteurs,

tels que la variable de concentration ou d'actionnariat choisie, la nature des choix comptables et de l'échantillon étudiés.

Le contexte institutionnel peut aussi influencer le pouvoir des actionnaires en matière de gouvernance. La Porta *et al.* (1999) montrent ainsi que la dispersion de l'actionnariat est associée avec une protection importante des intérêts des actionnaires. Le système de protection légale comprend deux éléments : les règles plus ou moins protectrices des intérêts des actionnaires minoritaires (possibilité de contester lors des assemblées générales, de voter par internet etc.), et la capacité des actionnaires à faire respecter leurs droits devant les tribunaux (recours en justice peu coûteux – par exemple, existence de *class actions* –, pénalités plus fortes infligées aux « tricheurs » par les tribunaux, etc.). Le niveau de protection des investisseurs semble influencer la qualité de l'information comptable. Leuz *et al.* (2003) mesurent une plus faible gestion des résultats dans les pays de type « common law », tels que les États-Unis et le Royaume-Uni, où les actionnaires sont mieux protégés et les marchés boursiers plus développés que dans les pays de type « code law », tels que le Japon ou les pays d'Europe Continentale.

Le contexte français se caractérise par un système de protection légale offrant aux investisseurs des garanties moins fortes que dans les pays anglo-saxons. Par ailleurs, la concentration de l'actionnariat y est relativement importante. Par exemple, à partir d'un échantillon de 89 entreprises issues du SBF 120, Labelle et Schatt (2005) observent que le premier actionnaire possède en moyenne 29 % du capital, le deuxième actionnaire en possédant 6 %. Enfin, les familles sont très présentes parmi les principaux actionnaires des sociétés françaises. Faccio et Lang (2002) constatent que 65 % des sociétés cotées françaises sont contrôlées au moins à 20 % par des familles. Zhao et Millet-Reyes (2007) observent en moyenne 48 % d'actionnaires familiaux sur un échantillon d'entreprises cotées au Second Marché. Aux États-Unis, et dans d'autres pays, l'actionnariat familial semble diminuer la gestion des résultats comptables (Wang 2006 ; Ali *et al.* 2007). L'étude de l'environnement français, qui conjugue une faible protection des investisseurs et un actionnariat concentré et familial, apparaît intéressante. Dans ce contexte, on peut se demander quelle est la relation entre la concentration de l'actionnariat et la gestion des résultats, et quel est le lien entre la nature des principaux actionnaires (familiaux, financiers, industriels, État) et la gestion des résultats.

A partir de l'étude d'un échantillon de 220 sociétés cotées issues de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008, cette recherche contribue à approfondir l'étude du lien entre gestion des résultats et structure de l'actionnariat sur trois points. Premièrement, elle intègre dans l'analyse à la fois la concentration du capital et la nature de l'actionnariat, alors que les travaux sur le sujet se limitent souvent à l'une de ces deux dimensions. Nous avons utilisé plusieurs mesures de concentration (premier, deux premiers et trois premiers actionnaires) et intégré six types d'actionnaires : familiaux, managériaux, financiers, étatiques, l'entreprise elle-même (auto-détention), et industriels.

Deuxièmement, le contexte français n'a pas, à notre connaissance, fait l'objet de recherches similaires. Il se caractérise par un système de protection légale moins favorable aux minoritaires que les systèmes en vigueur dans les pays anglo-saxons. La concentration de l'actionnariat français est forte et plusieurs types d'actionnaires (familiaux, industriels, financiers) sont largement représentés.

Troisièmement, les résultats obtenus confirment la complexité de la relation entre gestion des résultats et structure de l'actionnariat, et montrent la particularité du contexte français. La concentration de l'actionnariat semble avoir une influence complexe sur la gestion des résultats. En effet, la relation entre la concentration, mesurée par le principal actionnaire, et la gestion des résultats apparaît curvilinéaire (courbe en U). Par ailleurs, lorsqu'elle est mesurée à partir des deux ou trois premiers actionnaires, la concentration semble limiter la gestion des résultats. Ce constat suggère que les actionnaires minoritaires exercent un rôle dans la gestion des résultats. Concernant la nature de l'actionnariat, deux types d'actionnaires sont significativement associés aux *accruals* : les actionnaires familiaux et industriels. D'une part, la gestion des résultats est négativement associée à la part détenue par les actionnaires familiaux et industriels. D'autre part, comme pour la part détenue par le premier actionnaire, le lien entre actionnariat familial et gestion des résultats apparaît non linéaire. Ainsi, au-delà d'un certain seuil détenu par la famille, l'intensité de la gestion des résultats tend à augmenter. Ce constat pourrait traduire un phénomène d'enracinement de la part de l'actionnaire principal (ou familial).

L'article est structuré en trois parties. Nous développons d'abord le cadre conceptuel, la revue de la littérature et les hypothèses de recherche sur le lien entre gestion des résultats et structure de l'actionnariat (concentration et nature des actionnaires). L'échantillon et les aspects méthodologiques sont ensuite exposés. Enfin, nous présentons les résultats de l'étude empirique dans le contexte français et les conclusions de la recherche.

2 Cadre conceptuel, revue de littérature et hypothèses

Nous présentons d'abord le cadre conceptuel de la recherche (2.1), puis la revue de littérature et les hypothèses émises sur le lien entre structure de l'actionnariat et gestion des résultats. Cette relation a été largement étudiée dans la littérature comptable. Les études américaines sont les plus nombreuses, mais récemment d'autres pays ou régions (Canada, Asie, Europe, Australie) ont fait l'objet de recherches. Certains travaux portent sur la concentration de l'actionnariat (2.2), les plus nombreux analysent le rôle d'un (ou plusieurs) types d'actionnaires dans la gestion des résultats (2.3).

2.1 Cadre conceptuel de la recherche

L'étude du cadre conceptuel de la recherche conduit d'abord à s'interroger sur les finalités de la gestion des résultats comptables, ses modalités d'action, et les facteurs qui l'influencent². Le lien entre structure de l'actionnariat et gestion des résultats est analysé au regard de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement.

2.1.1 Présentation de la gestion des résultats comptables

Selon Davidson *et al.* (1987)³, la gestion des résultats comptables consiste à « prendre des mesures délibérées à l'intérieur des contraintes liées aux normes comptables afin d'arriver à un niveau de résultat souhaité »⁴. La volonté d'atteindre un objectif de résultat apparaît ainsi déterminante dans la gestion des résultats. Elle s'opère dans le respect du cadre légal, en utilisant les marges de manœuvre laissées par le référentiel comptable.

Afin d'atteindre l'objectif de résultat qu'ils se sont fixés, les dirigeants disposent d'un ensemble de décisions comptables et de gestion. On distingue souvent la gestion comptable, effectuée à partir du choix et des modalités d'application des méthodes comptables, et la gestion réelle des résultats, qui utilise les décisions d'exploitation (production, ventes...), de financement, ou d'investissement. La gestion réelle a souvent une influence directe sur les flux de trésorerie, et peut conduire à une perte de valeur et d'opportunités de croissance pour l'entreprise (Graham *et al.* 2005).

Dans la littérature, la gestion des résultats a été présentée selon deux approches. Dans une approche efficiente de la gestion des résultats, et conformément à la théorie des signaux, les décisions comptables fournissent une information sur les flux futurs de trésorerie de l'entreprise (Holthausen 1990). Selon Aria *et al.* (1998), la gestion des résultats peut bénéficier à la fois aux actionnaires et aux dirigeants. Ainsi, dans un contexte où l'agent ne souhaite et/ou n'est pas en mesure de communiquer la totalité de l'information privée, il peut être optimal pour le principal de choisir des contrats de rémunération (pour les actionnaires) ou des contrats d'endettement (pour les créanciers) qui poussent à la gestion de l'information comptable.

La gestion des résultats peut aussi être vue comme une pratique opportuniste, ayant pour volonté de tromper les utilisateurs de l'information comptable sur la santé financière et les perspectives de l'entreprise. Cette vision repose notamment sur l'hypothèse de fixation fonctionnelle face à l'information comptable, selon laquelle un décideur n'est pas forcément capable d'interpréter, voire de retraiter l'information comptable (Hand 1990).

Les incitations à la gestion des résultats sont nombreuses. Les travaux fondateurs de Watts et Zimmerman (1986) relatifs à la théorie politico-contractuelle de la comptabilité, s'intéressent notamment aux contrats incitatifs des dirigeants, aux contrats d'endettement de l'entreprise, et à la réglementation⁵. La pression exercée par le marché financier est souvent évoquée pour expliquer la gestion des résultats comptables. Par exemple, le contexte des appels publics à l'épargne (introduction en bourse, augmentation de capital) apparaît propice à la gestion des résultats (Cormier et Magnan 1995 ; Missonier-Piera et Ben-Amar 2007 ; Thauvron 2000). Par ailleurs, la gestion des résultats a été mise en évidence à l'occasion des opérations de LBO (Le Nadant 1999), de retrait de la cote (Martinez et Serve 2011) et de changement de dirigeants (Mard et Marsat 2009). La volonté de limiter le risque perçu de l'entreprise est également avancée comme explication aux pratiques de lissage des résultats.

Enfin, la gouvernance de l'entreprise influence la gestion des résultats. Les commissaires aux comptes, les conseils et comités spécialisés, ainsi que les analystes financiers sont susceptibles d'avoir un impact sur la gestion des résultats. Par exemple, dans le contexte français, Piot et Janin (2007) montrent le rôle du comité d'audit dans la gestion des résultats. En revanche, dans leur étude, la présence d'un auditeur appartenant à un cabinet « Big Five » ne semble pas avoir d'effet sur la gestion des résultats. Parmi les facteurs de gouvernance, la structure de l'actionnariat (concentration, nature des actionnaires) peut aussi agir sur la gestion des résultats.

2.1.2 Le lien entre structure actionnariale et gestion des résultats : approche théorique

Le lien entre structure actionnariale et gestion des résultats peut être analysé sous l'angle de la concentration de l'actionnariat, et sous l'angle de la nature des différents actionnaires. Selon Beneish (1997), la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un

meilleur contrôle des dirigeants. À l'inverse, les firmes dont le capital est diffus peuvent souffrir d'un déficit de contrôle, susceptible d'encourager la gestion des résultats. Par ailleurs, les firmes dont l'actionnariat est concentré sont certainement moins soumises à la pression exercée par le marché financier, et les dirigeants moins focalisés sur la performance à court terme.

Toutefois, la concentration de l'actionnariat est susceptible de faire naître des conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (conflit d'agence de type II). C'est notamment le cas lorsque les actionnaires majoritaires sont aussi dirigeants, et peuvent s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. La gestion des résultats peut alors servir une stratégie d'enracinement des dirigeants-actionnaires de contrôle. Les contextes d'appel public à l'épargne et de fusion-acquisition sont propices à la mise en œuvre de la gestion des résultats par les actionnaires majoritaires (Mard et Schatt 2011). L'objectif est alors d'améliorer la valeur perçue de l'entreprise, afin de faire payer plus cher aux actionnaires entrants les nouveaux titres émis.

La nature des actionnaires peut aussi influencer la gestion des résultats. Les actionnaires forment en effet une population hétérogène. Les objectifs et l'horizon de placement d'un investisseur peuvent ainsi varier selon qu'il s'agit d'un actionnaire dirigeant, familial, financier, industriel, ou étatique.

L'actionnariat des dirigeants constitue en théorie un moyen de résoudre le conflit d'agence actionnaire-dirigeant. La théorie politico-contractuelle de la comptabilité, avance ainsi l'hypothèse d'actionnariat des dirigeants, selon laquelle ces derniers gèrent d'autant moins les résultats à la hausse qu'ils sont également actionnaires de la firme (théorie de l'alignement). Néanmoins, lorsque les droits de vote détenus par le dirigeant augmentent, celui-ci peut exercer un contrôle sur la gouvernance de l'entreprise. Dans ce cas, le dirigeant est en mesure d'atténuer l'efficacité de mécanismes de gouvernance tels que le marché du travail des dirigeants ou le marché des prises de contrôle (Mork, Shleifer et Vishny 1988). Ce comportement peut traduire une volonté d'enracinement des dirigeants.

L'influence de l'actionnariat familial peut aussi être analysée sous le double prisme de la théorie de l'alignement et de la théorie de l'enracinement. Selon la théorie de l'alignement, l'actionnariat familial est susceptible d'être associé à une moindre gestion des résultats, pour trois raisons. Premièrement, il est censé, du fait d'une implication patrimoniale souvent forte, opérer un contrôle plus effectif sur la firme et ses dirigeants. Deuxièmement, l'actionnaire familial privilégie en général les objectifs à long terme. Il est donc certainement moins focalisé sur les résultats à court terme. Troisièmement, en cas de révélation de manipulations comptables, l'actionnaire familial a fort à perdre en termes de réputation de la famille.

Selon l'approche de la théorie de l'enracinement, la concentration des pouvoirs au sein d'une famille peut entraîner l'attribution de bénéfices privés aux membres de cette famille, au détriment des actionnaires minoritaires. La faiblesse des mécanismes de gouvernance mis en œuvre pour protéger les actionnaires minoritaires, ainsi que la forte asymétrie d'information, sont susceptibles dans ce cas de faciliter la gestion des résultats.

Les actionnaires financiers, et les investisseurs institutionnels en particulier, exercent aussi une influence controversée sur la gestion des résultats. D'une part, les détenteurs de blocs d'actions sont supposés être motivés et compétents pour renforcer le contrôle de la firme (Bushee 1998). Par exemple, les investisseurs institutionnels sont souvent considérés comme

des investisseurs plus sophistiqués et mieux informés que les investisseurs individuels. À l'inverse, les blocs d'actionnaires externes sont accusés de privilégier un horizon à court terme et d'exercer une pression sur les dirigeants pour obtenir un retour rapide sur investissement (Porter 1992). Cela peut inciter les dirigeants à prendre des décisions sous-optimales, ou à manipuler l'information pour influencer les cours boursiers.

L'actionnariat industriel a été peu étudié. Il peut correspondre à une participation minoritaire ou majoritaire (cas d'une filiale d'un groupe industriel). Les motivations de ces participations peuvent être diverses, mais elles revêtent souvent un caractère stratégique. On peut donc penser, qu'à l'instar de l'actionnaire familial, l'actionnaire industriel adopte un horizon à long terme, et est moins sensible aux résultats à court terme. Sa présence au sein de l'actionnariat n'encourage *a priori* pas la gestion des résultats comptables.

L'actionnariat étatique n'a pas fait l'objet de nombreuses recherches théoriques. Toutefois, si l'on se réfère à la théorie politico-contractuelle, la pression exercée par les organes de gouvernement et de réglementation inciterait les entreprises à modérer leurs résultats comptables, afin d'atténuer leur visibilité (hypothèse des coûts politiques). On peut supposer que les firmes où l'État est actionnaire sont davantage soumises à ces coûts politiques.

2.2 Concentration de l'actionnariat et gestion des résultats : littérature empirique et hypothèses de recherche

Plusieurs travaux empiriques ont testé la relation entre concentration de l'actionnariat et gestion des résultats comptables. Smith (1976) montre que la présence de blocs d'actionnaires limite les pratiques de lissage des résultats des sociétés américaines. Dempsey, Hunt et Schroeder (1993) constatent aussi que les sociétés sans actionnaire externe dominant (détenant au moins 10 % du capital) tendent à classer les profits parmi les éléments d'exploitation, et les pertes en résultat exceptionnel.

À l'inverse, Zhong *et al.* (2007) montrent que la présence de blocs d'actionnaires n'est pas en mesure de prévenir la gestion des résultats en cas de faible performance. Dans le contexte des augmentations de capital, Guthrie et Sokolowsky (2010) observent que la gestion des résultats avant l'opération concerne uniquement les sociétés contrôlées. Selon eux, le renforcement du pouvoir des actionnaires conduit à amplifier le conflit d'intérêts entre actionnaires actuels et futurs. Haw *et al.* (2004) réalisent une étude sur un échantillon de firmes européennes et asiatiques, et constatent que la concentration de l'actionnariat accentue la gestion des résultats. Au Canada, Bozec (2008) constate que la concentration du capital accroît la gestion des résultats, mais qu'au-delà d'un certain seuil (34 %), la gestion des résultats décroît. Cette relation non monotone est également observée par Ding *et al.* (2007) et Liu et Lu (2007) en Chine.

Dans le contexte français, Saada (1995) étudie l'incidence de la concentration de l'actionnariat sur les choix comptables des entreprises en matière d'amortissement, de goodwill, de stocks et d'engagements de retraite. Seule la méthode de valorisation des stocks semble influencée par la concentration du capital, mesurée à partir du pourcentage détenu par les trois principaux actionnaires.

En conclusion, de nombreux facteurs tels que la variable de concentration choisie, le contexte de l'étude et la nature des choix comptables étudiés influencent les résultats obtenus par les

études antérieures. Ainsi, l'étude du lien entre concentration et gestion des résultats apparaît complexe et conduit à des conclusions non convergentes. Si l'on s'en réfère à la théorie, la présence d'actionnaires détenant une part significative du capital est supposée garantir un meilleur contrôle sur les dirigeants, et par conséquent limiter la gestion des résultats comptables (Beneish, 1997). Cela nous conduit à formuler une première hypothèse :

H1 : La concentration de l'actionnariat est associée négativement à la gestion des résultats.

Néanmoins, la littérature insiste aussi sur les risques associés à la concentration du capital entre les mains d'un seul actionnaire, non soumis à un contre-pouvoir. Dans ce cas, l'actionnaire principal, notamment lorsqu'il est aussi dirigeant, peut adopter une stratégie d'attribution de bénéfices privés et d'enracinement, au détriment des actionnaires minoritaires. En particulier, il est susceptible de mettre en œuvre une politique de gestion des résultats afin de maximiser sa richesse et renforcer sa légitimité. En France, la part détenue par l'actionnaire principal est en moyenne élevée (supérieure à 30 % parmi les sociétés cotées). Ce contexte est propice à la gestion des résultats. Cela nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H2 : Au-delà d'un certain seuil, la part détenue par l'actionnaire principal est associée positivement à la gestion des résultats.

2.3 Nature des actionnaires et gestion des résultats : littérature empirique et hypothèses de recherche

De nombreux travaux ont étudié le lien entre la nature de l'actionnariat et la gestion des résultats comptables, aux États-Unis principalement, mais aussi dans d'autres contextes plus récemment. Les principaux types d'actionnaires envisagés dans la littérature sont : les dirigeants, les familles, les financiers et institutionnels, les industriels, et l'État.

2.3.1 L'actionnariat managérial

Aux États-Unis, plusieurs recherches fournissent des résultats conformes à l'hypothèse de l'actionnariat des dirigeants (Dhaliwal, Salamon et Smith 1982, Abdel-Kalik 1985, Dempsey, Hunt et Schroeder 1993, Warfield, Wild et Wild 1995). Ayres (1986) vérifie également l'hypothèse en testant la date d'adoption de la norme SFAS 52 concernant la comptabilisation des opérations en devises. Par ailleurs, l'hypothèse a été validée par Cormier et Magnan (1995) au Canada et Darrough, Pourjalali et Saudagaran (1998) au Japon.

À l'inverse, certaines recherches fournissent des résultats allant à l'encontre de l'hypothèse de l'actionnariat managérial. Ainsi, Hunt (1985) ne constate aucune relation entre la structure de l'actionnariat et le choix du mode de valorisation des stocks. En Grande Bretagne, Young (1998) n'obtient aucun lien entre pourcentage de capital détenu par les dirigeants et gestion des résultats. De même, les travaux de Guenther (1994) et Beneish (1997) ne valident pas l'hypothèse. Par ailleurs, Beneish (1999) montre que les dirigeants-actionnaires des sociétés réprimandées par la SEC pour des fraudes comptables ont cédé davantage de titres que les dirigeants des autres sociétés⁶. Enfin, Teshima et Shuto (2008) observent que les dirigeants sont susceptibles de gérer les résultats pour des niveaux intermédiaires (entre 10 % et 40 %) de détention. Ces résultats montrent que les dirigeants détenteurs d'actions sont susceptibles de gérer les résultats à la hausse de manière opportuniste.

En conséquence, les résultats empiriques concernant l'hypothèse de l'actionnariat des dirigeants apparaissent mitigés. On peut cependant penser que le niveau d'incitation des dirigeants à gérer les résultats dépend de leur degré d'implication dans l'entreprise, conformément à la théorie de l'alignement de l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires. Cela nous conduit à formuler une hypothèse conforme à celle formulée par Dhaliwal *et al.* (1982) dans le cadre de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité :

H3 : La part détenue par l'actionnariat managérial est associée négativement à la gestion des résultats.

2.3.2 L'actionnariat familial

L'actionnariat familial figure parmi les plus répandus dans le monde (La Porta *et al.* 1999), et concerne également les grandes entreprises. Par exemple, aux États-Unis, les sociétés familiales représentent plus du tiers des 500 plus grandes entreprises (Shleifer et Vishny 1986, Wang 2006). Les recherches sur les firmes familiales montrent que, comparées aux firmes non familiales, elles obtiennent de meilleures performances financières et bénéficient d'un coût de la dette inférieur (Anderson et Reeb 2003). Ces résultats pourraient s'expliquer par l'implication de la famille dans l'entreprise et l'horizon à long terme des actionnaires familiaux. Ces derniers sont incités à mieux contrôler les salariés, tout en privilégiant des relations à long terme avec ces derniers. Enfin, la volonté de préserver leur réputation peut aussi les dissuader d'adopter des stratégies d'expropriation des autres actionnaires. Toutefois, dans la mesure où les actionnaires familiaux peuvent détenir une part importante du capital de l'entreprise, ils sont également susceptibles de s'attribuer des bénéfices privés, au détriment des actionnaires minoritaires. Cette stratégie peut s'opérer par le contrôle des organes de gouvernance de l'entreprise et par une rétention d'information.

La plupart des travaux empiriques suggèrent une association positive entre actionnariat familial et qualité des résultats comptables. Aux États-Unis, Wang (2006) utilise trois mesures de qualité des résultats, dont une mesure de gestion des résultats, et observe, quelle que soit la mesure retenue, une qualité des résultats supérieure dans les firmes familiales. Les analyses effectuées par Ali *et al.* (2007) vont dans le même sens. Toutefois, contrairement à Wang (2006), le phénomène semble associé au dirigeant fondateur, plus qu'au dirigeant descendant. Tong (2008) montre que les sociétés familiales du S&P 500 sont moins sujettes à la gestion des résultats (en valeur absolue) et tendent à émettre des rapports financiers de meilleure qualité. En Espagne, Sánchez-Ballesta et García-Meca (2007) constatent que les actionnaires internes atténuent la gestion des résultats, tant qu'ils détiennent une part limitée du capital. Prencipe *et al.* (2008) notent, en Italie, une moindre tendance des firmes familiales à lisser les résultats à partir des dépenses de R&D.

Néanmoins, la concentration de l'actionnariat entre les mains d'une famille peut aussi conduire à des stratégies d'enracinement familial, et avoir un effet négatif sur la qualité de l'information comptable. Wang (2006) note ainsi qu'au-delà d'un certain seuil de détention par la famille (33 % dans son étude), la gestion des résultats tend à augmenter. Le même résultat est obtenu au sujet des actionnaires internes par Sánchez-Ballesta et García-Meca (2007) en Espagne, et Al-Fayoumi *et al.* (2010) en Jordanie. La présence de membres de la famille dans les instances de gouvernance peut aussi limiter l'efficacité du contrôle de l'information comptable. Ce constat est opéré par Jaggi et Leung (2007) et Jaggi *et al.* (2009)

à partir d'un échantillon de firmes de Hong-Kong. Par ailleurs, Prencipe *et al.* (2008) montrent que les sociétés familiales italiennes utilisent l'enregistrement à l'actif des dépenses de R&D afin de satisfaire aux clauses restrictives des contrats de dette. Selon eux, les choix comptables effectués par les dirigeants des firmes familiales s'expliquent par la volonté de conserver le contrôle de la firme et de préserver leur réputation.

Au regard de la littérature théorique et empirique, nous formulons l'hypothèse suivante :

H4 : La part détenue par l'actionnariat familial est associée négativement à la gestion des résultats.

Par ailleurs, il existe un risque particulier d'enracinement de l'actionnaire familial (Wang 2006). Ce risque est susceptible de se retrouver dans le contexte français, où les familles constituent la première catégorie d'actionnaires. Nous serons amenés à tester une relation non linéaire entre l'actionnariat familial et la gestion des résultats.

2.3.3 L'actionnariat financier et les investisseurs institutionnels

Les investisseurs financiers et institutionnels ont connu un fort développement dans le capital des sociétés cotées. En France, par exemple, les fonds actionnaires détiennent en juin 2011 plus de 31 % du capital des sociétés de l'indice CAC 40⁷. Plusieurs études ont analysé le rôle des investisseurs institutionnels dans la gestion des résultats. Bushee (1998) observe qu'ils ont tendance à limiter les décisions opportunistes des dirigeants, notamment en matière de réduction des dépenses de recherche et développement. Il semble donc que ces investisseurs exercent un rôle particulier de contrôle sur les dirigeants, comme le constatent également Chung *et al.* (2002), Velury et Jenkins (2006), Burns *et al.* (2010) et Hadani *et al.* (2011).

Cependant, Bushee (1998) et Burns *et al.* (2010) notent que l'impact des investisseurs institutionnels est atténué lorsqu'ils sont des investisseurs de passage. Dans le contexte australien, Koh (2003) et Hsu et Koh (2005) montrent qu'il existe une relation non linéaire entre la gestion des résultats et la part détenue par les investisseurs institutionnels, leur effet bénéfique n'apparaissant qu'à partir d'un certain niveau de détention (50 % environ). Selon les auteurs, ce constat est cohérent avec l'idée qu'une faible détention par les institutionnels correspond à une orientation à court terme de ces investisseurs, susceptible d'inciter les dirigeants à gérer les résultats.

Au regard des travaux sur le sujet, et de la structure de l'actionnariat français, on peut s'interroger sur la capacité des actionnaires financiers à exercer un contrôle effectif sur les dirigeants. En effet, dans le cas de la France, les actionnaires financiers détiennent souvent individuellement une faible part du capital, et sont rarement impliqués dans le contrôle de la firme. Cet actionnariat est volatil et son orientation à court terme est plutôt susceptible d'encourager la gestion des résultats comptables. Cela nous conduit à formuler l'hypothèse :

H5 : La part détenue par l'actionnariat financier est associée positivement à la gestion des résultats.

2.3.4 L'actionnariat industriel

Siregar et Utama (2008) montrent que les sociétés détenues par des groupes industriels choisissent des pratiques de gestion des résultats plus opportunistes que les sociétés non détenues par des groupes industriels. En effet, le marché financier valorise moins la gestion

des résultats lorsqu'elle est opérée par des filiales de groupes industriels. Cette sous-valorisation des *accruals* discrétionnaires des firmes en fonction de la part détenue par des actionnaires industriels est également observée au Japon par Chung *et al.* (2004). Selon eux, ce constat s'explique par l'enracinement des dirigeants des sociétés ayant des actionnaires industriels, et la gestion des résultats qui résulte de cet enracinement.

Les développements théoriques et empiriques relatifs à ce type d'actionnaire sont peu nombreux. Toutefois, à l'instar de l'actionnaire familial, on peut penser que l'actionnaire industriel adopte un horizon à long terme susceptible d'être favorable à la qualité de l'information comptable, conformément à l'hypothèse suivante :

H6 : La part détenue par l'actionnariat industriel est associée négativement à la gestion des résultats.

2.3.5 L'actionnariat étatique

Le lien entre actionnariat étatique et gestion des résultats a été peu étudié. À partir d'un échantillon international de firmes privatisées, Ben-Nasr *et al.* (2009) constatent que l'actionnariat étatique est associé avec une moindre qualité des résultats comptables, et en particulier avec des *accruals* discrétionnaires plus élevés. En Chine, Ding *et al.* (2007) constatent en revanche que les firmes privées gèrent davantage les résultats comptables. Ils notent toutefois que l'effet d'enracinement associé à la concentration est plus fort parmi les firmes publiques.

Les travaux théoriques et empiriques portant sur l'actionnariat étatique sont peu nombreux. En nous fondant sur la théorie politico-contractuelle, on peut supposer que les sociétés dont l'État est actionnaire sont soumises à des coûts politiques plus importants, en matière réglementaire par exemple. Elles peuvent être incitées à gérer les résultats afin de limiter l'impact de ces coûts, selon l'hypothèse suivante :

H7 : La part détenue par l'actionnariat étatique est associée positivement à la gestion des résultats.

3 Méthodologie

La présentation de la méthodologie se fait en trois temps. Nous exposons d'abord la sélection de l'échantillon et des données (3.1), puis la mesure de la gestion des résultats (3.2), et enfin les variables utilisées et les statistiques descriptives (3.3).

3.1 Sélection de l'échantillon et données

L'étude porte sur les sociétés du SBF 250 dont la composition est représentative, de par la diversité sectorielle et de détention du capital, des grandes entreprises cotées en France. L'échantillon retenu est composé de 220 sociétés du SBF 250 au 31 janvier 2010. Du fait de méthodologies comptables particulières, les 22 établissements bancaires et d'assurance ont été enlevés de l'échantillon (codes 83 et 85 de la classification ICB). D'autre part, 8 sociétés ont été exclues du fait d'un manque de données financières ou d'actionnariat.

Face à des problèmes de fiabilité de bases de données existantes portant sur l'identification des actionnaires de ces sociétés, nous avons choisi de nous reporter aux rapports annuels et documents de référence des entreprises. Dans la plupart des cas, deux documents de référence sont nécessaires par société car la composition de l'actionnariat est reportée avec l'évolution sur trois années. Parfois, cependant, la répartition du capital nécessite chacune des années ou n'est pas clairement explicitée. Afin de réaliser une étude sur un échantillon homogène, le pourcentage de détention du capital, plus fréquemment divulgué, a été retenu au détriment des droits de vote. Labelle et Schatt (2005) montrent par ailleurs que les différences sont peu importantes. Ces différences ne devraient pas affecter significativement les résultats de notre recherche.

Chaque actionnaire figurant dans le rapport annuel, a été classé dans l'une des catégories suivantes, souvent identifiées par la littérature, mais de façon morcelée :

- L'actionnariat familial : regroupe les avoirs du dirigeant et de sa famille, parfois par le biais de holdings familiaux ;
- Les actionnaires managers ;
- Les organismes financiers : banques, assurances, fonds mutuels et de pension, généralement appelées investisseurs institutionnels ;
- Les compagnies industrielles : entreprises non financières qui ont des activités de fabrication ou de négoce ;
- L'actionnariat étatique ;
- L'auto-détention : autocontrôle de l'entreprise.

Les données collectées permettent ainsi de ne pas étudier une ou deux de ces catégories, ce que réalisent la plupart des recherches menées, mais bien l'ensemble des types d'actionnaires conjointement. Dans la collecte des données, nous avons cherché à retraiter les pourcentages de détention indirects. Par exemple, les pourcentages de détention d'une société holding elle-même détenue entièrement par la famille ont été comptabilisés dans l'actionnariat familial. L'obligation de déclaration de franchissement de seuil ne s'appliquant au-delà de 5 %, nous sommes conscients qu'il existe un risque de non-exhaustivité pour les actionnaires détenant moins de 5 % du capital. Cependant, par souci de prendre en compte le maximum d'actionnaires significatifs, nous avons choisi de conserver la précision des données fournies par les rapports annuels⁸.

Lorsque l'actionnariat de l'ensemble des sociétés a été reporté, nous avons calculé pour chacune d'entre elles le pourcentage total détenu pour chacun des types d'actionnaires, ainsi que le pourcentage correspondant à chacun des trois premiers actionnaires identifiés. Par ailleurs, la base de données Factset nous a fourni les données comptables et financières pour le calcul de la gestion des résultats et l'opérationnalisation des variables de contrôle.

Tableau 1 – Description de l'échantillon

2004-2008	Entreprises	Données sur 5 ans
Nombre total des entreprises du SBF250	250	1250
Moins établissements bancaires et assurances	22	110
Moins données actionnariales manquantes	7	35
Moins données comptables manquantes	1	5
Nombre d'observations potentielles	220	1100
Moins données manquantes		34
Moins données aberrantes		21
Échantillon total	220	1045

Le tableau 1 reprend la description de l'échantillon et des observations retenues. Sur les 1 100 observations, 34 n'ont pu être traitées du fait d'un manque de données comptables ou actionnariales sur une ou plusieurs années. 21 observations ont été isolées comme des données aberrantes car la valeur absolue de leurs *accruals* totaux est supérieure à 0,3. Par conséquent, le nombre d'observations utilisé pour l'analyse est de 1 045.

3.2 Mesure de la gestion des résultats

Les *accruals* discrétionnaires ont été utilisés comme variable de mesure de gestion des résultats⁹. Ils ont été calculés de deux manières, selon les modèles d'estimation de (1) Jones (1991) et de (2) Kothari *et al.* (2005). L'intérêt du modèle de Kothari *et al.* (2005) est de prendre en compte l'impact de la performance sur la gestion des résultats. Dans la mesure où l'on introduit la rentabilité de t-1 dans le modèle, ce dernier permet aussi de contrôler en partie la réversibilité mécanique des *accruals*. Les coefficients ont été estimés pour chacun des sept secteurs d'activité, tels que présentés en annexe 1. Les deux modèles utilisés sont donc :

$$ACC_t = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{t,t-1} + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$ACC_t = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{t,t-1} + \beta_2 PPE_t + \beta_3 ROA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Avec :

- ACC_t : montant des *accruals* totaux en t, calculé comme la différence entre le résultat net en t et les flux de trésorerie en t
- $\Delta REV_{t,t-1}$: la variation du chiffre d'affaires entre t-1 et t,
- PPE_t : le montant des immobilisations corporelles brutes en t,
- ROA_{t-1} : le taux de rentabilité des actifs en t-1,

Les variables ACC_t , $\Delta REV_{t,t-1}$ et PPE_t sont normées par le total de l'actif en t-1. ε_t , le terme d'erreur, est une estimation des *accruals* discrétionnaires.

L'analyse porte sur la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires, qui mesure l'intensité de la gestion des résultats. Cette mesure est largement utilisée dans la littérature (Wang 2006 ; Ali *et al.* 2007). Toutefois, elle n'est pas exempte de critiques, notamment lorsque les *accruals* sont très volatils (Hribar et Nichols 2007). C'est pourquoi, en complément de l'analyse des *accruals* en valeur absolue, nous avons étudié les *accruals* discrétionnaires en valeur algébrique. Par ailleurs, le problème de volatilité des *accruals* évoqué par Hribar et Nichols (2007) est en partie contrôlé par des variables telles que le logarithme de l'actif et les flux de trésorerie d'exploitation.

3.3 Variables et statistiques descriptives

Les statistiques descriptives figurent dans le tableau 2. Les résultats obtenus selon les deux méthodes donnent des mesures d'*accruals* comparables, tant en valeur algébrique qu'en valeur absolue. Ils représentent en moyenne environ -1 % de l'actif en valeur algébrique, et 4 % en valeur absolue. Le tableau 3 indique une forte corrélation entre les deux mesures de gestion des résultats (quasiment 0.90).

3.3.1 Variables d'actionnariat

Le pourcentage d'actions détenues a été retenu comme variable de détention dans la mesure où les droits de vote n'étaient pas toujours disponibles. Trois variables de concentration ont été créées. ACT1 correspond au pourcentage d'actions détenues par le principal actionnaire, à l'instar de la plupart des études (Haw *et al.* 2004 ; Ding *et al.* 2007 ; Bozec 2008). Par ailleurs, nous avons utilisé deux autres mesures de concentration, ACT12 et ACT123, qui représentent le pourcentage d'actions détenues respectivement par les deux premiers et trois premiers actionnaires, celui détenu par les actionnaires subséquents étant relativement faible¹⁰. En moyenne, le premier actionnaire détient 38,3 % des actions de l'entreprise, les deux premiers 47,9 % et les trois premiers, 52,7 %. Autrement dit, le deuxième actionnaire et le troisième détiennent en moyenne respectivement 9,6 % et 4,8 % du capital des entreprises de l'échantillon. Ce résultat montre la forte concentration de l'actionnariat des grandes sociétés françaises cotées. Ainsi, les trois premiers actionnaires disposent de 52,7 % du capital et par là même disposent du contrôle sur la société.

Tableau 2 – Statistiques descriptives sur la période 2004-2008 (N=1045)

	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type
ABSADJ	0.042	0.031	0.296	0.000	0.043
ABSADK	0.040	0.029	0.297	0.000	0.039
ACT1	0.383	0.355	0.990	0.020	0.226
ACT12	0.479	0.509	1.000	0.033	0.223
ACT123	0.527	0.547	1.000	0.033	0.221
FAM	0.232	0.079	0.873	0.000	0.268
MAN	0.013	0.000	0.280	0.000	0.037
FIN	0.158	0.082	0.990	0.000	0.196
ETA	0.025	0.000	0.990	0.000	0.127
AUTO	0.009	0.000	0.100	0.000	0.019
IND	0.143	0.000	1.000	0.000	0.235
TAIL	13.956	13.662	19.042	8.770	1.930
END	0.250	0.229	2.284	0.000	0.190
FTE	0.090	0.085	0.779	-0.767	0.087
PERT	0.090	0.000	1.000	0.000	0.286
CAC 40	0.144	0.000	1.000	0.000	0.351

Avec : ABSADJ la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991), ABSADK la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari *et al.* (2005), ACT1 le pourcentage détenu par le premier actionnaire, ACT12 le pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires, ACT123 le pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires, FAM le pourcentage détenu par l'actionnariat familial, MAN le pourcentage détenu par le management, FIN le pourcentage détenu par l'actionnariat financier, ETA le pourcentage détenu par l'État, AUTO le pourcentage détenu par l'auto-contrôle, IND le pourcentage détenu par l'actionnariat industriel, TAIL le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, END le ratio Dettes/ Total des actifs, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal à 1 si l'action de l'entreprise est comprise dans l'indice CAC 40, 0 sinon.

Dans l'optique de cette recherche, et en cohérence avec la littérature antérieure, nous avons retenu les principales catégories d'actionnaires suivantes. FAM est le pourcentage de détention par les familles et les personnes identifiées. MAN représente la part détenue par les employés, managers et directeurs. FIN est le pourcentage détenu par les institutions financières, les banques, les compagnies d'assurance et les fonds de pension. ETA est la part détenue par l'État, AUTO l'autocontrôle et IND le pourcentage détenu par des compagnies industrielles. En France, sur la période 2004-2008, les détenteurs familiaux représentent la part la plus importante, avec en moyenne 23,2 % du capital¹¹. On peut néanmoins noter de grandes disparités comme le montre l'écart-type. Les deuxième et troisième types d'actionnaires correspondent aux établissements financiers et aux entreprises industrielles, qui détiennent respectivement 15,8 et 14,3 % du capital des sociétés du SBF 250.

La table de corrélation (tableau 3) confirme la présence de trois grands pôles d'actionnaires qui ont tendance à s'exclure, ce qui se traduit par des corrélations négatives entre le capital détenu par les actionnaires familiaux, industriels et financiers. Par ailleurs, les actionnaires familiaux et industriels sont très liés avec les mesures de concentration de l'actionnariat, que ce soit le premier, les deux premiers ou les trois premiers actionnaires. Ce poids dans le

capital en tant qu'actionnaire principal de la société n'apparaît pas pour les actionnaires financiers. Ces derniers sont moins détenteurs de blocs de contrôle de l'entreprise, et représentent une catégorie plus disparate (banques, assurances, fonds de pension et d'investissement, mutuelles, etc.). Les mesures de gestion des résultats en valeur absolue sont positivement associées avec la part de capital détenue par les actionnaires financiers.

3.3.2 Variables de contrôle

Les variables de contrôle utilisées dans cette étude reprennent les variables identifiées par la littérature comme ayant un impact sur la gestion des résultats. La taille de l'entreprise, son secteur industriel, son ratio d'endettement et l'impact des années d'études sont relevés par Ball et Shimakumar (2005) dans le cas des firmes anglaises, ou Teshima et Shuto (2008) sur l'actionnariat des managers au Japon.

La taille, TAIL, est mesurée par le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, END par le ratio dettes / total de l'actif et les secteurs industriels ICBi suivent la classification ICB¹². S'agissant de données sur plusieurs années, nous avons réalisé un panel à effet fixe en introduisant les variables binaires ANi. D'autre part, Wang (2006) montre l'impact du montant des flux de trésorerie d'exploitation (FTE) ainsi que le fait d'enregistrer une perte (variable binaire PERT isolant les entreprises encourant des pertes) sur la valeur absolue des *accruals*. Enfin, pour prendre en compte les différences en matière de contrôle, nous avons intégré une variable qui regroupe les sociétés de l'indice CAC 40. Ces sociétés sont particulièrement suivies par les analystes financiers, et les auditeurs sont supposés être spécialement vigilants dans le contrôle de ces entreprises. Par conséquent, cette variable permet de contrôler l'effet lié au suivi par les auditeurs et les analystes financiers.

La dette et les flux de trésorerie représentent en moyenne respectivement 25,0 % et 9,0 % de l'actif. Sur la période, le pourcentage d'observation d'entreprises enregistrant des pertes s'élève à 9,0 %. La rentabilité des actifs, toutes entreprises confondues sur la période, est de 4,6 % en moyenne.

L'étude des corrélations (tableau 3) montre que la taille est associée négativement avec le montant, en valeur absolue, des *accruals* discrétionnaires, alors que le ratio d'endettement ne semble pas corrélé. Ces résultats correspondent à ceux obtenus par Teshima et Shuto (2008), qui soulignent, à la suite de Jiambalvo et al. (2002) que les dirigeants des sociétés importantes ont moins de latitude de gestion des résultats car elles sont plus précisément surveillées par les analystes financiers. Le montant des flux de trésorerie d'exploitation (FTE) est associé positivement avec la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires. Pour la variable PERT, les pertes sont associées à des *accruals* plus élevés en valeur absolue, semblant indiquer une plus forte gestion des résultats parmi les sociétés enregistrant des pertes, à l'instar de Wang (2006).

Tableau 3 – Corrélation entre les variables (N=1045)

Variables	ABSADJ	ABSADK	ACT1	ACT12	ACT123	FAM	MAN	FIN	ETA	AUTO	IND	TAIL	END	FTE
ABSADJ	1													
ABSADK	0.871***	1												
ACT1	-0.003	-0.005	1											
ACT12	-0.008	-0.008	0.945***	1										
ACT123	0.003	0.000	0.891***	0.981***	1									
FAM	-0.004	0.001	0.345***	0.368***	0.383***	1								
MAN	-0.059	-0.059	-0.216***	-0.177***	-0.148***	-0.113***	1							
FIN	0.113***	0.066**	-0.118***	-0.033	0.027	-0.343***	-0.044	1						
ETA	-0.047	-0.044	0.248***	0.214***	0.197***	-0.167***	-0.002	-0.101***	1					
AUTO	-0.033	-0.043	-0.128***	-0.134***	-0.119***	0.021	0.106***	-0.026	-0.072**	1				
IND	-0.027	-0.009	0.315***	0.331***	0.316***	-0.417***	-0.116***	-0.224***	-0.091***	-0.14***	1			
TAIL	-0.168***	-0.186***	-0.252***	-0.314***	-0.344***	-0.435***	0.098***	-0.025	0.276***	0.198***	0.016	1		
END	0.016	0.005	-0.062**	-0.064**	-0.058	-0.137***	-0.044	0.14***	-0.053	0.031	0.033	0.196***	1	
FTE	0.074**	0.152***	0.073**	0.088***	0.084***	-0.001	0.009	-0.035	-0.034	0.005	0.081***	-0.05	-0.024	1

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

Avec : ABSADJ la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991), ABSADK la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari *et al.* (2005), ACT1 le pourcentage détenu par le premier actionnaire, ACT12 le pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires, ACT123 le pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires, FAM le pourcentage de capital détenu par l'actionnariat familial, MAN le pourcentage détenu par le management, FIN le pourcentage détenu par l'actionnariat financier, ETA le pourcentage détenu par l'État, AUTO le pourcentage détenu par l'auto-contrôle, IND le pourcentage détenu par l'actionnariat industriel, TAIL le logarithme du montant des actifs en milliers d'Euros, END le ratio Dettes/ Total des actifs, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif.

4 Résultats

Nous présentons d'abord les résultats des modèles de régression mettant en relation la gestion des résultats et la concentration de l'actionnariat (4.1), puis ceux des modèles reliant la gestion des résultats à la nature de l'actionnariat (4.2).

4.1 Gestion des résultats et concentration de l'actionnariat

Le lien entre la concentration de l'actionnariat et la gestion des résultats a fait l'objet de différentes études comme celles de Gunthrie et Sokolowsky (2010), Zhong *et al.* (2007), Bozec (2008), Liu et Lu (2007) ou encore Smith (1976). Cependant, aucune à notre connaissance, n'a étudié l'actionnariat des sociétés françaises. Nous utilisons comme variables de concentration ACT1, ACT12 et ACT123 qui représentent respectivement la part détenue par le premier, les deux premiers et les trois premiers actionnaires. Les variables de contrôle utilisées sont celles identifiées par la littérature, à l'instar de Ball et Shivakumar (2005) ou Wang (2006).

Quatre régressions ont été conduites pour tester la relation entre gestion des résultats et concentration de l'actionnariat. Les deux premières utilisent comme mesure de concentration la part détenue par le premier actionnaire (variable ACT1). Cette mesure est la plus répandue dans la littérature. Le premier modèle teste une relation linéaire entre gestion des résultats et pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire (spécification 1). Le second modèle teste une relation non linéaire entre la gestion des résultats et la concentration de l'actionnariat. Cette relation non linéaire, observée par plusieurs auteurs (Koh 2003 ; Wang 2006 ; Ding *et al.* 2007 ; Bozec 2008) dans différents contextes, traduit notamment les deux effets antagonistes de la concentration sur la gestion des résultats (alignement par opposition à enracinement). Afin de mettre en évidence une éventuelle relation non linéaire entre le pourcentage détenu par l'actionnaire principal et la gestion de résultat, les variables ACT1 et ACT1² sont introduites dans le modèle de régression (spécification 2).

Toutefois, au-delà du rôle exercé par l'actionnaire principal, il nous a semblé intéressant d'analyser l'influence des autres principaux actionnaires (ici le deuxième et le troisième) sur la gestion des résultats comptables. Deux nouvelles régressions ont été conduites en introduisant la part respectivement détenue par les deux premiers actionnaires (variable ACT12) et les trois premiers actionnaires (variable ACT123). Ces deux régressions constituent les spécifications 3 et 4 et viennent compléter l'analyse :

Spécification 1

$$\text{ABSADJ (ou ABSADK)} = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \text{ACT1} + \alpha_3 \cdot \text{TAIL} + \alpha_4 \cdot \text{END} + \alpha_5 \cdot \text{FTE} + \alpha_6 \cdot \text{PERT} + \alpha_7 \cdot \text{CAC 40} \\ + \sum \alpha_{(4+i)} \cdot \text{AN}_i + \sum \alpha_{(13+i)} \cdot \text{ICB}_i \quad (1)$$

Spécification 2

$$\text{ABSADJ (ou ABSADK)} = \alpha_1 + \alpha_{2,1} \cdot \text{ACT1} + \alpha_{2,2} \cdot \text{ACT1}^2 + \alpha_3 \cdot \text{TAIL} + \alpha_4 \cdot \text{END} + \alpha_5 \cdot \text{FTE} + \alpha_6 \cdot \text{PERT} \\ + \alpha_7 \cdot \text{CAC 40} + \sum \alpha_{(4+i)} \cdot \text{AN}_i + \sum \alpha_{(13+i)} \cdot \text{ICB}_i \quad (2)$$

Spécification 3

$$\text{ABSADJ (ou ABSADK)} = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \text{ACT12} + \alpha_3 \cdot \text{TAIL} + \alpha_4 \cdot \text{END} + \alpha_5 \cdot \text{FTE} + \alpha_6 \cdot \text{PERT} + \alpha_7 \cdot \text{CAC 40} \\ + \sum \alpha_{(4+i)} \cdot \text{AN}_i + \sum \alpha_{(13+i)} \cdot \text{ICB}_i \quad (3)$$

Spécification 4

$$\text{ABSADJ (ou ABSADK)} = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \text{ACT123} + \alpha_3 \cdot \text{TAIL} + \alpha_4 \cdot \text{END} + \alpha_5 \cdot \text{FTE} + \alpha_6 \cdot \text{PERT} + \alpha_7 \cdot \text{CAC 40} \\ + \sum \alpha_{(4+i)} \cdot \text{AN}_i + \sum \alpha_{(13+i)} \cdot \text{ICB}_i \quad (4)$$

Avec ABSADJ la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991), ABSADK la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005), ACT1 le pourcentage détenu par le premier actionnaire, ACT1² le pourcentage carré détenu par le premier actionnaire, ACT12 le pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires, ACT123 le pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires, TAIL le logarithme du montant des actifs en t-1, END le ratio d'endettement, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal à 1 si la société appartient à l'indice CAC 40, 0 sinon, AN_i est égal à 1 si l'année est 20i, 0 sinon, ICB_i est égal à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon.

Les résultats des régressions conduites en utilisant le premier actionnaire comme mesure de la concentration (spécifications 1 et 2) figurent dans le tableau 4. Pour chacune des spécifications retenues, les résultats obtenus à partir du modèle de Jones (1991) et du modèle de Kothari *et al.* (2005) sont très voisins¹³.

Tableau 4 – Régressions à partir des variables de concentration du premier actionnaire

Variable	Spécification 1		Spécification 2	
	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)
C	0.114***	0.107***	0.129***	0.118***
ACT1	-0.008	-0.008	-0.064***	-0.048**
ACT1 ²	-	-	0.064**	0.046**
TAIL	-0.006***	-0.005***	-0.006***	-0.006***
END	0.002	0.007	0.003	0.008
FTE	0.082***	0.092***	0.084***	0.093***
PERT	0.036***	0.025***	0.035***	0.024***
CAC 40	0.003	0.002	0.001	0.001
Effets fixes par année inclus (variables AN _i)				
Effets fixes par secteur inclus (variables ICB _i)				
R ² Ajusté	0.1307	0.1136	0.1354	0.1162
P	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
N	1045	1045	1045	1045

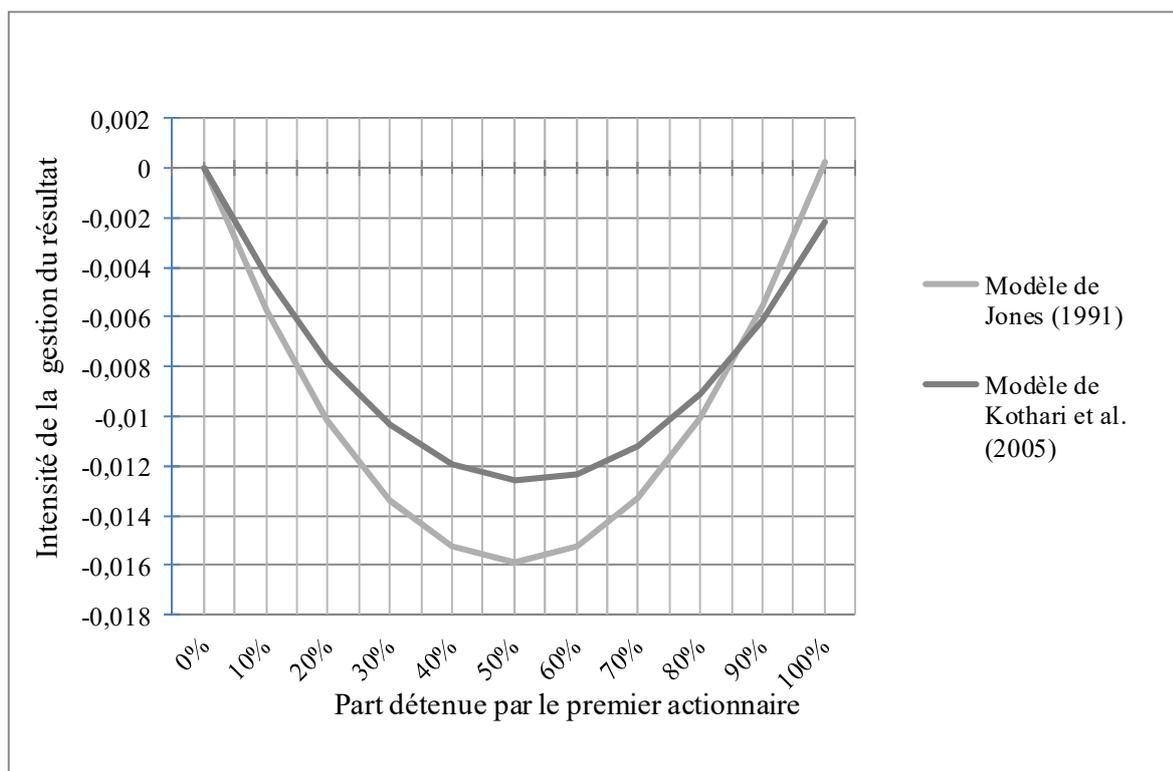
Les signes *, **, *** indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10 %, 5 % et 1 %.

C est la constante de la régression, ACT1 le pourcentage détenu par le premier actionnaire, ACT1² le pourcentage carré détenu par le premier actionnaire, TAIL le logarithme du montant des actifs, END le ratio d'endettement, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal

à 1 si la société appartient à l'indice CAC 40, 0 sinon, ANi est égal à 1 si l'année est 20i, 0 sinon, ICBi est égal à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon.

Les régressions laissent apparaître plusieurs enseignements. Tout d'abord, il n'existe pas de relation linéaire entre la gestion des résultats et la part de capital détenue par le principal actionnaire (spécification 1). Lorsque l'on étudie la fraction détenue par le principal actionnaire, l'hypothèse d'une association négative entre gestion des résultats et concentration de l'actionnariat (hypothèse 1), ne semble donc pas vérifiée. En revanche, la relation entre gestion des résultats et part détenue par le principal actionnaire apparaît non linéaire (spécification 2). La gestion des résultats diminue dans un premier temps lorsque la concentration du premier actionnaire augmente, puis repart à la hausse à partir d'un certain seuil de détention du capital (courbe en U). Ce constat est en accord avec l'hypothèse 2, selon laquelle, à partir d'un certain seuil de détention, la gestion des résultats est associée positivement avec la part détenue par l'actionnaire principal. Le point d'inflexion du graphique correspond à la concentration pour laquelle la gestion des résultats est la plus faible. Ce minimum est obtenu pour un pourcentage détenu par le principal actionnaire proche de 50 % (figure 1). Plus exactement, le minimum ACT1* est obtenu pour 49,8 % avec le modèle de Jones et 52,3 % avec le modèle de Kothari *et al.*

Figure 1 – Lien entre la part détenue par le premier actionnaire et l'intensité de la gestion des résultats



Ces résultats vont à l'encontre de ceux obtenus dans les travaux de Bozec (2008) dans le contexte canadien et de Ding *et al.* (2007) et Liu et Lu (2007) en Chine. En revanche, ces observations se rapprochent de l'étude de Wang (2006) sur la gestion des résultats dans les sociétés familiales. Ce constat pourrait s'expliquer par le contexte français caractérisé par une

forte présence d'actionnaires familiaux, y compris parmi les sociétés cotées au sein du SBF 250 (58 % des firmes de notre échantillon ont au moins un actionnaire familial).

Par ailleurs, le tableau 5 fournit les résultats des régressions menées en utilisant comme mesures de concentration respectivement les deux et trois principaux actionnaires (spécifications 3 et 4). Dans les deux cas, la relation apparaît significative et négative. La concentration de l'actionnariat est associée à une moindre intensité de gestion des résultats, conformément à l'hypothèse 1. Ce constat rejoint les travaux de Smith (1976), Beneish (1997) et Dempsey, Hunt et Schroeder (1993), qui expriment l'importance de la présence de blocs d'actionnaires en matière de contrôle de l'information comptable.

Au-delà du premier actionnaire, c'est l'ensemble des trois principaux actionnaires qui semble agir comme un mécanisme de contrôle. Ce résultat est intéressant car beaucoup d'études n'utilisent que le premier actionnaire comme indicateur de concentration. Les résultats de notre recherche semblent indiquer que les deuxième et troisième actionnaires exercent aussi un rôle significatif en matière de gouvernance. Dans le cadre de notre étude sur le contexte français, le deuxième actionnaire semble jouer ce rôle, dans la mesure où les coefficients de la régression sont peu modifiés en introduisant le troisième actionnaire (spécification 4 du tableau 5).

Tableau 5 - Régressions à partir des variables de concentration deux premiers et trois premiers actionnaires

Variable	Spécification 3		Spécification 4	
	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)
C	0.118***	0.111***	0.120***	0.113***
ACT12	-0.013**	-0.012**	-	-
ACT123	-	-	-0.014**	-0.013**
TAIL	-0.006***	-0.005***	-0.006***	-0.005***
END	0.002	0.007	0.002	0.007
FTE	0.083***	0.093***	0.083***	0.093***
PERT	0.036***	0.024***	0.036***	0.024***
CAC 40	0.001	0.001	0.001	0.001
Effets fixes par année inclus (variables ANi)				
Effets fixes par secteur inclus (variables ICBi)				
R ² Ajusté	0.1329	0.1157	0.1331	0.1158
P	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
N	1045	1045	1045	1045

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

C est la constante de la régression, ACT12 le pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires, ACT123 le pourcentage détenu par les trois premiers actionnaires, TAIL le logarithme du montant des actifs, END le ratio d'endettement, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal à 1 si la société appartient à l'indice CAC 40, 0 sinon, ANi est égal à 1 si l'année est 20i, 0 sinon, ICBi est égal à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon.

Une analyse complémentaire a été menée sur le montant des *accruals* en valeur algébrique. Le lien entre les *accruals* discrétionnaires et la concentration de l'actionnariat n'est pas

significatif. Si l'on étudie plus précisément la relation en séparant les valeurs positives et négatives des *accruals* discrétionnaires, aucune relation n'apparaît pour les valeurs positives. En revanche, pour les *accruals* discrétionnaires négatifs, le coefficient des variables de concentration ACT1, ACT12, et ACT123 apparaît alors positif et significatif¹⁴. Ainsi, lorsque les *accruals* discrétionnaires sont négatifs, la concentration est reliée positivement et, toutes choses égales par ailleurs, une entreprise dont l'actionnariat est fortement concentré a une probabilité moins importante d'afficher des *accruals* fortement négatifs. La limitation de l'intensité de la gestion des résultats semble donc asymétrique et attribuable en grande partie à une limitation des *accruals* discrétionnaires négatifs plus que positifs. L'étude des coefficients des variables ACT12 et ACT123 semble indiquer le rôle des deuxième et troisième actionnaires dans l'atténuation des *accruals* négatifs.

4.2 Gestion des résultats et nature de l'actionnariat

Le lien entre nature de l'actionnariat et gestion des résultats a rarement été étudié de façon à prendre en compte la grande diversité dans la nature des actionnaires. La plupart des travaux de la littérature se concentre sur une forme particulière, que ce soit l'actionnariat familial ou institutionnel. Nous cherchons à connaître le rôle de chacun des types d'actionnaires identifiés dans la gestion des résultats. Dans un premier temps, le poids de chacun des types d'actionnaires est testé (spécification (5)). Ensuite, compte tenu de la relation non linéaire obtenue précédemment, nous introduisons le carré des variables pour chacun des types d'actionnaires étudiés (spécification (6)).

Spécification 5

$$\begin{aligned} \text{ABSADJ(ou ABSADK)} = & \alpha_1 + \alpha_2. \text{FAM} + \alpha_3. \text{MAN} + \alpha_4. \text{FIN} + \alpha_5. \text{ETA} + \alpha_6. \text{AUTO} + \alpha_7. \text{IND} \\ & + \alpha_8. \text{TAIL} + \alpha_9. \text{END} + \alpha_{10}. \text{FTE} + \alpha_{11}. \text{PERT} + \alpha_{12}. \text{CAC 40} \\ & + \sum \alpha_{(9+i)}. \text{AN}_i + \sum \alpha_{(18+i)}. \text{ICB}_i \end{aligned} \quad (5)$$

Spécification 6

$$\begin{aligned} \text{ABSADJ(ou ABSADK)} = & \alpha_1 + \alpha_2. \text{FAM} + \alpha_3. \text{MAN} + \alpha_4. \text{FIN} + \alpha_5. \text{ETA} + \alpha_6. \text{AUTO} + \alpha_7. \text{IND} \\ & + \alpha_8. \text{FAM}^2 + \alpha_9. \text{MAN}^2 + \alpha_{10}. \text{FIN}^2 + \alpha_{11}. \text{ETA}^2 + \alpha_{12}. \text{AUTO}^2 + \alpha_{13}. \text{IND}^2 \\ & + \alpha_{14}. \text{TAIL} + \alpha_{15}. \text{END} + \alpha_{16}. \text{FTE} + \alpha_{17}. \text{PERT} + \alpha_{18}. \text{CAC 40} \\ & + \sum \alpha_{(15+i)}. \text{AN}_i + \sum \alpha_{(24+i)}. \text{ICB}_i \end{aligned} \quad (6)$$

Avec ABSADJ la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991), ABSADK la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari *et al.* (2005), FAM le pourcentage détenu par l'actionnariat familial, MAN le pourcentage détenu par le management, FIN le pourcentage détenu par l'actionnariat financier, ETA le pourcentage détenu par l'État, AUTO le pourcentage détenu par l'auto-contrôle, IND le pourcentage détenu par l'actionnariat industriel, TAIL le logarithme du montant des actifs, END le ratio d'endettement, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal à 1 si la société appartient à l'indice CAC 40, 0 sinon, AN_i est égal à 1 si l'année est 20i, 0 sinon, ICB_i est égal à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon.

Les résultats des régressions conduites à partir de la nature de l'actionnariat sont présentés dans le tableau 6. Les deux premières régressions (spécification 5) analysent le lien entre la part détenue par chaque type d'actionnaire et le montant des *accruals* discrétionnaires en valeur absolue. La gestion des résultats n'est pas significativement associée à la part de capital détenu par les actionnaires managériaux, financiers et étatiques. Par conséquent, les hypothèses 3, 5 et 7 ne peuvent être validées.

En revanche, le pourcentage détenu par les actionnaires familiaux et industriels est associé négativement à l'intensité de la gestion des résultats. Ces résultats vont dans le sens des hypothèses 4 et 6. Ce constat rejoint les travaux effectués sur les actionnaires familiaux dans différents contextes, aux États-Unis (Wang 2006 ; Ali *et al.* 2007) et en Europe (Sánchez-Ballesta et García-Meca 2007 ; Prencipe *et al.* 2008). À l'instar des actionnaires familiaux, on peut penser que les investisseurs industriels, présents dans 48 % des firmes de l'échantillon, adoptent un horizon à long terme qui n'incite pas les dirigeants à une gestion à court terme de l'information comptable.

Tableau 6 – Régressions à partir des variables de nature d'actionnariat

Variable	Spécification 5		Spécification 6	
	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)	Jones (1991)	Kothari <i>et al.</i> (2005)
C	0.126***	0.12***	0.128***	0.118***
FAM	-0.019**	-0.02***	-0.052**	-0.053***
MAN	-0.043	-0.048	0.002	0.031
FIN	-0.007	-0.004	0.003	0.02
ETA	-0.002	-0.003	-0.014	-0.018
AUTO	-0.038	-0.029	-0.141	-0.316*
IND	-0.021***	-0.017**	-0.021	-0.011
FAM ²	-	-	0.048*	0.053**
MAN ²	-	-	-0.211	-0.378
FIN ²	-	-	-0.015	-0.033
ETA ²	-	-	0.015	0.018
AUTO ²	-	-	1.81	4.574*
IND ²	-	-	-0.003	-0.009
TAIL	-0.006***	-0.006***	-0.006***	-0.006***
END	0.002	0.006	0.002	0.006
FTE	0.085***	0.093***	0.084***	0.093***
PERT	0.036***	0.024***	0.036***	0.024***
CAC 40	0.001	0.001	0.000	0.001
Effets fixes par année inclus (variables ANi)				
Effets fixes par secteur inclus (variables ICBi)				
R ² Ajusté	0.1340	0.1181	0.1323	0.1215
P	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
N	1045	1045	1045	1045

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

ABSADJ est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991), ABSADK la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari *et al.* (2005), FAM le pourcentage détenu par l'actionnariat familial, MAN le pourcentage détenu par le management, FIN le pourcentage détenu par l'actionnariat financier, ETA le pourcentage détenu par l'État, AUTO le pourcentage détenu par l'auto-contrôle, IND le pourcentage détenu

par l'actionnariat industriel, TAIL le logarithme du montant des actifs, END le ratio d'endettement, FTE les flux de trésorerie d'exploitation normés par le total de l'actif, PERT est égal à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon, CAC 40 est égal à 1 si la société appartient à l'indice CAC 40, 0 sinon, ANi est égal à 1 si l'année est 20i, 0 sinon, ICBi est égal à 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon.

Les deux autres régressions testent l'existence éventuelle d'une relation non linéaire entre le type d'actionnaire et la gestion des résultats (spécification 6). Les résultats semblent aller dans ce sens pour l'actionnariat familial. L'intensité de la gestion des résultats diminue d'abord lorsque l'actionnariat familial croît, puis augmente à partir d'un certain niveau de détention du capital¹⁵. Ce constat d'une relation non linéaire entre actionnariat familial et gestion des résultats a été effectué par Wang (2006) aux États-Unis. Dans le contexte français, la similitude des résultats observés à partir de la part détenue par le premier actionnaire, et de celle détenue par les actionnaires familiaux, s'explique certainement par la place privilégiée occupée par les familles dans l'actionnariat français.

Une étude des *accruals* en valeur algébrique permet d'affiner l'analyse¹⁶. La limitation de l'intensité de la gestion des résultats apparaît ainsi différente selon la nature de l'actionnariat. Ainsi, la part de détention d'un actionnaire familial est associée à la fois à une limitation des *accruals* positifs et à une augmentation des *accruals* négatifs. En revanche, le pourcentage de détention par un actionnaire industriel semble être associé, de façon asymétrique, à une augmentation des *accruals* discrétionnaires négatifs mais non à une diminution des *accruals* positifs.

En complément de ces tests, nous avons étudié l'influence de la part détenue par les deuxième et troisième actionnaires selon la nature du premier actionnaire. Cette analyse permet de mettre en évidence, lorsque le premier actionnaire est financier, une association négative entre la gestion des résultats et la part détenue par le second actionnaire. Par ailleurs, aucune association n'est constatée lorsque le premier actionnaire est familial ou industriel. Ces résultats sont cohérents avec les analyses précédentes, montrant que les actionnaires familiaux et industriels semblent offrir une certaine garantie en matière de qualité des résultats. Cela rend moins nécessaire la mise en œuvre de contre-pouvoirs. En revanche, l'actionnariat financier ne semble pas associé avec la qualité des résultats. Dans le cas où l'actionnaire principal est financier, les résultats de notre étude suggèrent que le second actionnaire peut jouer un rôle favorable dans la qualité des résultats divulgués.

5 Conclusion

L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre la structure de l'actionnariat et la gestion des résultats des sociétés cotées françaises. Cette étude nous semble intéressante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, parce que les travaux menés sur ce sujet ne font pas apparaître de consensus quant à l'association entre la structure de l'actionnariat et la gestion des résultats. Ensuite, notre étude porte à la fois sur la concentration et la nature de l'actionnariat alors que la plupart des travaux ne s'intéressent qu'à une de ces deux facettes. Enfin, le contexte français n'a, à notre connaissance, fait l'objet d'aucune étude sur la relation entre la gestion des résultats et la structure de l'actionnariat.

Les analyses sont conduites sur un échantillon de sociétés cotées de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008. Plusieurs résultats découlent de l'étude des *accruals* discrétionnaires mesurés à partir des versions sectorielles des modèles de Jones (1991) et Kothari *et al.* (2005). Concernant la concentration de l'actionnariat, la relation entre la gestion des résultats et le pourcentage détenu par le principal actionnaire n'est pas significative lorsqu'on utilise un modèle linéaire. En revanche, l'utilisation d'un modèle non linéaire laisse apparaître une relation en forme de U. La concentration du capital limite ainsi la gestion des résultats, puis cette dernière repart à la hausse lorsque le premier actionnaire détient plus de la moitié du capital. Ce résultat est original par rapport aux études menées dans d'autres contextes (Bozec 2008 ; Liu et Lu 2007 ; Ding *et al.* 2007) et n'est pas sans rappeler ceux obtenus par Wang (2006) aux États-Unis sur un échantillon de firmes familiales. Or, le contexte français se caractérise par une forte présence des familles dans l'actionnariat des sociétés.

Lorsqu'on utilise les deux premiers ou les trois premiers actionnaires comme mesure de la concentration, celle-ci semble limiter la gestion des résultats. Ce constat montre l'incidence des deuxième et troisième actionnaires sur la politique comptable de l'entreprise. Plus précisément, il semblerait que le deuxième actionnaire exerce un rôle de contrôle et limite l'intensité de la gestion des résultats.

Concernant la nature de l'actionnariat, les analyses laissent apparaître l'influence de deux catégories d'actionnaires. En effet, le poids des actionnaires familiaux et industriels limite l'intensité de la gestion des résultats. Une explication pourrait résider dans l'horizon de placement à long terme de ces acteurs, qui n'incite pas les dirigeants à gérer les résultats. De plus, ce constat confirme les conclusions des études antérieures qui soulignent le rôle modérateur de l'actionnariat familial. Concernant l'actionnariat industriel, cependant, peu d'études ont été conduites. Le rôle exercé par ce type d'actionnaires sur les politiques comptables pourrait ainsi faire l'objet de recherches ultérieures.

Bibliographie

- Abdel-khalik, A. (1985). The effect of LIFO-switching and firm ownership on executives' pay. *Journal of Accounting Research* 23(2): 427-447.
- Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B., Alexander, D. (2010). Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics* 38: 28-47.
- Ali, A., Chen, T-Y., Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44(1-2): 238-286.
- Anderson, R., Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58(3): 1301-1327.
- Aria A., Glover J., Sunder S. (1998). Earnings management and the revelation principle. *Review of Accounting Studies* 3(1-2): 7-34.
- Ayres, F. (1986). Characteristics of firms electing early adoption of SFAS 52. *Journal of Accounting and Economics* 8(2): 143-158.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39(1): 83-128.

- Beneish, M. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 16(3): 271-309.
- Beneish, M. (1999). Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review*.74(4): 425- 457.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N., Cosset, J.-C. (2009). Ownership structure and earnings management quality: Evidence from newly privatized firms. *Working paper*.
- Bozec, Y., (2008). Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéficiaires : Une étude canadienne. *Revue canadienne des Sciences de l'Administration* 25(1): 67-82.
- Burns, N., Kedia, S., Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting. *Journal of Corporate Finance* 16(4): 443-455.
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour. *The Accounting Review*. 73(3): 305-333.
- Chung, R., Firth. M., Kim, J. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8(1): 29-48.
- Chung, R., Ho. S., Kim, J. (2004). Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 13(1): 1-20.
- Cormier, D., Magnan, M. (1995). La gestion stratégique des résultats : Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 1(1): 45-61.
- Cormier, D., Magnan, M. (1995). La gestion stratégique des résultats : Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 1 (1): 45-61.
- Cormier, D., Magnan, M., Morard, B. (1998). La gestion stratégique des résultats: Le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ? *Comptabilité - Contrôle - Audit* 4 (1): 25-48.
- Darrrough, M., Pourjalali, H., Saudagaran, S. (1998), Earnings management in Japanese companies. *The International Journal of Accounting* 33(3): 313-334.
- Davidson S., Stickney C., Weil R. (1987). *Accounting: The language of business*. 7th edition Thomas Horton and Daughter, Sun Lakes Arizona.
- Dempsey, S., Hunt, H., Schroeder, N. (1993). Earnings management and corporate ownership structure: An examination of extraordinary item reporting. *Journal of Business, Finance and Accounting* 20(4): 479-500.
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93(6): 1155-1177.
- Dhaliwal, D., Salamon, G., Smith, D. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics* 4(1): 41-53.
- Ding, Y., Zhang, H., Zhang, J. (2007). Private vs state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance* 15(2): 223-238.
- Faccio, M., Lang, L. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65(3): 365-395.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Graham J., Harvey C., Rajgopal S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*. 40(1-3): 3-73.
- Guenther, D. (1994). Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review* 69(1): 230-243.
- Guthrie, K., Sokolowsky, J. (2010). Large shareholders and the pressure to manage earnings. *Journal of Corporate Finance* 16(3): 302-319.

- Hadani, M., Goranova, M., Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business research*, in Press, Corrected Proof.
- Hand J. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review* 65(4): 740-763.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L., Wu W. (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42(2): 423-462.
- Holthausen R. (1990). Accounting method choice: Opportunistic behaviour, efficient contracting and information perspectives. *Journal of Accountings and Economics* 12: 207-218.
- Hsu, G., Koh P. (2005). Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance* 13(3): 809-823.
- Hunt, H. (1985). Potential determinants of corporate inventory accounting decisions. *Journal of Accounting Research* 23(2): 448-467.
- Jaggi, B., Leung S., Gul F. (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting, and Public Policy* 28 (4): 281-300.
- Jaggi, B., Leung, S. (2007). Impact of family dominance on monitoring of earnings management by audit committees: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16(2): 27-50.
- Jeanjean, T. (2001). Incitations et contraintes à la gestion des résultats. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 7(1): 61-76.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2002). Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research* 19(1): 117-145.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29(2): 193-228.
- Koh, P. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review* 35(2): 105-128.
- Koh, P. (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy* 26(3): 267-299.
- Kothari, S.P., Leone, A., Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39(2): 163-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Labelle, R., Schatt, A. (2005). Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. *Finance-Contrôle-Stratégie* 8(3): 77-104.
- Labelle, R., Thibault, M. (1998). Gestion du bénéfice à la suite d'une crise environnementale : Un test de l'hypothèse des coûts politiques. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 4 (1): 69-81.
- Le Nadant, A. L. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de l'ibo françaises. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 5 (2): 61-82.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69(3): 505-527.
- Liu, Q., Lu, Z.J. (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance* 13(5): 881-906.
- Mard Y. Marsat S. (2009), « La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, Numéro thématique « Comptabilité et Gouvernance », Décembre, 141-170.

- Mard, Y., Schatt, A. (2011). Les minoritaires face à la gestion des résultats comptables dans les sociétés contrôlées. *La Revue du Financier* 190-191: 69-79.
- Martinez, I., Serve, S. (2011). Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 17 (1): 7-35.
- Missonier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : Une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 13 (1): 137-155.
- Morck, R., Scheifer, A., Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 293-315.
- Piot C, Janin R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review* 16(2): 429-454.
- Porter, M.E., (1992). Capital choices: Changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance* 5 (2): 4-16.
- Prencipe, A., Markarian, G., Pozza, L. (2008). Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Family Business Review* 21(1): 71-88.
- Saada, T. (1995). Les déterminants des choix comptables : Étude des pratiques françaises et comparaison franco-américaine. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 1(2): 52-74.
- Sánchez-Ballesta, J., García-Meca, B. (2007). Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance* 15(4): 677-691.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management, *Accounting Horizons* 3: 91-102.
- Shleifer, A, Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94(3): 461-489.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-783.
- Siregar, S., Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43(1): 1-27.
- Smith, E. (1976). The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions. *The Accounting Review* 51(4): 707-723.
- Stolowy, H., Breton, G. (2003). La gestion des données comptables : Une revue de la littérature. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 9 (1): 125-151.
- Teshima, N., Shuto, A. (2008). Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 19(2): 107-132.
- Thauvron, A. (2000). La manipulation du résultat comptable avant une offre publique. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 6 (2): 97-114.
- Tong, Y. (2008). Financial reporting practices of family firms. *Advances in Accounting* 23: 231-261.
- Velury, U., Jenkins, D. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research* 59(9): 1043-1051.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44(3): 619-655.
- Warfield, T., Wild, J., Wild, K. (1995). Managerial ownership and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-92.
- Watts, R., Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Yoon, S., Miller, G. (2002). Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea. *The International Journal of Accounting* 37:57-78.
- Young, S. (1998). The determinants of managerial accounting policy choice: Further evidence for the UK. *Accounting and Business Research* 28(2): 81-92.

- Zhao, R., Millet-Reyes, B. (2007). Ownership structure and accounting information content: Evidence from France. *Journal of International Financial Management and Accounting* 18(2): 223-246.
- Zhong, K., Donald, W., Zheng, X. (2007). The effect of monitoring by outside blockholders on earnings management. *Quarterly Journal of Business and Economics* 46: 38-60.

Annexe 1. Classification sectorielle et nombre de sociétés par secteur

Secteur d'activité	Nombre de sociétés	Variable
Industries lourdes	24	ICB1
Autres industries	51	ICB 2
Biens de consommation	39	ICB 3
Santé	20	ICB 4
Services au consommateur	42	ICB 5
Immobilier et services financiers	15	ICB 6
Technologies	29	ICB 7

Annexe 2. Coefficients des régressions pour les variables de concentration (accruals discrétionnaires négatifs)

Variables de concentration	Modèle de Jones (1991)		Modèle de Kothari <i>et al.</i> (2005)	
	Coefficient	p	Coefficient	p
ACT1	0.018127	0.0086	0.011931	0.0592
ACT12	0.023073	0.0013	0.016476	0.0122
ACT123	0.024769	0.0008	0.018878	0.0053

Annexe 3. Coefficients des régressions pour les variables FAM et IND (accruals discrétionnaires positifs et négatifs)

Variables d'actionariat	Modèle de Jones (1991)		Modèle de Kothari <i>et al.</i> (2005)	
	Coefficient	p	Coefficient	p
AD>0				
FAM	-0.019458	0.0730	-0.021782	0.0375
IND	-0.003894	0.7436	-0.007658	0.5014
AD<0				
FAM	0.026637	0.0056	0.022688	0.0083
IND	0.028637	0.0013	0.020084	0.0134

¹ Traduction libre.

² Une revue de littérature sur la gestion des données comptables est proposée par Stolowy et Breton (2003).

³ Cité par Schipper (1989).

⁴ Traduction libre.

⁵ Un test des hypothèses de la théorie politico-contractuelle a été effectué dans le contexte suisse par Cormier *et al.* (1998) et canadien par Labelle et Thibault (1998).

⁶ Bien que l'étude des fraudes comptables (violant les règles comptables) déborde du cadre de notre recherche, elle peut nous fournir des indications sur les motivations des comportements de gestion des résultats (respectant les règles comptables).

⁷ Baromètre FactSet – OpinionWay 2011.

⁸ La précision des données fournies varie selon les rapports annuels des sociétés. Certains affichent des précisions très importantes avec des taux de détention proches de 1%, d'autres ne fournissent pas d'information en dessous du seuil réglementé de 5%. Les résultats présentés utilisent les données avec la précision fournie par les rapports annuels. Nous avons cependant vérifié que cela ne représentait pas un biais de sélection.

L'utilisation des seules données réglementées (au-delà du seuil de 5%) n'a pas d'impact significatif sur les résultats obtenus.

⁹ Notre étude concerne particulièrement la gestion des résultats comptables. Nous avons toutefois tenté d'élargir ces recherches à la notion de lissage des résultats selon l'approche de Leuz *et al.* (2003). La variable de lissage, cependant, n'apparaît pas reliée significativement ni aux variables de concentration ni à celles de nature de l'actionnariat utilisées dans cette recherche, et ne fait par conséquent pas l'objet de développements dans cette étude.

¹⁰ En complément de ces trois mesures de concentration, nous avons aussi calculé et pris en compte dans l'analyse l'indice de concentration de Gini. Cet indice intègre les rapports de force entre les trois principaux actionnaires. Il apparaît néanmoins que cet indice est très fortement corrélé avec la part détenue par le premier actionnaire (corrélation de 0,97). Les résultats obtenus avec l'indice de Gini sont donc très voisins de ceux obtenus avec la variable ACT1.

¹¹ Aux États-Unis, les travaux de Wang (2006) et Ali *et al.* (2007) portant sur l'indice S&P500 indiquent des taux de détention par les actionnaires familiaux proches de 10%.

¹² Les quatre secteurs mentionnant moins de 10 sociétés ont fait l'objet de regroupements, ce qui explique un nombre de secteurs ramené à 7. Le nombre de sociétés par secteurs et leur description figurent en annexe 1.

¹³ Les résultats des régressions utilisant l'indice de Gini comme mesure de la concentration étant très proches de ceux obtenus avec la variable ACT1, ils ne sont pas reproduits.

¹⁴ Les coefficients des régressions pour les variables de concentration sont présentés en annexe 2.

¹⁵ Comme dans le cas de la concentration du premier actionnaire, ce minimum est proche de 50%.

¹⁶ Les coefficients des régressions pour les *accruals* positifs et négatifs concernant les variables d'actionnariat FAM et IND sont présentés en annexe 3.